

中药 II

信邦制药 (002390. SZ) / 38.34 元

上半年业绩低于预期，增长潜力仍在

事项

公司公布10年半年报，上半年销售收入增长8.23%，营业利润和利润总额分别有7.20%和31.13%的增长，每股收益为0.31元，同比增幅19.23%，低于我们此前的盈利预期。

主要观点

- 主营业务收入增长乏力，政府奖励增厚利润。**公司上半年实现营业总收入1.59亿元，同比增幅8.23%，其中主营产品中胶囊增幅尚可，达到16.59%，其他产品在较小基数上实现了42.2%的增幅。但片剂产品增幅差强人意，仅为2.47%，拖累主营业务收入增幅降至10.30%。同时其他业务包括注射剂、代理产品、医疗商业等业绩欠佳，拉低整体销售增幅降至个位。公司上半年每股收益达0.31元，增长12.29%，其中由当地罗甸县政府奖励公司成功上市500万元，增厚每股收益约0.053元，公司主动产生的收益约每股0.27元。
- 业绩偏低主要缘于中药原料成本上升和贞芪扶正胶囊停止销售。**心脑血管药物在公司主打产品中所占比重较高，去年药材价格普涨，其中公司部分大宗采购药材属暴涨品种，造成营业成本大幅升高，主营产品综合成本上升了29.04%，累及毛利率同比降低4.61%，整体医药制造业毛利率同比下降4.37%。另一方面，贞芪扶正胶囊停止销售降低了销售收益。按去年收入结构计算，公司将损失8.9%的销收来源，而递补产品短期尚不能填补空缺，对上半年的销收影响明显。另外，由于公司今年新打造中低端市场的营销网络和队伍建设，体系构建之初难以体现效益，将延缓业绩释放。
- 毛利率有望止跌反弹，渠道销售业绩有望回升。**我们认为，公司产品的领域优势依然存在，保护品种、独家品种和优质优价品种在国家医保制度建设中，对公司收入将形成一定的支撑。预计随着药材价格逐步趋于理性以及公司一系列应对措施的实施，公司下半年度的盈利水平有望得到一定程度的恢复。并且随着公司新的营销模式逐步成型，益心舒和脉血康等新产品及中药片剂产品销售业绩将有望提升，贞芪扶正胶囊退市的利润损失将逐步稀释。
- 盈利预测与评级。**我们预测公司下半年的业绩将出现回升，并且依然看好公司的新产品人参皂苷-Rd 的市场潜力，对该药品成功申报一类新药抱有较高预期。鉴于时间上的不确定性，我们维持原有的盈利预测：10年、11年和12年公司EPS分别为0.72元、0.94和1.36元。目前**暂不予评级**。

研究员：高利

联系人：范少忠 廖万国

Tel: 0755-82027735

Email: fanshaozhong@hczq.com

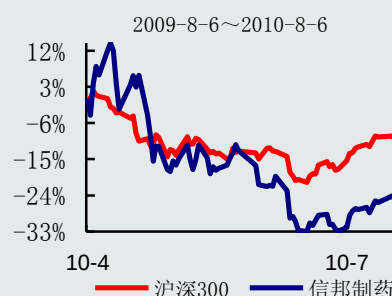
投资评级

投资评级:	不评级
评级变动:	不评级

公司基本数据

总股本(万股)	8680
流通A股/B股(万股)	2170/0
资产负债率(%)	46.25
每股净资产(元)	3.89
市盈率(倍)	71.28
市净率(倍)	9.86
12个月内最高/最低价	59.0/30.61

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《定鼎基业，在无声中静待爆发》

2010-07-09

附录：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	324	1063	1130	1217
现金	83	824	892	980
应收账款	84	78	78	80
其它应收款	14	18	16	16
预付账款	41	48	47	45
存货	66	65	65	65
其他	35	30	32	31
非流动资产	146	149	163	187
长期投资	0	0	0	0
固定资产	92	86	80	74
无形资产	12	11	12	12
其他	43	52	72	101
资产总计	470	1212	1293	1405
流动负债	214	211	219	216
短期借款	152	161	162	158
应付账款	13	11	11	12
其他	49	39	46	46
非流动负债	4	5	-2	-5
长期借款	0	0	-7	-10
其他	4	5	5	5
负债合计	218	217	217	211
少数股东权益	-0	-1	-1	-1
股本	65	87	87	87
资本公积	31	690	690	690
留存收益	157	219	301	419
归属母公司股东权益	253	996	1077	1195
负债和股东权益	470	1212	1293	1405

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	42	61	65	89
净利润	46	62	81	118
折旧摊销	8	7	7	7
财务费用	6	2	-5	-7
投资损失	-1	-0	-0	-0
营运资金变动	-21	-0	2	1
其它	3	-10	-20	-30
投资活动现金流	-3	-0	-1	-1
资本支出	7	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他	3	-0	-1	-1
筹资活动现金流	-26	680	4	-0
短期借款	-22	9	2	-4

利润表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	337	396	495	646
营业成本	103	115	146	190
营业税金及附加	4	4	5	7
营业费用	140	182	233	294
管理费用	27	35	44	57
财务费用	6	2	-5	-7
资产减值损失	3	1	1	2
公允价值变动收益	0	10	20	30
投资净收益	1	0	0	0
营业利润	53	68	90	133
营业外收入	1	5	4	3
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	54	72	94	136
所得税	8	10	13	19
净利润	46	62	81	118
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	47	63	81	118
EBITDA	67	77	92	134
EPS (元)	0.72	0.72	0.94	1.36

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	22.5%	17.7%	24.9%	30.7%
营业利润	61.8%	27.2%	33.2%	47.9%
归属于母公司净利润	38.0%	34.0%	30.0%	44.8%
获利能力				
毛利率	69.3%	71.1%	70.5%	70.5%
净利率	13.9%	15.8%	16.4%	18.2%
ROE	18.4%	6.3%	7.6%	9.9%
ROIC	14.9%	17.9%	22.5%	34.1%
偿债能力				
资产负债率	46.2%	17.9%	16.7%	15.0%
净负债比率	79.97%	80.91%	80.52%	79.37%
流动比率	1.51	5.03	5.16	5.64
速动比率	1.21	4.73	4.86	5.34
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.47	0.39	0.48
应收账款周转率	4	5	6	8
应付账款周转率	9.94	9.58	13.43	17.19
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.54	0.72	0.94	1.36
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.48	0.70	0.75	1.02

长期借款	0	0	-7	-2	每股净资产(最新摊薄)	2.92	11.48	12.41	13.77
普通股增加	0	22	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	659	0	0	P/E	46.00	45.77	35.20	24.31
其他	-4	-9	10	6	P/B	8.48	2.87	2.66	2.40
现金净增加额	12	741	68	88	EV/EBITDA	44	39	32	22

资料来源：公司报表、华创证券

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“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客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未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。本文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。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801