

西南合成：主业稳定增长，整合正在进行

2010 年中报点评

报告关键点：

- 公司主业继续稳定增长，毛利率提升
- VE价格将有所反弹，公司主业下半年增长将加速
- 维持公司“增持-A”的评级，12个月目标价16元

报告摘要：

- 公司主业继续稳定增长，毛利率提升。**2010年上半年公司实现营业收入5.55亿元，同比增长49.34%，实现净利润3,484.63万元，同比增长101.47%。公司利润和业绩大幅增长的原因是公司在2010年合并了大新药业，同时整体毛利率提高，毛利率比去年同期提高了8.4个百分点。公司上半年原料药收入同比增长了54.96%，主要是合并了大新药业的原料药业务，制剂的收入只同比增长了9.4%，预计公司制剂的营销能力将随着医药商业渠道的整合进一步提高。
- VE价格将有所反弹，公司主业下半年增长将加速。**由于DSM停产检修，其在国内的VE粉销售价格由110元/kg提高了130元/kg，由于市场供应的阶段性的不足，我们预计VE价格将有所反弹，公司的VE主业将在下半年加速增长。公司2010年-2011年VE油的生产能力将维持在2,000-2,500吨，预计到2012年公司整体搬迁后，新厂区VE油生产能力将达到3,000吨。
- 集团旗下优质医药资产正待注入。**公司未来将注入集团旗下的武汉国药和北京凌科两家流通企业，两家企业合计的销售收入为5亿元，净利润为2,000万元，净资产为1亿元，整合后将加强公司整体的营销能力。公司还将进一步整合目前正在托管的北大药业等优质医药工业资产。
- 公司继续积极运作进军医院产业。**方正集团目前定位的收购目标医院等级提高到三级以上医院，未来可能收购一些收入规模在1亿元以上的三级医院。集团将继续发展从自建医院，收购医院，到整合其他大型三甲医院的进军医院产业长期战略。
- 维持“增持-A”的投资评级，12个月目标价16元。**我们维持对公司2010年-2011年主业EPS预测分别为0.31元，0.41元。公司的主业将继续稳健增长，考虑公司后续各种优质医药资产注入的预期，未来市值成长空间巨大，我们维持公司12个月目标价16元及“增持-A”的投资评级。
- 风险提示：**医药资产注入、整合存在不确定性。

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： 16.00 元

期限： 12 个月 上次预测： 16.00 元

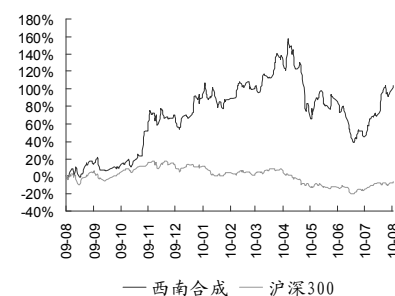
现价： 11.70 元

报告日期： 2010-08-18

市场数据

总市值(百万元)	4,870.42
流通市值(百万元)	2,847.46
总股本(百万股)	416.27
流通股本(百万股)	243.37
12个月最高/最低	7.68/23.20 元
十大流通股股东(%)	25.41%
股东户数	

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	27.65	14.62	109.79
绝对收益	40.12	23.00	103.49

研究员

洪露	首席行业分析师
021-68766073	honglu@essence.com.cn
证书编号	S1450210010306
李秋实	行业分析师
021-68765361	liqs@essence.com.cn
证书编号	S1450210070003

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	552.5	879.4	1,125.7	1,407.1	1,730.8
Growth(%)	0.9%	59.2%	28.0%	25.0%	23.0%
净利润	13.5	67.5	137.1	179.5	234.1
Growth(%)	2.1%	354.1%	97.3%	30.9%	30.4%
毛利率(%)	18.8%	27.7%	29.5%	30.5%	31.0%
净利润率(%)	2.6%	7.4%	11.5%	12.0%	12.7%
每股收益(元)	0.03	0.16	0.31	0.41	0.53
每股净资产(元)	0.76	1.39	2.09	2.52	3.08
市盈率	338.5	74.5	37.8	28.9	22.1
市净率	15.4	8.4	5.6	4.6	3.8
净资产收益率(%)	4.3%	11.7%	15.8%	17.1%	18.2%
ROIC(%)	7.0%	19.7%	17.9%	19.0%	23.5%
EV/EBITDA	90.8	23.4	23.2	18.3	14.2
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

前期研究成果

西南合成：主业稳定增长，期待优质医药资产整合	2010-04-22
西南合成：期待医院改革广阔前景，打造医药资产整合平台	2010-03-13

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间		2010-8-17	
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	552.5	879.4	1,125.7	1,407.1	1,730.8	成长性					
减: 营业成本	448.4	636.2	793.6	977.9	1,194.2	营业收入增长率	0.9%	59.2%	28.0%	25.0%	23.0%
营业税费	2.0	5.8	6.8	8.4	10.4	营业利润增长率	17.1%	700.0%	127.1%	31.1%	30.5%
销售费用	19.2	33.7	42.8	52.1	64.0	净利润增长率	2.1%	354.1%	97.3%	30.9%	30.4%
管理费用	49.2	94.9	112.6	140.7	173.1	EBITDA 增长率	12.7%	381.7%	52.9%	23.0%	23.4%
财务费用	20.7	23.7	15.1	12.5	8.3	EBIT 增长率	12.7%	221.5%	86.4%	27.0%	27.0%
资产减值损失	4.2	13.9	-7.2	2.9	3.3	NOPLAT 增长率	-7.0%	160.0%	71.5%	26.9%	26.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-8.3%	89.0%	19.3%	2.7%	2.8%
投资和汇兑收益	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	净资产增长率	4.0%	82.6%	50.7%	20.6%	22.3%
营业利润	8.9	71.5	162.2	212.7	277.7	利润率					
加: 营业外净收支	4.9	9.2	1.0	1.0	1.0	毛利率	18.8%	27.7%	29.5%	30.5%	31.0%
利润总额	13.8	80.7	163.2	213.7	278.7	营业利润率	1.6%	8.1%	14.4%	15.1%	16.0%
减: 所得税	0.4	13.1	26.1	34.2	44.6	净利润率	2.6%	7.4%	11.5%	12.0%	12.7%
净利润	13.5	67.5	137.1	179.5	234.1	EBITDA/营业收入	5.4%	16.2%	19.4%	19.0%	19.1%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	5.4%	10.8%	15.8%	16.0%	16.5%
货币资金	98.0	203.0	272.7	445.4	672.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	197	173	176	142	115
应收帐款	68.7	107.3	136.3	170.4	209.6	流动营业资本周转天数	21	21	37	34	34
应收票据	7.3	14.7	18.5	23.1	28.5	流动资产周转天数	223	191	209	221	246
预付帐款	12.5	16.5	17.6	19.1	20.9	应收帐款周转天数	45	34	37	37	38
存货	161.8	242.4	292.2	360.1	439.7	存货周转天数	111	87	90	87	87
其他流动资产	-	-0.0	-14.1	-14.1	-14.1	总资产周转天数	509	433	443	408	397
可供出售金融资产	1.9	3.7	3.0	3.0	3.0	投资资本周转天数	301	262	293	259	216
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	4.3%	11.7%	15.8%	17.1%	18.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	1.7%	5.1%	9.4%	10.3%	11.2%
固定资产	295.2	548.2	552.5	553.8	552.6	ROIC	7.0%	19.7%	17.9%	19.0%	23.5%
在建工程	2.7	6.6	4.5	3.3	2.6	费用率					
无形资产	149.3	161.3	161.4	161.5	161.6	销售费用率	3.5%	3.8%	3.8%	3.7%	3.7%
其他非流动资产	4.0	5.3	9.6	9.6	9.5	管理费用率	8.9%	10.8%	10.0%	10.0%	10.0%
资产总额	801.4	1,315.8	1,454.4	1,735.2	2,086.4	财务费用率	3.7%	2.7%	1.3%	0.9%	0.5%
短期债务	132.5	215.7	214.2	211.3	206.7	三费/营业收入	16.1%	17.3%	15.1%	14.6%	14.2%
应付帐款	202.9	225.2	276.1	340.3	415.5	偿债能力					
应付票据	62.7	50.5	60.9	75.0	91.6	资产负债率	60.5%	56.1%	46.0%	44.5%	42.8%
其他流动负债	37.3	144.8	85.6	109.5	137.2	负债权益比	153.4%	127.8%	85.1%	80.2%	74.7%
长期借款	49.5	99.5	99.5	99.5	99.5	流动比率	0.80	0.92	1.14	1.36	1.59
其他非流动负债	0.2	2.6	4.2	6.2	8.4	速动比率	0.41	0.51	0.66	0.85	1.06
负债总额	485.1	738.3	740.5	841.8	958.9	利息保障倍数	1.43	4.02	11.74	17.95	34.35
少数股东权益	17.9	39.4	47.6	58.4	72.4	分红指标					
股本	217.3	260.2	416.3	416.3	416.3	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	81.0	278.0	406.2	574.9	794.9	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	316.2	577.5	870.0	1,049.5	1,283.6	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	-	67.5	137.1	179.5	234.1	EPS(元)	0.03	0.16	0.31	0.41	0.53
加: 折旧和摊销	-	51.8	40.6	42.7	44.8	BVPS(元)	0.76	1.39	2.09	2.52	3.08
资产减值准备	-	13.9	-7.2	2.9	3.3	PE(X)	338.5	74.5	37.8	28.9	22.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	15.4	8.4	5.6	4.6	3.8
财务费用	-	-	23.7	15.1	12.5	P/FCF	-	-42.3	116.7	34.9	26.0
投资收益	-	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	P/S	8.8	5.5	4.3	3.5	2.8
少数股东损益	-0.9	2.2	8.2	10.8	14.0	EV/EBITDA	90.8	23.4	23.2	18.3	14.2
营运资金的变动	-1.0	9.5	2.4	-6.7	-7.5	CAGR(%)	137.0%	51.3%	33.0%	31.2%	30.1%
经营活动产生现金流量	-	135.5	196.1	241.5	296.8	PEG	2.5	1.5	1.1	0.9	0.7
投资活动产生现金流量	-79.7	-47.7	-31.0	-31.9	-31.9	ROIC/WACC	0.7	2.1	1.9	2.0	2.5
融资活动产生现金流量	-43.4	-14.0	58.7	-15.4	-12.9	REP	8.3	1.9	2.7	2.4	1.8

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

洪露，首席医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有10年医药行业从业经验，2007年6月加盟安信证券研究中心。2009年《新财富》最佳分析师，“水晶球奖”第三名。

李秋实，医药行业研究员，北京大学药学和经济学双学位，中国人民大学金融学硕士，曾就职于德国拜耳医药保健有限公司，具有2年证券行业从业经验，2010年3月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上;
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%;
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%;
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动;
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动;

销售联系人

潘艳	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68766516	panyan@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
律烨	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lvye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
 邮编: 100034