

西南合成 (000788): 且看收购北医医药, 再续外延式增长

增持 (维持)

医药行业/化学原料药

当前股价: 13.08 元

报告日期: 2011 年 1 月 31 日

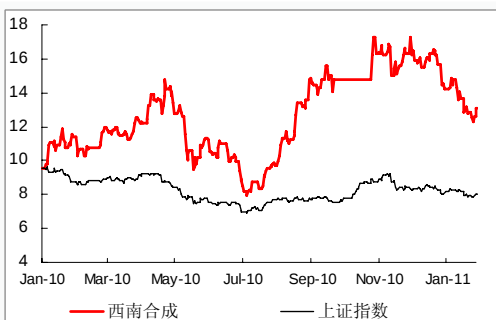
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	879	1,299	1,689	2,170
(+/-)	16.10%	47.72%	30.00%	28.50%
营业利润	71	95	156	199
(+/-)	198.26%	32.89%	63.81%	28.22%
归属于母公司				
的净利润	65	270	132	170
(+/-)	119.72%	313.32%	-51.04%	28.22%
每股收益 (元)	0.16	0.65	0.32	0.41
市盈率 (倍)	83	20	41	32

公司基本情况 (2010 年 12 月 31 日止)

总股本/已流通股 (万股)	41,627/24,337
流通市值 (亿元)	31.83
每股净资产 (元)	2.04
资产负债率 (%)	57.07

股价表现 (最近一年)



证券分析师 彭晓

执业证书编号: A0140511010008

010-66045453 pengx@txsec.com

服务热线 010-66045555

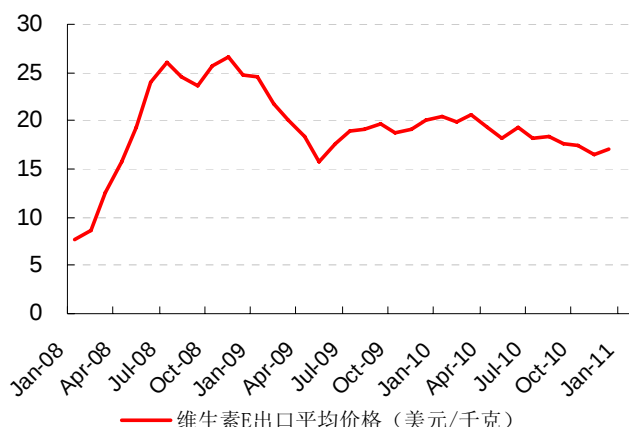
服务邮箱 service@txsec.com

- 2010 年, 公司实现主营业务收入 12.99 亿元, 同比增长 47.72%; 实现营业利润 9495 万元, 同比增长 32.89%; 归属母公司净利润 2.70 亿元, 同比增长 313.32%; 基本每股收益 0.65 元; 分配预案为每 10 股送 4 股、派现 1.00 元 (含税)。
- 土地处置收益贡献大部分利润。**2010 年公司出售寸滩土地使用权, 该项土地处置收益为 1.84 亿元, 12 月 17 日到账。扣除非经常性损益, 公司实际实现归属母公司净利润 8250 万元, 同比增长 56.99%; 基本每股收益 0.20 元。
- 大新药业并表促业绩增长。**主营业务保持稳定增长, 其中原料药收入增长 54.05%, 制剂收入增长 10.09%。大新药业 2009 年 6 月 30 日起并入公司报表, 而 2010 年全年并入公司报表, 促进收入的较快增长。2010 年全年大新药业实现营业收入 2.42 亿元, 利润总额 1791 万元, 贡献每股收益约 0.04 元。
- 重点产品降价使毛利率有所降低。**2010 年国内维生素 E 主要生产厂家限产保价, 维生素 E 价格出口平均价格基本稳定, 约 18.6 美元/kg, 但较 2009 年仍降低约 5%。大新药业洛伐他汀出口平均价格近 700 美元/kg, 也较 2009 年有所下降。重点产品维生素 E 和洛伐他汀原料药价格下降, 使公司原料药业务毛利率下降 5.07 个百分点, 拖累公司综合毛利率同比下降 3.48 个百分点。
- 期间费用基本稳定。**2010 年公司三项费用率均略有下降, 期间费用率同比下降 1.91 个百分点, 使净利润仍保持较快增长。
- 近期看点为收购北医医药。**继 2009 年收购大新医药之后, 公司与控股股东北大国际医院集团于 2010 年 10 月 20 日又签署了《北大国际医院集团西南合成制药股份有限公司发行股份购买资产协议书》, 公司拟向北大国际医院集团发行股份购买其所持有的北京北医医药有限公司 100% 的股权。根据 11 月 16 日发表的《发行股份购买资产暨关联交易报告书 (草案)》, 公司拟向北大国际医院集团定向发行 9,361,324 股股票, 发行价格为 14.47 元/股。本次交易完成后, 公司将拥有北医医药的全部股权。北医医药 2010 年 1-9 月已实现营业收入 3.72 亿元, 实现净利润 1.26 亿元。2010 年 9 月 30 日总资产 13.16 亿元。

北医医药及其子公司叶开泰科技是北大国际医院集团下的专业医药流通公司，北医医药拥有一支经验丰富、专业化的优秀管理团队及销售团队，其代理的试剂和药品覆盖多家大型三甲医院，并与北京地区国药集团、北京医股、科园信海等医药配送商建立了长期稳固的合作关系，已成立立足北京，辐射辽宁、吉林、黑龙江、山东、河北、天津等省市的稳定渠道网络。叶开泰科技占有武汉市医疗机构中成药约 80% 的市场份额，基本覆盖了湖北省内三甲医院，形成了以武汉市为主，湖北省重点城市为辅的营销网络。收购完成后公司业务将从医药制造业延伸至医药流通领域，借助北医医药的医药物流及销售平台，快速提升销售规模。

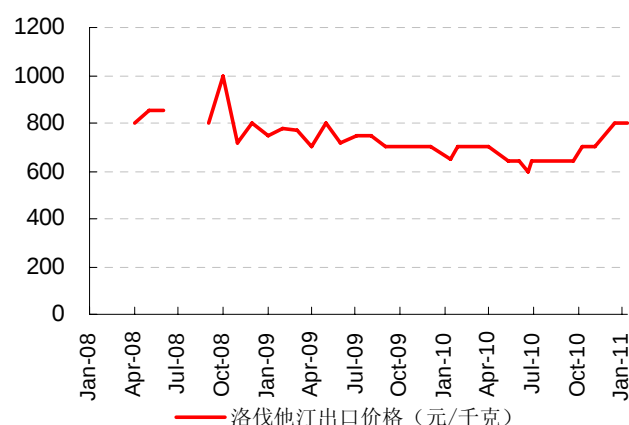
- **方正集团医药资产整合平台外延式增长可期。**方正集团已经确立医药产业为未来发展的第二主业。西南合成作为方正集团旗下唯一的医药上市公司，战略地位明显。从大新药业，到北医医药，未来公司仍将不断地受益于集团优质医药资产的注入，外延式增长值得期待。
- 在北医医药资产注入之前，公司主营业务仍将以原料药为主。2010年11月起维生素E行情略有下滑，目前维生素E饲料粉出口市场价格在18美元/kg左右，维生素E（96%）的油，出口报价在30-32美元/kg左右，预计2011年市场价格仍将以稳定为主，平均价格和2010年基本相当。洛伐他汀原料药出口价格近期提升到800元/kg，从今年走势来看洛伐他汀原料药价格也将稳定在700-800元/kg。此外，公司投入22.6亿元，实施环保搬迁改造项目，项目将严格按GMP标准实施，在建设硬件上严格按照美国FDA、欧洲COS标准建设，以建设成为国内一流的医药出口基地，新厂区建设将进一步促进公司实现产品结构升级。
- **盈利预测与评级。**暂不考虑收购北医医药的影响。预计公司2011、2012年EPS分别为0.32元、0.41元，以1月30日收盘价13.08元计算，对应的动态市盈率分别为41倍和32倍。公司正准备增发，资产注入预期基本确定，维持“增持”的投资评级。
- **风险提示。**1) 原料药价格大幅波动，将影响公司利润。2) 公司产品出口占比较大，人民币升值、出口退税政策变化将影响公司利润。

图表 1 维生素 E 出口平均价格走势



资料来源：健康网 天相投顾

图表 2 洛伐他汀出口价格走势



资料来源：健康网 天相投顾



图表 3 西南合成盈利预测

单位（万元）	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	87,945	129,910	168,883	217,015
增长率(%)	16.10%	47.72%	30.00%	28.50%
减：营业成本	63,617	98,500	126,662	162,761
毛利率(%)	27.66%	24.18%	25.00%	25.00%
减：营业税金及附加	580	510	676	868
销售费用	3,373	4,374	5,911	7,704
管理费用	9,493	12,186	16,044	20,616
财务费用	2,369	3,460	4,070	5,165
期间费用率	17.32%	15.41%	15.41%	15.43%
资产减值损失	1,391	1,409	0	0
加：公允价值变动净收益	0	4	0	0
投资净收益	23	21	34	43
营业利润	7,145	9,495	15,554	19,944
增长率(%)	198.26%	32.89%	63.81%	28.22%
加：营业外收入	1,350	19,068	0	0
减：营业外支出	429	249	0	0
利润总额	8,066	28,314	15,554	19,944
增长率(%)	162.12%	251.02%	-45.07%	28.22%
利润率(%)	9.17%	21.80%	9.21%	9.19%
减：所得税	1,313	1,411	2,333	2,992
实际税负比率(%)	16.28%	4.98%	15.00%	15.00%
净利润	6,753	26,903	13,221	16,952
归属于母公司所有者净利润	6,533	27,004	13,221	16,952
增长率(%)	119.72%	313.32%	-51.04%	28.22%
净利润率(%)	7.43%	20.79%	7.83%	7.81%
少数股东损益	220	-101	0	0
总股本（万股）	41,627	41,627	41,627	41,627
每股收益（元）	0.16	0.65	0.32	0.41
每股净资产（元）	1.39	2.04	2.23	2.48
净资产收益率（%）	11.69%	31.67%	14.23%	16.45%

资料来源：天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号:ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址:北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话:010-66045566 传真:010-66573918 邮编:100140
北京新盛	地址:北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话:010-66045566; 66045577 传真:010-66045500 邮编:100140
北京德胜园	地址:北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话:010-66045566 传真:010-66045700 邮编:100088
上海天相	地址:上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话:021-58824282 传真:021-58824283 邮编:200120
深圳天相	地址:深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话:0755-83234800 传真:0755-83234800 邮编:518040