



估值趋于合理，业绩低于预期

——2009 年报点评

事件：

2010年2月12日，公司发布年报：2009年实现营业收入11.11亿元，同比增长12.64%，实现归属于母公司净利润3.07亿元，同比增长12.27%，每股收益0.72元。

同时公司公布了分红预案：09年拟以每10股派现5.5元（含税）。

分析与点评：

1、公司第四季度销售费用大增，导致利润增速放缓

2009 年公司第四季度实现营业收入 3.82 亿元，同比增长 12.68%，环比增长 53.41%，实现营业利润 0.92 亿元，同比增长 -5.15%，环比增长 4.55%。

第四季度营业收入和利润的反向走势主要是由于公司销售费用大幅上升造成，公司第四季度销售费用为 1.8 亿，同比增长 28.57%，环比增长 140%。

2、公司经营稳健，但业绩低于预期

2009 年公司经营稳健，实现营业收入 11.11 亿元，同比增长 12.64%，实现归属于母公司净利润 3.07 亿元，同比增长 12.27%，实现每股收益 0.72 元。

公司业绩低于我们的预期，我们认为主要是由于以下两点原因造成：

医药生物

评级：中性（首次）

当前价格：¥ 27.16

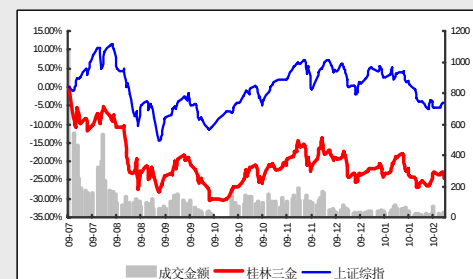
基础数据

总股本/流通 A 股（亿股）	4.5/0.5
总市值（亿元）	125
流通市值（亿元）	13
每股净资产（元）	3.91
净资产收益率（%）	17.33

交易数据

52 周内股价区间（元）	24.6 ~ 33.9
静态市盈率（倍）	38
动态市盈率（倍）	34
市净率（倍）	7.1

52 周内股价走势



田 垒、张欣

行业研究员

电话

021-32229888*3507

邮箱

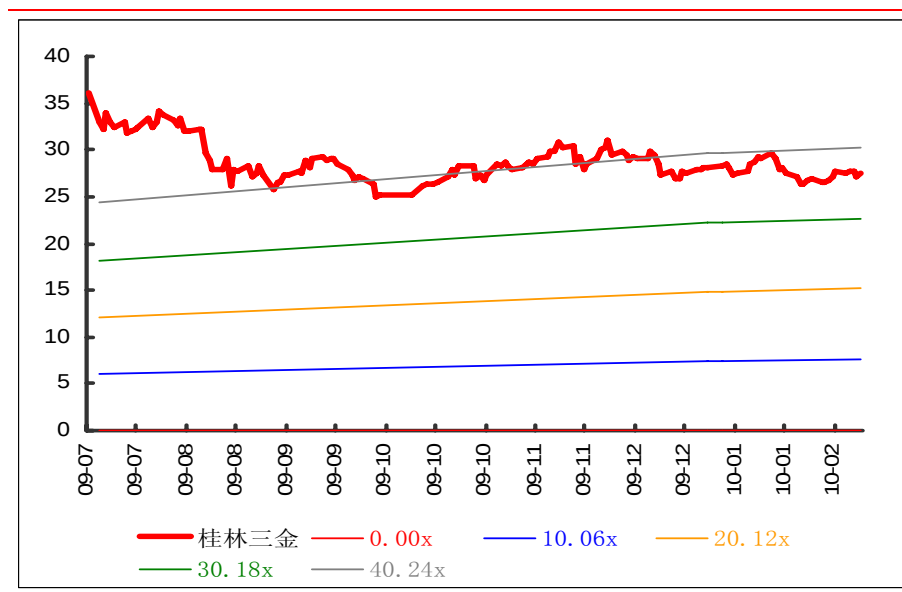
tianlei@ajzq.com

- (1) 公司二线产品增速低于预期：公司一线产品：西瓜霜系列产品、三金片系列产品分别实现收入 4.45 亿和 4.77 亿，同比增长 10.64%和 19.63%，毛利率也分别上升 2.28%和 1.23%，至 79.35%和 87.92%，增速符合预期，但二线品产品表现不尽人意，全年共实现销售收入 1.88 亿，同比仅微增 2.02%。
- (2) 募投项目进展落后于计划：公司将特色中药三金片技术改造工程、西瓜霜润喉片等特色中药含片技术改造工程、桂林西瓜霜等特色中药散剂技术改造工程、脑脉泰等中药胶囊剂特色产品产业化、西瓜霜中药提取综合车间二期技术技改项目、中药新药舒咽清喷雾剂产业化项目、特色中药眩晕宁产业化项目等七个募集资金投资项目的建设实施地址变更至桂林市西城开发区秧塘工业园新购地块进行，导致上述募投项目尚未实施。公司预计上述项目将推迟一年开始实施。

3、估值趋向合理，未来增长主要看营销

公司作为IPO暂停后第一支上市的股票，在上市首日遭遇爆炒，盘中最高摸至39.00元，最终首日涨幅达到64.14%。随后公司股价一路下行，开始了漫漫价值回归路。目前股价对应09年市盈率为38倍，相对于中药行业41倍的市盈率已趋于合理。

图1：公司股价PE图



数据来源：WIND、爱建证券

我们认为公司创新能力一般，新产品数量有限，未来发展主要还是看公司的强项营销能力。2010年公司将营销创新为核心，完善销售网络建设，强化营销体系中三项制度改革，提升产品知名度与企业品牌形象；完善优化公司产品结构，继续在巩固主导品种三金片、桂林西瓜霜竞争

优势的同时，加强对西瓜霜清咽含片、脑脉泰、眩晕宁等二线产品的推广力度，积极将样板市场的成功经验复制到目标市场，推动产品的迅速上量。

4、盈利预测和投资建议

表1： 盈利预测结果

单位：百万元

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1111	1275	1428	1642
增长率%	12.58	14.76	12.20	15.08
营业成本	255	293	328	377
营业税金及附加	17	19	22	25
销售费用	376	430	481	555
管理费用	89	100	113	130
财务费用	3	1	2	5
资产减值准备	2	2	3	5
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	370	430	479	545
营业外净收支	8	10	15	13
利润总额	378	440	494	558
所得税	70	80	90	102
归属母公司净利润	308	360	404	456
增长率%	12.04	16.88	12.22	12.87
基本每股收益（元）	0.72	0.79	0.89	1.01
市盈率	37.7	34.4	30.5	26.9

（数据来源：爱建证券）

公司作为国内一流的中药OTC企业，其优良的产品和广泛的营销网络将支撑其未来3年继续保持15%左右的增长速度。我们预计公司10年、11年和12年每股收益分别为0.79元、0.89元和1.01元，对应今日27.16元的收盘价，动态市盈率分别为34.4倍、30.5倍和26.9倍。目前中药行业10年平均动态市盈率为34倍，与公司目前的估值相近，故我们认为公司目前股价合理给予“中性”投资评级。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

● 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。