

公司营销改革进展值得关注

事件: 公司公布年报: 2010 年实现主营业务收入 2.74 亿元, 同比增长 5.76%; 归属上市公司股东净利润 4264 万元, 同比增长 30%; 实现完全摊薄每股收益 0.53 元。分配预案为每 10 股派 1 元, 转 2.5 股。

研究结论:

公司业绩基本符合预期。我们认为公司 2010 年的利润增长基本符合我们预期, 但下半年销售收入增长依然没有明显改观; 2010 年中药制剂的增长仅为 3.53%, 总收入增长仅为 5.52%。公司的利润增长主要来自于原料药收入的快速增长和毛利率的提高: 由于竞争格局改善, 公司原料药销售收入增长 14.4%, 毛利率提高了 2.31 个百分点, 贡献毛利增长 600 万元左右, 占全部毛利增长的 46% 以上, 如果考虑到原料药较低的费用率, 实际净利润贡献更大。中药制剂方面, 中药材成本上涨幅度较大, 但公司主力中药产品均有 0—20% 不同幅度的提价, 毛利率基本稳定, 毛利增长贡献在 30% 左右。

营销改革将成为 11 年工作重点。我们认为公司的产品很好, 几大中药产品均有良好的市场空间, 但公司的营销能力一定程度上限制了销售规模, 2010 年主力产品王氏保赤丸仅有 14.4% 的增长, 而整体中药制剂增速仅有 3.53%。我们认为公司已经意识到销售短板, 并在 2010 年末制定了具体的营销改革计划。根据年报披露, 措施之一是公司在主力华东市场拆分了销售团队, 预计 11 年在浙江市场将有突破; 其二是二线品种和新产品大柴胡颗粒将在主力区域以外市场进行代理销售, 以期弥补公司销售不足, 快速开拓市场, 其中新药大柴胡颗粒已经在北京、浙江、江苏等六个省市中标, 2011 年表现值得期待; 其三是引进人才, 在主力区域内坚持自主销售, 变区域管理模式为客户管理模式, 落实销售人员的激励措施, 提高销售积极性。我们认为, 公司的营销改革措施如果成功, 有望充分发掘公司产品的优势, 大幅提高市场规模, 公司有望打开广阔成长空间, 因此值得关注。

目标复合增长 30%。公司在十二五规划中曾表示未来五年将争取实现收入和利润复合增长 30%, 年报中也表示力争收入利润 2011 年增长 30% 以上。为达到上述目标, 除内生增长外, 公司还披露将在中药材和化学原料药中间领域积极寻求兼并重组, 完善产业链。

盈利预测:

我们认为, 公司具有非常好的产品, 亦有新产品即将上市, 一旦销售短板获得弥补, 有长大的良好资质, 因此虽然估值较高, 但仍可关注。我们维持公司 2011 年 0.72 元的盈利预测, 小幅上调公司 2012 年盈利预测至 0.95 元/股 (原预测为 0.91 元), 小幅上调目标价至 39 元 (原为 37 元), 维持公司增持的投资评级, 其营销改革成功与否将对成长空间产生较大影响。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

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, 不应视本证券研究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。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



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 (2011 年 1 月 18 日) 35.71 元

目标价格 39.00 元

总股本/A 股 (亿股) 0.8

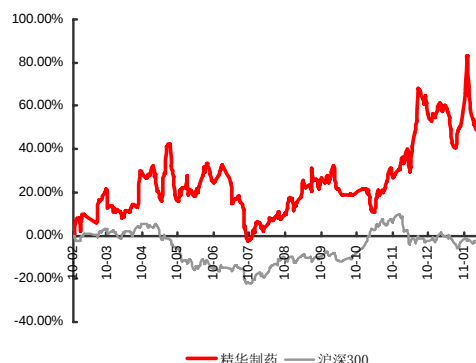
A 股市值 (亿元) 28

国家/地区 中国

行业 医药

报告发布日期 2011 年 1 月 19 日

股价表现



— 精华制药 — 沪深300

资料来源: WIND

财务预测	单位: 百万元			
主要财务指标	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	259	274	379	476
同比 (%)	10%	6%	38%	26%
净利润	33	43	58	76
同比 (%)	25%	30%	36%	31%
毛利率 (%)	48.6%	51.4%	54.7%	58.1%
ROE (%)	23.9%	7.8%	9.7%	11.5%
每股收益 (元)	0.55	0.53	0.72	0.95
P/E (倍)	65.32	67.00	49.37	37.55
P/B (倍)	15.63	5.25	4.81	4.34

相关报告	时间
营收持稳 费用率下降	2010-10-22

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	2009	2010	2011E	2012E	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
流动资产	124	513	488	500	营业收入	259	274	379	476
现金	57	402	374	373	营业成本	133	133	171	200
应收账款	31	32	44	55	营业税金及附加	3	3	4	5
其它应收款	1	0	2	2	营业费用	50	51	84	113
预付账款	2	28	17	10	管理费用	33	37	51	69
存货	33	51	51	60	财务费用	1	0	-0	-0
其他	0	0	0	0	资产减值损失	-0	1	1	1
非流动资产	96	98	175	237	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	80	78	156	191	营业利润	40	49	68	90
无形资产	10	10	10	10	营业外收入	0	2	1	1
其他	6	11	10	36	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	220	611	663	737	利润总额	39	50	68	90
流动负债	80	58	63	71	所得税	6	8	10	13
短期借款	25	0	0	0	净利润	33	43	58	76
应付账款	28	30	34	40	少数股东损益	0	0	0	0
其他	26	29	29	31	归属于母公司净利润	33	43	58	76
非流动负债	4	9	6	7	EBITDA	49	58	80	107
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.55	0.53	0.72	0.95
其他	4	9	6	7					
负债合计	83	67	69	78					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	60	80	80	80					
资本公积	23	375	375	375					
留存收益	45	76	120	177					
归属母公司股东权	137	544	594	659					
负债和股东权益	220	611	663	737					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2009	2010	2011E	2012E	
经营活动现金流	57	11	72	88	成长能力				
净利润	33	43	58	76	营业收入	10.4%	5.8%	38.1%	25.8%
折旧摊销	10	9	12	18	营业利润	25.1%	23.8%	39.1%	31.5%
财务费用	1	0	-0	-0	净利润	25.4%	30.0%	35.7%	31.5%
公允价值变动损益	0	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	14	-40	2	-5	毛利率	48.6%	51.4%	54.7%	58.1%
其它	-1	-1	0	0	净利率	12.6%	15.5%	15.3%	16.0%
投资活动现金流	-4	-10	-89	-79	ROE	23.9%	7.8%	9.7%	11.5%
资本支出	-6	-10	-89	-79	ROA	14.9%	7.0%	8.7%	10.3%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他	2	0	0	0	资产负债率	37.8%	11.0%	10.4%	10.6%
筹资活动现金流	-21	343	-10	-10	净负债比率				
短期借款	-5	-25	0	0	流动比率	1.56	8.78	7.75	7.08
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.14	7.92	6.93	6.23
普通股增加	0	20	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	352	0	0	总资产周转率	1.18	0.45	0.57	0.65
其他	-16	-4	-10	-10	应收账款周转率	-	-	-	-
现金净增加额	32	344	-28	-1	应付账款周转率	4.72	4.50	5.00	5.00

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	0.55	0.53	0.72	0.95	P/E	65.32	67.00	49.37	37.55
每股经营现金流	0.95	0.14	0.90	1.10	P/B	15.63	5.25	4.81	4.34
每股净资产	2.29	6.81	7.43	8.24					

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

分析师申明

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