

麻醉药增速较快 管理费用率下降

事件：公司披露中报，实现主营业务收入 6.36 亿元，同比增长 15.61%；实现归属于上市公司净利润 4277 万元，同比增长 44.2%；实现每股收益 0.18 元。

研究结论

- **净利润保持较快增速**：公司销售收入增速略低于我们预期，其中销售收入同比增速由一季度的 14.1% 上升到二季度的 17%；公司净利润水平继续保持较高的增速，在整体毛利率水平低于去年同期的情况下，上半年实现利润 44% 的利润增速，略超我们预期。公司利润增长主要来自于麻醉类药物的较快增长以及管理费用的下降。
- **麻醉类药物和医药商业增长较快**：公司医药商业收入增速快于我们预期，其中批发业务实现销售收入近 3 亿元，同比增长 22%，但其净利润贡献仍只有 200 多万元，占比较小；工业业务中麻醉类药物上半年增速较快。其中麻醉类药物实现销售收入 1.37 亿元，同比增长 19.74%，而且毛利率提高 1.76 个百分点至 84.13%，毛利增速 22%，毛利占比提高到 47%；而公司的精神类和神经类药物增速略低，同时由于销售结构调整和成本上涨、价格下调的原因，神经类药物的毛利率有较大的下滑，但考虑到其本身销售收入占比较小，对公司业绩影响有限。
- **管理费用下降**：虽然公司销售增速略低，但通过良好的费用控制，公司净利润依然保持了较高的增速。上半年公司管理费用为 3711 万，同比下降了 5.32%，管理费用率为 5.83%，降低了 1.29 个百分点。销售费用为 1.49 亿，增长 14.65%，增速基本与销售收入增速相符。
- **营销和研发是公司增长持续性的保证**：长期来看，我们依旧看好公司营销和研发的实力。公司异丙酚、芬太尼等中枢神经类新药储备充分，市场前景广阔；获批后公司可以凭借其专业化的销售网络保障新产品快速推向市场，业绩具有爆发式增长的可能。
- **维持增持的投资评级**：由于公司管理费用低于我们的预期，我们微调公司 2010-2012 业绩至 0.34, 0.46, 0.63 元/股（原预测 0.33 元, 0.45 元和 0.63 元/股），目前估值水平较高，但我们依旧看好公司的长期发展前景，维持公司增持的评级。建议投资者积极关注。
- **风险因素**：中小板系统性风险，新产品投放晚于预期的，股权分散风险。



东方证券
ORIENT SECURITIES

庄琰

医药行业分析师

8621-63325888 × 6069

zhuangyan@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210030004

李淑花

医药行业首席分析师

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 7 月 30 日) 20.92 元

目标价格 23 元

总股本/A 股 (万股) 23400/23400

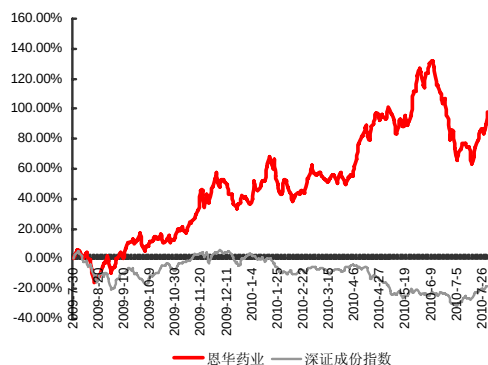
A 股市值 (百万元) 4876

国家/地区 中国

行业 医药

报告日期 2010 年 7 月 31 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	6.16%	2.77%	85.82%
相对表现 (%)	-9.31%	7.33%	107.60%

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万)	1111	1278	1477	1773
同比 (%)	17%	15%	16%	20%
净利润 (百万)	53	79	107	146
同比 (%)	34%	48%	35%	37%
毛利率 (%)	39.0%	38.1%	40.9%	44.3%
ROE (%)	13.5%	17.0%	19.2%	21.5%
每股收益 (元)	0.30	0.34	0.46	0.63
P/E (X)	89.20	60.67	45.13	33.25
P/B (X)	12.31	10.46	8.75	7.15

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	548	633	731	881	营业收入	1111	1278	1477	1773
现金	231	272	322	402	营业成本	677	792	873	987
应收账款	148	171	197	237	营业税金及附加	10	11	13	15
其它应收款	29	33	38	46	营业费用	272	296	362	474
预付账款	20	24	26	30	管理费用	79	77	93	115
存货	114	127	140	158	财务费用	7	6	5	4
其他	5	6	7	9	资产减值损失	4	4	5	6
非流动资产	233	280	292	303	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	130	173	196	211	营业利润	63	93	126	172
无形资产	36	36	36	36	营业外收入	1	3	3	3
其他	67	71	60	56	营业外支出	1	3	3	3
资产总计	781	912	1023	1183	利润总额	63	93	126	172
流动负债	375	441	459	496	所得税	9	14	19	26
短期借款	143	163	163	163	净利润	53	79	107	146
应付账款	107	127	140	158	少数股东损益	-1	-1	-1	-0
其他	126	152	157	175	归属于母公司净利润	55	80	108	147
非流动负债	9	5	7	6	EBITDA	79	111	148	197
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.30	0.34	0.46	0.63
其他	9	5	7	6					
负债合计	385	446	466	502	主要财务比率				
少数股东权益	7	6	5	5	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	180	234	234	234	成长能力				
资本公积	101	47	47	47	营业收入	16.6%	15.0%	15.6%	20.0%
留存收益	95	158	239	203	营业利润	31.4%	48.6%	35.5%	36.7%
归属母公司股东权	389	460	552	677	净利润	34.3%	47.7%	35.5%	36.7%
负债和股东权益	781	912	1023	1183	获利能力				
					毛利率	39.0%	38.1%	40.9%	44.3%
					净利率	4.8%	6.2%	7.2%	8.3%
					ROE	13.5%	17.0%	19.2%	21.5%
					ROA	6.9%	8.7%	10.5%	12.4%
					偿债能力				
					资产负债率	49.3%	48.9%	45.5%	42.4%
					净负债比率				
					流动比率	1.46	1.43	1.59	1.78
					速动比率	1.15	1.15	1.29	1.46
					营运能力				
					总资产周转率	1.42	1.40	1.44	1.50
					应收账款周转率	-	-	-	-
					应付账款周转率	6.32	6.25	6.25	6.25
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.30	0.34	0.46	0.63
					每股经营现金流	0.22	0.45	0.44	0.61
					每股净资产	2.20	1.99	2.38	2.91
					估值比率				
					P/E	89.20	60.67	45.13	33.25
					P/B	12.31	10.46	8.75	7.15

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	40	105	104	142
净利润	53	79	107	146
折旧摊销	19	18	22	24
财务费用	7	6	5	4
公允价值变动损益	0	0	0	0
营运资金变动	-39	3	-31	-33
其它	-1	0	0	0
投资活动现金流	-36	-65	-35	-35
资本支出	-31	-65	-35	-35
长期投资	0	0	0	0
其他	-5	0	0	0
筹资活动现金流	-8	1	-19	-27
短期借款	4	20	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	60	54	0	0
资本公积增加	-60	-54	0	0
其他	-13	-19	-19	-27
现金净增加额	-5	41	50	80

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn