

盈利水平稳定 增速略有下滑

事件：

公司公布三季报，实现销售收入 11.34 亿元，同比增长 20.4%；净利润约 8800 万元，同比增长 41.64%，合每股收益 0.26 元。公司预计 1—12 月份业绩同比增长 20—50%。

研究结论

- **盈利水平稳定 第三季度增速略有放缓：**公司今年保持稳定增长，前三季度盈利水平基本稳定，其中第三季度净利率水平为 8.28%，环比略减 0.77 个百分点，同比仍然提高约 1.28 个百分点。第三季度销售收入继续保持增长，单季度实现收入 3.91 亿元，环比基本持平，同比增长约 13.05%，增速有所放缓。
- **费用率控制良好 投资收益同比继续增加：**由于原材料成本较去年明显上涨，公司毛利率仍然低于同期水平，第三季度毛利率约为 40%，同比下滑近 5 个百分点。但公司费用率控制良好，销售费用和管理费用增幅不大，在销售收入快速增长的情况下，销售费用率和管理费用率分别下降了约 2 个百分点。同时，受益于参股公司阳光生物、台州仙琚药业等产能释放业绩改善，第三季度公司实现投资收益近 400 万元，同比继续大幅增长近 100%。
- **制剂销售仍是看点：**我们认为，公司的原料药业务目前基本稳定，未来公司的可期待之处仍在销售结构的调整上。公司在计生用药和麻醉肌松类药品方面有专业的销售团队，近两年来公司加大了制剂品种的销售力度，推出了黄体酮胶囊、左炔诺孕酮肠溶胶囊、罗库溴铵等多个制剂新产品，有望利用自身成熟的营销网络较快的开拓市场。我们认为，未来公司制剂品种销售占比会进一步提高，有望提升公司的盈利能力和估值水平。
- **维持增持的投资评级：**根据公司三季报情况，我们略微调整 10—11 年的业绩预测至 0.35 元和 0.48 元（原预测 0.36 元，0.48 元）公司新制剂产品的销售情况值得关注。我们维持增持的投资评级。
- **风险因素：**新产品市场开拓低于预期，竞争加剧，原料药价格大幅波动。



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 10 月 27 日) 16.09 元

目标价格 17 元

总股本/A 股 (万股) 34140/34140

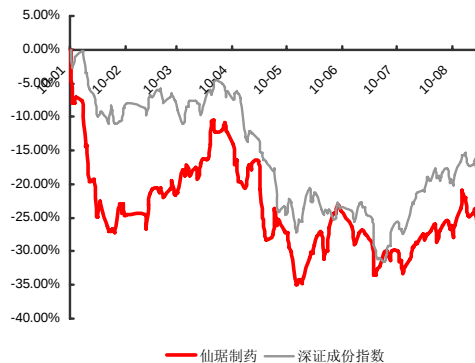
A 股市值 (百万元) 5493

国家/地区 中国

行业 医药

报告日期 2010 年 10 月 28 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	4.69%	15.51%	N.A.
相对表现 (%)	-15.81%	-12.26%	N.A.

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

主要财务指标	2008	2009	2010E	2011E
营业收入 (百万)	1134	1277	1540	1707
同比 (%)	17%	13%	21%	11%
净利润 (百万)	62	85	119	161
同比 (%)	1%	36%	40%	36%
毛利率 (%)	38.6%	41.8%	38.2%	39.9%
ROE (%)	15.3%	7.7%	10.6%	13.0%
每股收益 (元)	0.25	0.26	0.35	0.48
P/E (倍)	63.33	61.83	45.35	33.86
P/B (倍)	10.16	4.99	4.92	4.43

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。并请阅读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	2008	2009	2010E	2011E	会计年度	2008	2009	2010E	2011E
流动资产	686	1409	1099	950	营业收入	1134	1277	1540	1707
现金	154	812	361	144	营业成本	697	743	951	1026
应收账款	197	181	218	242	营业税金及附加	7	8	10	11
其它应收款	19	13	15	17	营业费用	186	230	262	290
预付账款	32	36	48	51	管理费用	112	141	146	162
存货	234	256	333	359	财务费用	46	36	22	22
其他	50	110	123	137	资产减值损失	11	13	13	12
非流动资产	467	470	724	1067	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	31	37	117	209	投资净收益	5	8	20	23
固定资产	286	277	323	722	营业利润	80	113	155	207
无形资产	55	53	53	53	营业外收入	7	8	4	1
其他	96	103	230	83	营业外支出	4	5	7	1
资产总计	1153	1878	1823	2017	利润总额	83	116	152	207
流动负债	697	778	756	776	所得税	21	31	33	45
短期借款	514	496	496	496	净利润	62	85	119	161
应付账款	109	111	143	154	少数股东损益	-3	-4	-3	-1
其他	75	171	118	126	归属于母公司净利润	65	89	121	162
非流动负债	50	0	-50	0	EBITDA	80	142	186	259
长期借款	50	0	-50	0	EPS (元)	0.25	0.26	0.35	0.48
其他	0	0	0	0					
负债合计	747	778	706	776	主要财务比率				
少数股东权益	23	19	17	16	会计年度	2008	2009	2010E	2011E
股本	256	341	341	341	成长能力				
资本公积	5	575	575	575	营业收入	17.2%	12.6%	20.6%	10.8%
留存收益	76	110	116	226	营业利润	-15.5%	41.3%	36.9%	33.3%
归属母公司股东权益	382	1081	1100	1226	净利润	1.3%	36.2%	40.2%	35.9%
负债和股东权益	1153	1878	1823	2017	获利能力				
					毛利率	38.6%	41.8%	38.2%	39.9%
					净利率	5.5%	6.6%	7.7%	9.4%
					ROE	15.3%	7.7%	10.6%	13.0%
					ROA	5.4%	4.5%	6.5%	8.0%
					偿债能力				
					资产负债率	64.8%	41.4%	38.8%	38.5%
					净负债比率				
					流动比率	0.98	1.81	1.45	1.22
					速动比率	0.65	1.48	1.01	0.76
					营运能力				
					总资产周转率	0.98	0.68	0.84	0.85
					应收账款周转率	-	-	-	-
					应付账款周转率	6.41	6.67	6.67	6.67
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.25	0.26	0.35	0.48
					每股经营现金流	0.12	0.36	0.17	0.55
					每股净资产	1.58	3.22	3.27	3.64
					估值比率				
					P/E	63.33	61.83	45.35	33.86
					P/B	10.16	4.99	4.92	4.43

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

分析师声明

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