

化学制剂



美罗药业（600297）

推荐（维持）

业绩拐点即将到来

市场数据

报告日期	2010-8-7
收盘价(元)	8.70
总股本(百万股)	350.00
流通股本(百万股)	274.00
总市值(百万元)	3045.00
流通市值(百万元)	2383.80
净资产(百万元)	778.86
总资产(百万元)	1919.60
每股净资产	2.23

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1337	839	997	1324
同比增长(%)	5.7%	-37.2%	18.8%	32.9%
净利润(百万元)	14	324	95	167
同比增长(%)	-64.6%	2214.6%	-70.6%	75.3%
毛利率(%)	13.3%	13.9%	24.3%	27.3%
净利率(%)	1.0%	38.6%	9.6%	12.6%
净资产收益率(%)	1.8%	29.4%	8.0%	12.2%
每股收益(元)	0.04	0.93	0.27	0.48
每股经营现金流(元)	0.32	1.50	0.36	0.42

相关报告

《十年不鸣，一鸣惊人》
2010-7-8

《业绩转折点已到》2010-7-2

《基本药物优势+国际化制剂》2010-5-25

投资要点

事件:

美罗药业公布 2010 年中报,公司实现营业收入 6.32 亿元,同比下降 6.37%;实现营业利润 316.14 万元,同比下降 84.84%;实现净利润 21.41 万元,同比下降 98.79%,中期每股收益 0.0006 元。

点评:

- 公司收入和利润同比大幅下滑的原因是: 2009 年下半年搬迁, 2010 年上半年车间在申请 GMP 认证, 因此并未形成生产和销售。
- 从收入构成看, 工业实现收入 5790 万元, 同比下滑 70.55%; 营业利润率为 48.46%, 同比增长 22.39 个百分点。我们认为利润率提升只是因为销售主要是毛利率较高的化学药所致, 而中药还未开始生产。随着公司 GMP 认证进行, 下半年工业产品将恢复生产和销售。
- 商业实现收入 6.52 亿元, 同比增长 15.75%; 营业利润率 6.49%, 同比减少 0.86 个百分点。商业增长稳定, 但公司在 2010 年 6 月将部分医药商业资产的股权出售给国药控股及其控制的企业。我们认为下半年商业的收入由于合并报表范围减小而下降。
- 公司营业费用率和财务费用率较 2009 年全年水平有所下降, 管理费用率与 2009 年全年水平基本相当。

王晞 S0190200010075
021-38565926
wangx@xyzq.com.cn

- 从现金流量表看，上半年每股经营性现金流为 0.0747 元，高于每股收益，提示我们公司未来业绩有很大的改善余地。
- 公司下半年业绩低在预料之内。因为搬迁之后 GMP 认证需要时间，下半年将恢复生产。公司未来的看点在于：1) 国药控股的战略合作，将带动公司部分基本药物的销售；2) 出口制剂的增长；3) 新产品销售。因此，我们认为公司现在处于业绩拐点。
- 盈利预测。我们预估公司 2010-2012 年 EPS 分别是：0.93、0.27 和 0.48 元。其中，2010 年有搬迁补偿以及出售子公司股权带来的非经常性损益，扣除这一因素，预计 2010 年主业贡献的业绩约 0.04 元。鉴于公司业绩处于拐点，未来出口制剂市场空间巨大，我们维持“推荐”评级。

表、美罗药业分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	09-2Q	09-3Q	09-4Q	10-1Q	10-2Q	QOQ	2009-06	2010-06	YOY	说明
营业收入	355	362	299	294	338.4	-4.8%	675	632	-6.3%	搬迁，GMP 认证导致没有生产
营业成本	303	314	265	257	301.2	-0.7%	579	558	-3.7%	
毛利	52	49	34	37	37.1	-28.7%	96	74	-22.5%	
销售费用	9	12	12	10	9.2	-0.7%	18	19	2.5%	
管理费用	20	16	25	16	20.5	2.6%	37	37	0.2%	
财务费用	9	12	5	7	6.4	-26.7%	16	13	-15.9%	
资产减值	0	1	0	0	0.5	264.9%	2	1	-66.1%	
公允价值	0	0	0	0	0.0	-	0	0	-	
投资收益	-0	-0	-0	-0	-0.1	-	-0	-0	-	
营业利润	12	6	-9	4	-0.4	-103.6%	21	3	-84.8%	出售股权的收益预期下半年确认
利润总额	12	6	-7	3	-0.7	-105.7%	21	2	-89.3%	
净利润	10	5	-8	2	-1.4	-114.4%	17	0	-98.7%	
EPS	0.029	0.015	-0.023	0.005	0.0	-114.4%	0.049	0.001	-98.7%	
销售费用率	2.6%	3.3%	4.1%	3.3%	2.7%	0.1%	2.7%	3.0%	0.3%	
管理费用率	5.6%	4.5%	8.2%	5.5%	6.1%	0.4%	5.4%	5.8%	0.4%	
财务费用率	2.5%	3.2%	1.8%	2.3%	1.9%	-0.6%	2.3%	2.1%	-0.2%	
所得税率	15.9%	12.4%	-12.1%	45.9%	-95.2%	-111.0%	15.1%	90.4%	75.3%	
毛利率	14.7%	13.4%	11.4%	12.6%	11.0%	-3.7%	14.2%	11.7%	-2.5%	
净利润率	2.8%	1.4%	-2.7%	0.6%	-0.4%	-3.3%	2.5%	0.0%	-2.5%	

资料来源：天软投资系统

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1102	663	767	1003
货币资金	467	252	299	397
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	310	196	234	311
其他应收款	12	16	17	24
存货	108	71	79	94
非流动资产	847	1285	1290	1297
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	8	6	7	7
投资性房地产	14	14	14	14
固定资产	74	644	739	786
在建工程	339	194	112	71
油气资产	0	0	0	0
无形资产	62	58	53	48
资产总计	1949	1948	2057	2300
流动负债	804	575	837	912
短期借款	503	312	577	620
应付票据	1	5	5	4
应付账款	210	127	134	170
其他	91	131	121	118
非流动负债	354	257	7	7
长期借款	344	250	0	0
其他	9	6	6	6
负债合计	1158	832	844	919
股本	350	350	350	350
资本公积	246	246	246	246
未分配利润	155	447	533	683
少数股东权益	13	14	15	16
股东权益合计	791	1117	1213	1381
负债及权益合计	1949	1948	2057	2300

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	14	324	95	167
折旧和摊销	26	28	51	59
资产减值准备	2	-19	3	6
无形资产摊销	4	5	5	5
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	33	36	28	28
投资损失	0	-34	0	0
少数股东损益	1	1	1	1
营运资金的变动	-79	-205	62	111
经营活动产生现金流量	-189	526	126	149
投资活动产生现金流量	5	-420	-66	-65
融资活动产生现金流量	267	-321	-14	14
现金净变动	84	-215	47	98
现金的期初余额	404	467	252	299
现金的期末余额	488	252	299	397

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1337	839	997	1324
营业成本	1159	722	754	963
营业税金及附加	4	2	2	3
销售费用	43	25	30	40
管理费用	77	50	65	86
财务费用	33	36	28	28
资产减值损失	3	2	1	1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-0	34	0	0
营业利润	18	36	117	204
营业外收入	8	400	2	2
营业外支出	6	2	1	1
利润总额	20	434	118	205
所得税	5	108	21	37
净利润	15	325	96	168
少数股东损益	1	1	1	1
归属母公司净利润	14	324	95	167
EPS (元)	0.04	0.93	0.27	0.48

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	5.7%	-37.2%	18.8%	32.9%
营业利润增长率	-50.6%	101.4%	227.1%	75.1%
净利润增长率	-64.6%	2214.6	-70.6%	75.3%
盈利能力(%)				
毛利率	13.3%	13.9%	24.3%	27.3%
净利率	1.0%	38.6%	9.6%	12.6%
ROE	1.8%	29.4%	8.0%	12.2%

偿债能力(%)

资产负债率	59.4%	42.7%	41.0%	40.0%
流动比率	1.37	1.15	0.92	1.10
速动比率	1.24	1.02	0.82	0.99

营运能力(次)

资产周转率	0.76	0.43	0.50	0.61
应收帐款周转率	4.13	3.08	4.35	4.57

每股资料(元)

每股收益	0.04	0.93	0.27	0.48
每股经营现金	0.32	1.50	0.36	0.42
每股净资产	2.22	3.15	3.42	3.90

估值比率(倍)

PE	217.62	9.40	31.95	18.23
PB	3.92	2.76	2.54	2.23

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列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本公司和作者无关。