

湘财证券研究所

医药行业研究小组

陈国栋

Tel: 021-68634510-8721

 E-Mail: cgd2854@xcsc.com

叶侃

Tel: 021-68634510-8721

 E-Mail: yk2880@xcsc.com

王师

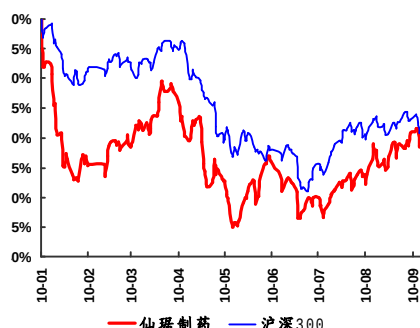
Tel: 021-68634510-8228

 E-Mail: ws2978@xcsc.com

基础数据:

收盘价: 15.35 元
 流通 A 股市值: 13.11 亿元
 总市值: 52.40 亿元
 沪深 300 指数: 2861.37

近期股价与大盘走势:



近期我们实地调研仙琚制药，交流公司激素原料药、制剂产品销售情况和未来发展规划。

调研要点:

- q 公司营收占比最高的业务是激素原料药，上半年增速接近 20%。双烯、霉菌物等原料基本从天台药业和台州仙居两个参股子公司处采购，采购价格参照市场定价。仙琚制药分别持有天台药业和台州仙居 47.5%、40% 股权，能部分规避成本上涨压力。皂素厂家毛利率较高，可能还是由于环保要求严格，使得皂素价格上涨较多。我们预计未来皂素产能跟上，皂素价格会逐步回调。公司加快发展高级皮质激素步伐，甲基泼尼松龙去年销售 700 多公斤，今年销售量有望达到 1 吨多，国内另外一家能生产甲基泼尼松龙企业是天药股份，由于具有较高技术壁垒，能享受高毛利率。
- q 制剂品种主要包括计生药物和肌松药，计生药的竞争厂家有人福医药、紫竹药业和上海华联。公司具有一定品牌优势，营销网络完备，在全国有 23 个销售办事处，800 多个销售人员。顾客对避孕药的价格敏感度不高，对原先使用品牌有一定忠诚度，所以公司先发优势明显。肌松药主要产品为维库溴铵，目前生产厂家近十家，竞争较为激烈。后来又推出新独家品种罗库溴铵，今年上半年肌松药制剂比例增加，使得毛利率提升较多。
- q 能可爱心是与西班牙公司合资建立，公司出土地和资金，西班牙出技术。由于西班牙能可爱心心脏起搏器产品在国外出现质量问题及医疗器械及药品审批速度变慢，能可爱心无法拿到生产批文，使得近几年都出现 700-800 万元的亏损。未来这块业务，公司还是不会轻易放弃，杭州厂区土地升值带来收益。哼哈医院忽盈忽亏，未来如果盈利情况出现好转，将伺机进行扩张。

投资建议:

我们预测仙琚制药 2010 年、2011 年、2012 年每股收益分别为 0.35、0.42、0.49 元。公司原料药向高级激素发展，成本控制能力较强，目前估值合理，我们给予仙琚制药“增持”评级。

风险因素: 激素原料价格上涨过快

盈利预测

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入（百万元）	1133.52	1276.72	1508.64	1731.82	1945.53
增长率	17.25%	12.63%	18.17%	14.79%	12.34%
净利润（百万元）	65.04	88.84	118.99	142.43	166.3
增长率	0.62%	36.59%	33.94%	19.70%	16.76%
摊薄后每股收益（元）	0.19	0.26	0.35	0.42	0.49

三张表预测

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1409	1389	1494	1580
现金	812	741	750	807
应收账款	181	235	297	289
其他应收款	13	19	19	23
预付账款	36	43	50	56
存货	256	223	231	240
其他流动资产	110	128	147	165
非流动资产	470	372	355	339
长期投资	37	0	0	0
固定资产	277	289	284	274
无形资产	53	53	53	53
其他非流动资产	103	29	18	12
资产总计	1878	1761	1850	1919
流动负债	778	648	642	594
短期借款	496	440	411	340
应付账款	111	135	156	176
其他流动负债	171	73	75	78
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	778	648	642	594
少数股东权益	19	15	10	4
股本	341	341	341	341
资本公积	575	575	575	575
留存收益	164	181	282	405
归属母公司股东权益	1081	1098	1198	1322
负债和股东权益	1878	1761	1850	1919

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	105	78	90	174
净利润	85	115	137	160
折旧摊销	34	15	15	16
财务费用	36	27	20	13
投资损失	-8	-10	-10	-10
营运资金变动	-54	-64	-79	-6
其他经营现金流	13	-4	6	0

利润表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1277	1509	1732	1946
营业成本	743	901	1040	1174
营业税金及附加	8	9	11	12
营业费用	230	252	286	317
管理费用	141	166	191	214
财务费用	36	27	20	13
资产减值损失	13	12	12	12
公允价值变动收				
益	0	0	0	0
投资净收益	8	10	10	10
营业利润	113	152	183	214
营业外收入	8	7	8	8
营业外支出	5	5	5	5
利润总额	116	155	185	217
所得税	31	40	48	56
净利润	85	115	137	160
少数股东损益	-4	-4	-5	-6
归属母公司净利润	89	119	142	166
EBITDA	183	194	218	242
EPS (元)	0.26	0.35	0.42	0.49

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	12.6%	18.2%	14.8%	12.3%
营业利润	41.3%	34.5%	19.8%	17.1%
归属于母公司净利润	36.6%	33.9%	19.7%	16.8%
获利能力				
毛利率(%)	41.8%	40.3%	40.0%	39.7%
净利率(%)	7.0%	7.9%	8.2%	8.5%
ROE(%)	8.2%	10.8%	11.9%	12.6%
ROIC(%)	14.4%	16.4%	17.3%	19.6%
偿债能力				
资产负债率(%)	41.4%	36.8%	34.7%	30.9%
净负债比率(%)	70.09%	67.86%	64.01%	57.28%
流动比率	1.81	2.14	2.33	2.66
速动比率	1.47	1.80	1.97	2.26
营运能力				

投资活动现金流	-18	101	10	10	总资产周转率	0.84	0.83	0.96	1.03
资本支出	43	0	0	0	应收账款周转率	6	7	6	6
长期投资	-3	-91	0	0	应付账款周转率	6.75	7.31	7.14	7.07
其他投资现金流	22	10	10	10	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	579	-250	-91	-126	每股收益(最新摊薄)	0.26	0.35	0.42	0.49
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	0.23	0.26	0.51
短期借款	-19	-56	-29	-71	每股净资产(最新摊薄)	3.17	3.21	3.51	3.87
长期借款	-50	0	0	0					
普通股增加	85	0	0	0					
资本公积增加	571	0	0	0					
其他筹资现金流	-8	-195	-62	-55					
现金净增加额	665	-71	9	57					

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1277	1509	1732	1946
收入同比(%)	13%	18%	15%	12%
归属母公司净利润	89	119	142	166
净利润同比(%)	37%	34%	20%	17%
毛利率(%)	41.8%	40.3%	40.0%	39.7%
ROE(%)	8.2%	10.8%	11.9%	12.6%

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。