


研究报告

2010年3月10日 星期三

西南合成 (000788.SZ)

谨慎推荐（维持）
所属行业：医药
行业评级：推荐
股本结构

总市值（亿元）	4969.28
流通市值（亿元）	2905.29
总股本（亿股）	260.17
流通A股（亿股）	260.17

股价表现图

相关报告：

 齐鲁证券研究所
 行业公司部

 联系人：胡德军
 许均华
 吕国启

 Tel: (86531) 8177-6395
 Fax: (86531) 8128-3791
 Email: hudj@qlzq.com.cn

 分析师：张永攀
 执业证书编号：S0740208020080

依托北大方正，打造西南地区医药龙头

——西南合成 2009 年业绩跟踪报告

报告起因：

公司今日发布 2009 年年报，2009 年实现归属母公司净利润约 0.65 亿元，较 2008 年增长 354.14%。全面摊薄每股收益为 0.25 元，每股净资产为 2.07 元。

投资要点：

- ◇ **公司 2009 年的业绩超预期，资产注入提升盈利能力。**报告期内完成了公司向北大国际医院集团有限公司定向发行普通股股票，成功收购其持有的重庆大新药业股份有限公司 90.63% 的股权。公司注册资本增至人民币 260,171,811 元，股本变为 2.6 亿股。调整后公司 09 年营业收入为 8.79 亿元，同比调整后 08 年业绩收入增长 16.1%，利润总额增长 162.12%，归属母公司净利润为 65.33 百万元，同比增长 119.72%，实现每股收益 0.25 元，同比增长 127.27%。大新药业的优质资产注入公司，使公司的核心竞争力提高，抗风险能力加强并增加了公司的盈利能力，公司综合能力得到一定提升。
- ◇ **对股东回报方案。**由于 08 年亏损严重，公司 2009 年度利润将主要用于弥补以前年度亏损，因此将不进行利润分配。公司以 2009 年末的总股本 260,171,811 股为基数，以资本公积向全体股东每 10 股转增 6 股，转增后公司总股本由 260,171,811 股增至 416,274,898 股，公司资本公积由 261,695,568.77 元减至 105,592,481.77 元。
- ◇ **三项费用率攀升，管理有待改善：**公司 09 年期间费用率为 17.32%，较 08 年增长 1.21%，增加开支 63.31 百万元，其中销售费用率增长 0.77%，管理费用率增长 1.49%、财务费用下降 1.05%。
- ◇ **依托北大国际技术，打造北大方正的医药平台：**北大方正医药产业依托北京大学医学部，以北大国际医院集团为龙头形成了一体化的医疗产业集群。作为集团唯一的医药上市公司，09 年公司在整合重庆大新药业后将能够更好的依靠北大国际医院强有力的技术团队，结合集团医药生产经营力量，提高公司技术力量、生产工艺和技术水平。并通过集团的良好声誉和技术能力提升公司市场形象及知名度，构筑市场美誉度，促使公司健康的向前发展。同时北大国际的控股集团北大方正目前已经确定了 IT 技术和医药两个方向的发展规划，西南药业作为集团重要的医药制造平台将是集团规划的重中之重。
- ◇ **优化产品结构，提升品牌价值：**公司重点产品 VE、磺胺在 2009 年得到发展，但一些小产品还有很大空间可以挖掘。因此公司在 2010 年除了夯实两个大产品在市场的地位，还将努力发展小产品和新产品。加强小产品技术攻关，确保降低产品成本。以完善产业链和发展新产品相结合，寻求有高附加值的新品种，丰富原有产品结构。
- ◇ **严格节能减排，做好环保工作：**公司 09 年积极开展节能减排工作，圆满完成了重庆市下达的总量减排任务，排放的主要污染物满足市里下达的总量控

重要声明：本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。



制要求。同时公司加强脱硫设施的运行、维护和管理，安装脱硫 DCS 系统，建立健全环境管理制度，完善污染治理设施运行台账，进一步加强污水处理设施的运行管理工作，确保废水达标排放，从而提高了公司环保治理水平，为安全生产打下基础。

- ◇ **北大方正医药战略有可能继续推进对公司的整合：**方正集团医药产业布局中，仅西南合成一家上市公司。此外，尚有大新药业、北大国际医院投资管理有限公司、北方正众邦数字医疗有限公司、烟台中洲制药有限公司等众多医药资产。目前集团投资二十五亿元人民币打造医药制造基地，使之成为与国际制药企业接轨的现代化、国际化生物化学药品制造平台，同时也作为方正集团在西南地区的医药产业总部。方正集团的这些举措都无疑为以后继续为西南合成注入新资产埋下了伏笔，通过将医药制造业的搭建，集团将完成医药制造业的布局，对后期产业链的完善奠定了基础。
- ◇ **VE 市场需求回升存有预期，产品结构丰富提高盈利水平。**目前 VE 整体市场稳定，价格较 08 年底有较大回升，而公司的 VE 油目前价格一直在高位徘徊，如果按公司目前 1000 吨产能计算，10 年 VE 可贡献超过 3 亿元的销售收入。近期公司又取得 VE 食品添加剂生产许可证，使 VE 产品结构趋于多样化。另外公司可生产磺胺二甲嘧啶钠、磺胺嘧啶、磺胺甲噁唑、磺胺二甲嘧啶、磺胺嘧啶钠、磺胺脒等多个品种，是全球最大的磺胺类药物生产基地之一，同时公司具有 FDA 认证的产品有妥布霉素、阿米卡星、硫酸阿米卡星和洛伐他汀。因此公司产品结构丰富，在市场多元化的今天占据优势低位，从产品结构上保证了公司盈利的可持续性。
- ◇ **公司的成长受市场影响较大，但仍具备较积极的投资价值。**预计 2010 年—2012 年的每股收益分别为 0.40 元、0.52 元和 0.63 元，对应的动态 PE 分别为 48.34 倍、36.93 倍和 30.39 倍，公司业绩成长还有待原料药市场回暖，我们认为公司具备较积极的投资价值，维持公司“谨慎推荐”的投资评级。

盈利预测及估值简表(单位：百万)

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	552.52	879.45	1027.20	1201.82	1418.15
同比	0.91%	59.17%	16.80%	17.00%	18.00%
归属母公司净利润	14.39	65.33	102.80	134.58	163.50
同比	2.11%	354.14%	57.35%	30.91%	21.49%
EPS(摊薄，元/股)	0.06	0.25	0.40	0.52	0.63

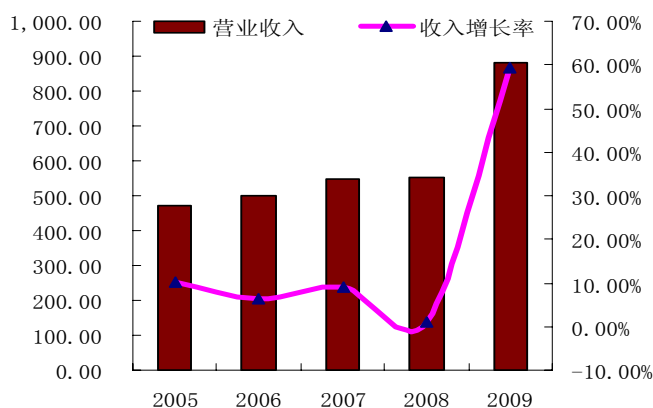
资料来源：公司年报、齐鲁证券研究所


表 1: 公司季度分析

项目 (百万元)	2008 年单季度数据				2009 年季度数据				年度数据	
	08-1Q	08-2Q	08-3Q	08-4Q	09-1Q	09-2Q	09-3Q	09-4Q	2008	2009
主营业务收入	135.29	148.72	137.49	131.02	104.27	266.74	239.32	269.12	552.52	879.45
增长率(同比)	-9.09%	7.45%	-5.05%	13.41%	-22.92%	79.35%	74.06%	105.41%		59.17%
增长率(环比)	17.11%	9.93%	-7.55%	-4.71%	-20.41%	155.80%	-10.28%	12.45%		
营业成本	115.60	116.80	106.93	109.06	85.29	203.60	172.19	175.09	448.39	636.17
成本率	85.44%	78.54%	77.77%	83.24%	81.80%	76.33%	71.95%	65.06%	81.15%	72.34%
主营业务税金及附加	0.57	0.56	0.26	0.64	0.67	0.81	0.92	0.00	2.04	2.41
主营业务利润	19.12	31.36	30.31	21.31	18.31	62.32	66.21	94.03	80.78	240.87
营业利润率	14.13%	21.08%	22.04%	16.27%	17.56%	23.36%	27.66%	34.94%	14.62%	27.39%
毛利率	14.56%	21.46%	22.23%	16.76%	18.20%	23.67%	28.05%	34.94%	18.85%	27.66%
主营毛利	19.69	31.92	30.57	21.95	18.98	63.13	67.13	94.03	104.13	243.28
增长率(同比)	-14.73%	27.29%	17.58%	25.38%	-3.61%	97.79%	119.61%	328.31%		133.62%
增长率(环比)	12.45%	62.10%	-4.24%	-28.18%	-13.55%	232.64%	6.33%	40.07%		
销售费用	5.47	4.38	5.30	4.08	2.96	11.00	11.97	11.42	19.22	37.36
销售费用/收入	4.04%	2.94%	3.86%	3.11%	2.84%	4.12%	5.00%	4.25%	3.48%	4.25%
管理费用	8.91	14.09	12.45	13.71	9.45	26.21	23.52	32.12	49.16	91.30
管理费用/收入	6.59%	9.47%	9.06%	10.46%	9.06%	9.83%	9.83%	11.94%	8.90%	10.38%
财务费用	6.16	5.29	7.32	1.89	3.40	7.66	7.16	5.47	20.66	23.69
期间费用率	15.18%	15.97%	18.24%	15.02%	15.16%	16.82%	17.82%	18.21%	16.11%	17.32%
公允价值变动收益	-	-	-	-	-	-	-	0.00	-	-
投资收益	-	-	-	0.10	-	-	-	0.00	0.10	0.00
营业利润	-1.41	7.27	4.23	-1.16	2.50	15.33	18.87	34.74	8.93	71.45
增长率(同比)	-181.37%	20.97%	40.65%	-62.76%	-277.66%	110.83%	346.28%	-3091.22%		699.96%
增长率(环比)	-54.84%	-616.37%	-41.85%	-127.47%	-315.44%	512.77%	23.08%	84.09%		
利润总额	0.72	7.04	5.01	1.06	2.96	17.15	20.74	39.81	13.84	80.66
增长率(同比)	-50.07%	4.67%	46.48%	-210.43%	312.78%	143.51%	313.48%	3653.92%		482.96%
增长率(环比)	-174.72%	881.54%	-28.80%	-78.85%	179.29%	479.04%	20.90%	92.00%		
实际税率	0.00%	14.43%	0.00%	-62.13%	8.02%	14.28%	15.34%	18.24%		
净利润	0.72	6.03	5.01	1.72	2.72	14.70	17.56	32.55	13.48	67.53
增长率(同比)	-50.07%	-10.44%	46.48%	11.90%	279.67%	143.96%	250.06%	1793.06%		401.03%
增长率(环比)	0.00%	739.87%	-16.79%	-65.71%	58.45%	439.66%	19.40%	85.41%		
净利润率	0.53%	4.05%	3.65%	1.31%	2.61%	5.51%	7.34%	12.10%	2.44%	7.68%
归属于母公司的净利润	0.77	6.69	5.13	1.79	2.54	13.95	17.15	31.69	14.39	65.33
每股收益(元)	0.004	0.031	0.024	0.008	0.012	0.064	0.066	0.11	0.066	0.25

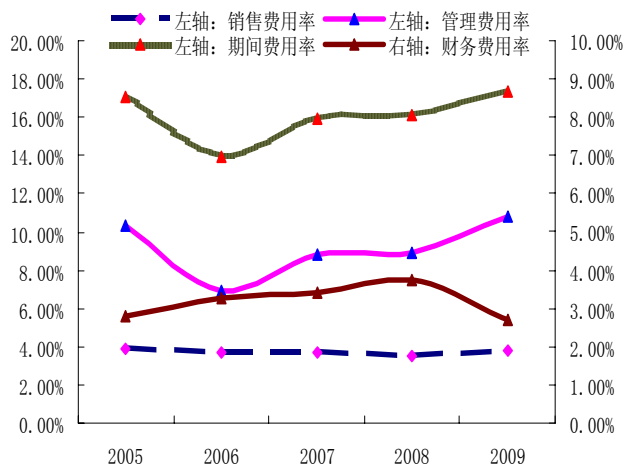
资料来源：公司报告、齐鲁证券研究所

图1: 公司近年主营业务收入及增长率变化情况
图2: 公司近年净利润以及同比增长率变化情况

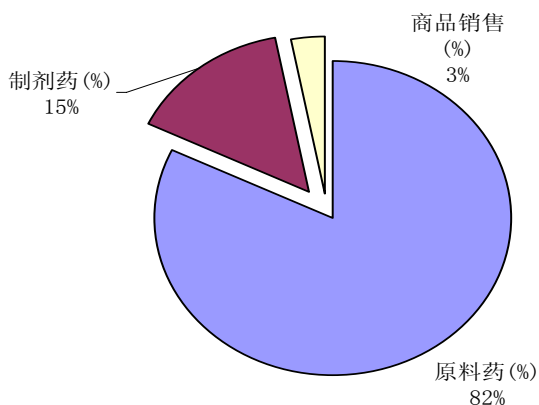
资料来源：公司公告、齐鲁证券研究所

图3：公司近年三项费用变化情况

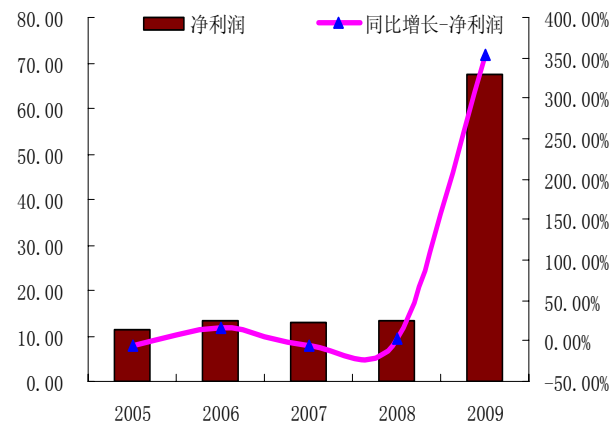


资料来源：公司公告、齐鲁证券研究所

图5：公司09年收入构成情况

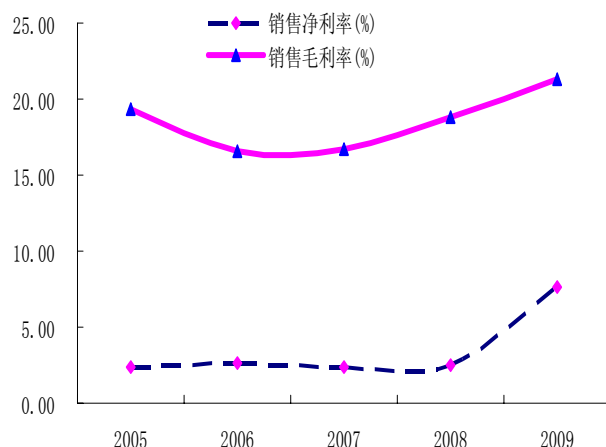


资料来源：公司公告、齐鲁证券研究所



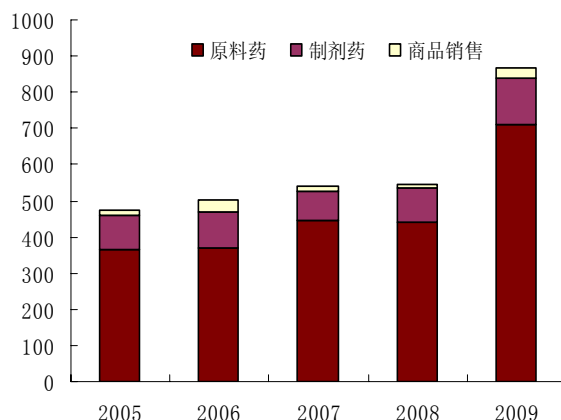
资料来源：公司公告、齐鲁证券研究所

图4：公司近年净利率和毛利率变化情况



资料来源：公司公告、齐鲁证券研究所

图6：公司近年收入构成增长情况



资料来源：公司公告、齐鲁证券研究所


附表：盈利预测表

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	547.56	552.52	879.45	1027.20	1201.82	1418.15
减：营业成本	455.88	448.39	636.17	738.55	859.30	1013.97
营业税金及附加	1.81	2.04	5.80	6.78	7.93	9.36
营业费用	20.05	19.22	33.73	43.14	50.48	56.73
管理费用	48.48	49.16	94.93	107.86	120.18	141.81
财务费用	18.63	20.66	23.69	8.71	3.14	0.31
资产减值损失	-4.89	4.23	13.91	4.42	4.42	4.42
加：投资收益	0.04	0.10	0.23	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	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	7.63	8.93	71.45	117.74	156.38	191.55
加：其他非经营损益	3.00	4.90	9.21	7.28	7.28	7.28
利润总额	10.63	13.84	80.66	125.01	163.65	198.82
减：所得税	-2.50	0.36	13.13	18.75	24.55	29.82
净利润	13.13	13.48	67.53	106.26	139.11	169.00
减：少数股东损益	-0.96	-0.91	2.20	3.46	4.53	5.50
归属母公司股东净利润	14.09	14.39	65.33	102.80	134.58	163.50
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	51.61	75.57	151.89	92.26	138.34	343.54
应收和预付款项	99.53	88.42	138.42	189.24	193.86	258.20
存货	164.17	161.84	242.36	244.20	321.91	346.10
固定资产和在建工程	315.12	299.75	556.46	551.21	545.97	540.73
无形资产和开发支出	103.90	149.32	168.22	167.53	166.84	166.15
其他非流动资产	4.06	1.88	3.72	3.72	3.72	3.72
资产总计	738.39	776.79	1261.06	1248.17	1370.64	1658.44
短期借款	210.00	132.50	215.75	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	214.38	275.56	286.24	382.83	366.20	485.00
长期借款	0.00	49.50	99.50	99.50	99.50	99.50
其他负债	10.00	3.00	82.08	82.08	82.08	82.08
负债合计	434.38	460.56	683.56	564.40	547.78	666.57
股本	217.30	217.30	260.17	260.17	260.17	260.17
资本公积	147.32	146.06	261.70	261.70	261.70	261.70
留存收益	-79.44	-65.06	16.28	119.08	253.66	417.16
归属母公司股东权益	285.17	298.30	538.15	640.95	775.53	939.02
少数股东权益	18.84	17.93	39.36	42.82	47.34	52.85
股东权益合计	304.01	316.23	577.50	683.76	822.87	991.87
负债和股东权益合计	738.39	776.79	1261.06	1248.17	1370.64	1658.44
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	4.51	6.61	159.23	158.64	43.03	199.32
投资性现金净流量	-2.27	-79.73	-47.72	6.18	6.18	6.18
筹资性现金净流量	-25.77	-43.42	-14.01	-224.46	-3.14	-0.31
现金流量净额	-23.53	-116.54	97.50	-59.63	46.08	205.20

资料来源：齐鲁证券研究所


投资评级说明

类别	级别	定义
股票	推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 10%—20%
	中性	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数变动幅度为-10%—10%
	回避	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数跌幅为 10%以上
行业	推荐	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对强于市场基准指数
	中性	预计未来 6-12 个月内，行业指数将基本与市场基准指数持平
	回避	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对弱于市场基准指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司及其我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。我公司及其我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791

