

亚宝药业(600351.sh)

产品战略日渐清晰，高成长将继续

葛峰 研究员
 电话: 020-87555888-340
 eMail: gq2@gf.com.cn

李平祝 研究助理
 电话: 020-87555888-692
 eMail: lpz@gf.com.cn

丁桂儿脐贴--心有多大，市场就有多大

公司已经着手成立丁桂儿脐贴的医院销售队伍，有针对性地开拓全国的 300 家左右的妇幼医院。通过与医药代表们交流沟通，我们认为丁桂儿脐贴的产品属性（极高的安全性）比较适合医院市场的开拓。丁桂儿脐贴在一二级市场有望出现量价齐升的局面。丁桂儿脐贴医院市场开拓的关键是全自动化生产线的投产及相应高品质产品的提价。我们预计全自动化生产线将在二季度末投入使用。

缓控释生产线一走高端普药路线

公司按美国 FDA 标准建造的 cGMP 缓控释生产线是对普药的产业升级。一方面缓控释是对常释制剂的升级，另一方面 FDAcGMP 标准是对工艺和技术的升级。过硬的产品质量与公司强大的销售能力可以保证产品的市场推广，新的药品定价政策也有利于保证公司产品的利润水平。近几年珍菊降压片和硝苯地平缓释片的快速增长便是公司对普药产品销售能力的展示。我们认为高品质缓控释普药配合公司出色的销售能力将保障公司普药业务的快速增长。

中药注射液平台—基本面将取得重大改善

目前公司中药注射液的主要品种有红花注射液，冠心宁注射液和香丹注射液，目前的收入规模不到一个亿。公司相关的资产收购完成后，公司的中药注射液的品种将得到丰富，品牌与研发实力都会得到提升。

盈利预测与投资评级

根据公司的最新经营情况，我们对盈利预测进行调整预计公司 09 至 11 年分别实现 EPS0.44 元（0.49 元）、0.66 元（0.68 元）和 0.91 元（0.94 元），以 1 月 18 日收盘价 19.22 元计算，对应动态 PE 分别为 44 倍、29 倍和 21 倍。考虑到公司的成长性较高，我们认为公司的合理估值水平为 2010 年 35×-40×，对应股价为 23.1 元-26.4 元。考虑到卡夫卡项目可以贡献每股约 5 毛钱，我们给予 23.6 元的目标价。

公司评级

买入

当前价格(元)	19.22
目标价格(元)	23.60
前次评级	买入

股价走势

亚宝药业(600351)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-1.26%	33.93%	147.60%
上证综指	-1.79%	9.76%	67.78%

股票数据

总股本(万股)	31,647.60
流通 A 股(万股)	31,647.60
主要股东:	

芮城欣钰盛科技有限公司

主要股东持股比例	16.89%
流通 A 股比例	100.00%

财务比率

ROE	10.70%
ROA	5.10%
资产负债率	50.41%
每股净资产(元)	5.05

2008 年报数据。

主要观点

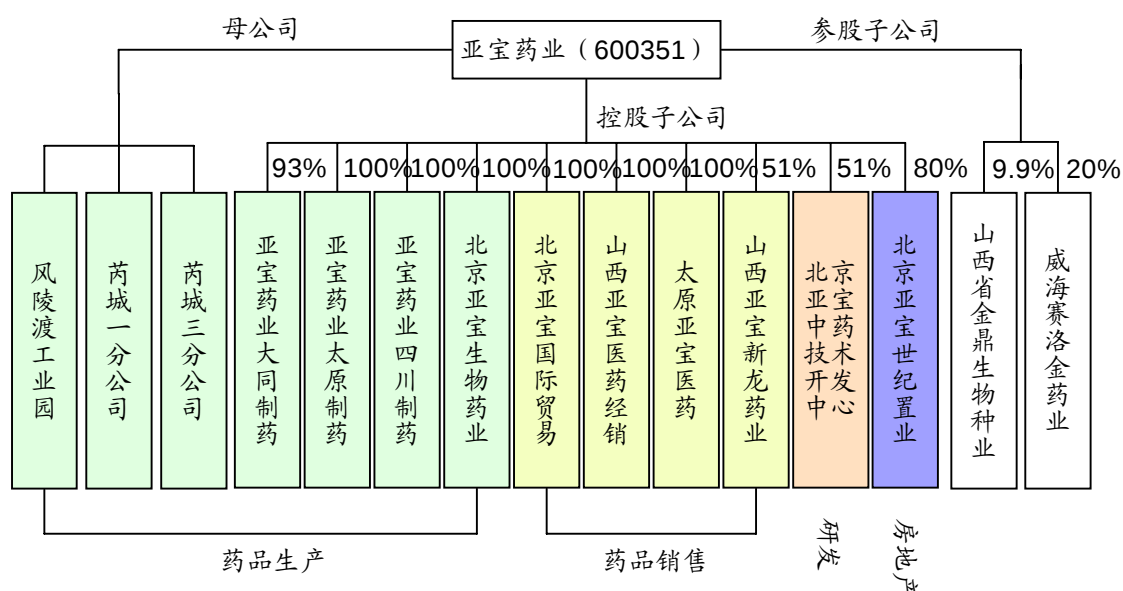
我们认为亚宝药业拥有良好的企业体制，销售能力突出。公司的业务战略逐渐清晰。一方面，公司在外用贴剂领域进行持续营销和产品创新，保持领先优势。另一方面，公司以按FDAcGMP标准建设的缓控释生产线为契机，使公司对普药进行了产业升级，走上高端普药路线。最后，公司的中药注射液平台将搭建成功，品牌和研发实力均步入较高层次。公司各项业务未来增长较为明确。

根据公司的最新经营情况，我们对盈利预测进行调整，预计公司09至11年分别实现EPS0.44元（0.49元）、0.66元（0.68元）和0.91元（0.94元），以1月18日收盘价19.22元计算，对应动态PE分别为44倍、29倍和21倍。考虑到公司的成长性较高，我们认为公司的合理估值水平为2010年35×-40×，对应股价为23.1元-26.4元。考虑到卡夫卡项目可以贡献每股约5毛钱，我们给予23.6元的目标价。

公司基本情况介绍

公司是山西省唯一上市医药公司，公司拥有民营的体制和国资的背景。公司2005年完成管理层收购，实现了管理层的间接持股，目前公司高管及其委托人通过芮城欣钰盛科技有限公司间接持有亚宝药业16.89%的股权，欣钰盛为公司的大股东。

图1：亚宝药业生产经营结构



数据来源：公司公告

公司的主营业务主要包括医药生产和医药批发两大类，其中医药生产为主要利润来源。目前，一分公司、风陵渡工业园、太原制药、大同制药、四川亚宝五大生产基地从事医药生产业务。医药批发类业务主要是由控股

子公司亚宝新龙从事经营。山西亚宝医药经销公司，太原亚宝医药以及北京亚宝国际贸易公司主要负责公司所生产药品的销售工作。北京亚宝中药技术开发中心从事中药及中药制剂的技术开发。北京亚宝生物药业与三分公司目前处于建设阶段，将成为公司的缓控释生产基地，北京亚宝生物同时将是公司的研发中心。北京亚宝世纪置业公司从事房地产开发业务。

丁桂儿脐贴——心有多大，市场就有多大

儿童腹泻是一个世界性公共卫生问题。我国也是小儿腹泻多发国家，在我国儿童腹泻是仅次于呼吸道感染的常见病和多发病，尤其是5岁以下儿童发病率最高。

丁桂儿脐贴目前是儿童腹泻外用贴剂的领导品牌。由于儿童用药消费人群的特殊性（消化功能尚未完全成熟、消化道容易受损），所以给药途径安全性和剂型设计方面尤需格外注意。丁桂儿脐贴是一种中药透皮制剂，相对于针剂，片剂具有更高的安全性。该产品作为中药制剂还适用于儿童腹泻的预防，其“治养”相结合的特点将越来越受到市场的青睐。

目前丁桂儿脐贴的市场主要在二级市场以下，县级城市市场及农村的销量最大，越往下覆盖率越高，知名度越高。这种现象与不同市场的妈妈们治疗途径和公司历来忽视医院市场的销售策略有关。一二线城市的妈妈们在孩子腹泻时倾向于去医院就医。而公司没有医院销售队伍，产品销售主要通过OTC零售终端。因此导致公司在一二线城市的医院市场中份额较低。

公司已经着手成立丁桂儿脐贴的医院销售队伍，有针对性地开拓全国的300家左右的妇幼医院。通过与医药代表们交流沟通，我们认为丁桂儿脐贴的产品属性（极高的安全性）比较适合医院市场的开拓。丁桂儿脐贴在一二级市场有望出现量价齐升的局面。丁桂儿脐贴医院市场开拓的关键是全自动化生产线的投产及相应高品质产品的提价。我们预计全自动化生产线将在二季度末投入使用。在不考虑医院市场开拓的情况下，保守预计2010年丁桂儿脐贴销售实现25%增长，达到3.2亿元。

缓控释生产线——走高端普药路线

公司按美国FDA标准建的cGMP缓控释生产线是对普药的产业升级。一方面缓控释是对常释制剂的升级，另一方面FDAcGMP标准是对工艺和技术的升级。过硬的产品质量与公司强大的销售能力可以保证产品的市场推广，新的药品定价政策也有利于保证公司产品的利润水平。近几年珍菊降压片和硝苯地平缓释片的快速增长便是公司对普药产品销售能力的展示。

缓控释给药系统能使药物的释放、吸收和代谢延迟，从而达到延长药物作用时间，减少用药次数，维持平稳的血药浓度，降低毒副作用，达到高效、长效、速效、低毒、小剂量和使用方便的要求。

公司已经在北京亚宝生物和芮城风陵渡工业园建设新的缓控释生产

车间。公司专门为工业园的缓控释项目成立三分公司。公司计划以北京亚宝生物和三分公司为基础建立亚宝药业的新生产体系。这两个公司的生产设备均为进口或者合资产品，按照美国FDA标准建设和生产。公司的整体生产标准力争两年内达到合资企业的水平。

公司目前的缓控释产品包括了硝苯地平缓释片、氨茶碱缓释片、盐酸二甲双胍缓释片、氯化钾缓释片、马洛替酯缓释片、阿司匹林双嘧达莫缓释片、双嘧达莫缓释片等7个品种。公司目前正在报批的品种包括双氯芬酸钠缓释片等。目前公司共有二十多个缓控释产品处于研发阶段，多数为24小时缓控释产品，其中包含4个渗透泵产品，如硝苯地平控释片。

我们认为高标准的生产线生产的高品质缓控释普药配合公司出色的销售能力将保障公司普药业务的快速增长。

中药注射液平台—基本面将取得重大改善

目前公司中药注射液的主要品种有红花注射液，冠心宁注射液和香丹注射液，目前的收入规模不到一个亿。公司相关的资产收购完成后，公司的中药注射液的品种将得到丰富，品牌与研发实力都会得到提升。我们认为目前国家对于中药注射液的态度是明确的，中药注射液是要发展的，只是要提高标准。对于企业而言，中药注射液仍然是利润丰厚的品种。

其他方面

公司收回了亚宝药业四川制药（原亚宝光泰）的少数股东权益，成为全资子公司。目前正在进行厂区的搬迁。一方面，原厂区50亩土地工业用地转作商业住宅用地，升值明显。另一方面，搬迁后公司的口服液生产线将有一条扩大到四条。颗粒剂的月产能将由目前的2000箱提高到10000箱。四川亚宝的葡萄糖酸锌和葡萄糖酸钙口服液销售达到1800万元，增速较快，明年有望翻倍。09年，四川亚宝扭亏为盈，实现净利润两三百万元。

盈利预测与投资评级

1. 假设公司全自动丁桂儿脐贴生产线2010年二季度末如期投产，缓控释生产线也能够按照预期在2010年下半年投产。

2. 本盈利预测仅考虑公司的主营业务。据我们测算卡夫卡公社项目将会在未来两年内为公司贡献1-2亿元的净利润。

3. 主要产品销售预测见表1。

根据公司的最新经营情况，我们对盈利预测进行调整预计公司09至11年分别实现EPS0.44元（0.49元）、0.66元（0.68元）和0.91元（0.94元），以1月18日收盘价19.22元计算，对应动态PE分别为44倍、29倍和21倍。考虑到公司的成长性较高，我们认为公司的合理估值水平为2010年35×-40×，对应股价为23.1元-26.4元。考虑到卡夫卡项目可以贡献每股约5毛钱，我们给予23.6元的目标价。

表 1: 亚宝药业未来三年各产品销售预测（百万元）

			2008A	2009E	2010E	2011E
医药生产	软膏剂	收入	230	260	325	396
		增速	12.20%	13%	25%	22%
		毛利率	84%	86%	87%	88%
	珍菊降压片	收入	73	91	113	136
		增速	1	25%	25%	20%
		毛利率	80%	80%	80%	80%
	硝苯地平缓释片	收入	35	56	73	91
		增速	0	60%	30%	25%
		毛利率	74%	74%	74%	74%
	注射剂	收入	103	129	161	201
		增速	23.58%	25%	25%	25%
		毛利率	49%	50%	50%	50%
	其他	收入	272	341	443	553
		增速	0	25%	30%	25%
		毛利率	30%	33%	35%	37%
	合计	收入	713	876	1115	1378
		增速	20.79%	22.8%	27.3%	23.6%
		毛利率	56%	59%	59%	60%
医药批发	收入	515	577	646	724	
	增速	0.20892	12%	12%	12%	
	毛利率	0.017	1.55%	1.55%	1.55%	
其他贸易	收入	20	22	25	27	
	增速	2505%	10%	10%	10%	
	毛利率	9%	5%	5%	5%	
合计	收入	1255	1475	1785	2129	
	增速	27%	18%	21%	19%	
	毛利率	33%	36%	38%	40%	

数据来源：广发证券发展研究中心

表 2: 亚宝药业的利润表预测 (百万元)

利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	748.05	986.05	1254.65	1474.62	1784.78	2127.92
减: 营业成本	483.55	645.39	839.95	950.42	1111.07	1285.25
营业税金及附加	5.37	7.25	7.97	10.26	12.42	14.81
营业费用	133.04	169.57	160.57	188.75	228.45	272.37
管理费用	75.60	76.30	113.24	147.46	178.48	212.79
财务费用	24.02	20.85	25.08	16.61	14.57	11.49
资产减值损失	1.13	-0.06	1.52	2.50	2.50	3.00
加: 投资收益	-0.24	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	-0.26	0.20	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	25.10	66.85	106.06	158.82	237.29	328.20
加: 其他非经营损益	-1.53	0.62	5.37	5.90	6.85	7.80
利润总额	23.56	67.47	111.42	164.72	244.14	336.00
减: 所得税	7.65	19.51	24.66	24.68	36.62	50.40
净利润	15.91	47.95	86.76	140.04	207.52	285.60
减: 少数股东损益	-7.59	2.89	1.31	0.50	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	23.50	45.06	85.46	139.54	207.52	285.60

数据来源: 广发证券发展研究中心

表 3: 亚宝药业资产负债表预测 (百万元)

资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	16.09	35.01	335.48	130.40	214.13	403.88
应收和预付款项	195.24	215.84	209.22	201.40	255.89	329.76
存货	126.57	132.18	304.34	271.67	283.87	300.34
其他流动资产	0.25	0.00	0.74	1.00	1.00	1.00
长期股权投资	18.60	18.60	18.60	18.60	18.60	18.60
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	518.53	511.07	561.98	786.02	780.07	683.62
无形资产和开发支出	109.52	118.12	172.26	199.09	226.42	253.74
其他非流动资产	0.31	0.40	0.36	0.18	0.00	0.00
资产总计	985.10	1031.22	1602.97	1608.36	1779.97	1990.94
短期借款	305.00	312.00	358.20	230.20	230.20	230.20
应付和预收款项	125.63	136.40	226.32	261.73	288.08	299.13
长期借款	162.00	101.90	117.40	117.40	117.40	117.40
其他负债	49.26	93.49	70.74	70.74	70.74	70.74
负债合计	641.89	643.79	772.66	679.86	706.22	717.27
股本	133.13	133.13	158.24	158.24	158.24	158.24
资本公积	133.51	133.51	453.65	453.65	453.65	453.65
留存收益	64.54	100.97	186.42	284.10	429.36	629.28
归属母公司股东权益	331.17	367.60	798.32	895.99	1041.26	1241.17
少数股东权益	12.04	19.82	32.00	32.50	32.50	32.50
股东权益合计	343.21	387.42	830.32	928.49	1073.76	1273.67
负债和股东权益合计	985.10	1031.22	1602.97	1608.36	1779.97	1990.94

数据来源: 广发证券发展研究中心

表 4: 亚宝药业现金流量表预测 (百万元)

现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	12.73	106.59	103.37	321.64	304.74	355.29
投资性现金净流量	-36.17	-35.55	-149.53	-340.05	-144.18	-68.37
筹资性现金净流量	-118.12	-42.09	338.56	-186.67	-76.83	-97.17
现金流量净额	-141.55	28.95	292.61	-205.08	83.73	189.75

数据来源: 广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

亚宝药业(600351)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。