

嘉应制药(002198): 主要产品恢复增长 投资收益支撑业绩

中性(维持)

医药行业/中药

当前股价: 18.4 元

报告日期: 2011 年 3 月 16 日

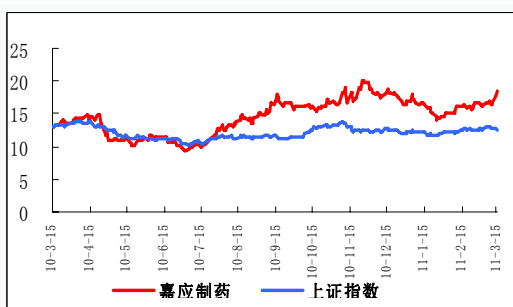
主要财务指标(单位: 百万元)

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	62	75	81	87
(+/-)	-6.05%	20.72%	7.38%	7.46%
营业利润	14	23	27	27
(+/-)	10.04%	61.70%	17.02%	3.35%
归属于母公司				
的净利润	15	25	25	26
(+/-)	9.89%	67.43%	-0.14%	3.35%
每股收益(元)	0.09	0.15	0.15	0.16
市盈率(倍)	200	120	120	116

公司基本情况(2010 年 12 月 31 日止)

总股本/已流通股(万股)	16400/7768
流通市值(亿元)	13.18
每股净资产(元)	1.58
资产负债率(%)	14.09

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

联系人 温燕

010-66045760 weny@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2010 年, 公司实现营业收入 7,524.72 万元, 同比增长 20.72%, 利润总额 2,619.09 万元, 同比增长 56.13%, 归属于母公司净利润 2,524.70 万元, 同比增长 67.43%。实现每股收益 0.15 元。分配预案为每 10 股送 2.5 股, 派现 0.5 元(含税)。
- 综合毛利率下滑, 期间费用率增加。**报告期内, 公司综合毛利率同比下滑 4.02 个百分点至 54.54%。主要是原材料价格上涨导致营业成本同比增加 32.43%所致。期间费用率同比上升 4.44 个百分点至 49.10%; 其中销售费用率同比上升 4.89 个百分点至 25.38%, 主要是加强营销队伍及市场开拓所致; 财务费用率同比上升 1.63 个百分点至 1.44%, 主要是新增银行长期贷款 3000 万元所致。
- 主要产品恢复增长, 或得益于医改。**双料喉风散和重感灵片是公司营业收入和利润的主要来源, 但咽喉类和感冒类领域品牌众多, 竞争激烈, 公司上市 3 年多来这两种产品均增长缓慢, 09 年甚至出现负增长。10 年公司加大销售投入, 加强各级经销商、终端及农村市场的开发, 实现营业收入同比增长 20.72%。随着营销力度加强及 11 年国家基本药物制度的推进, 公司主要产品或有望保持较快增长。
- 天然右旋龙脑生产值得关注。**2010 年, 公司建立 5000 亩梅片树 GAP 种植基地及梅片树提取天然右旋龙脑生产线, 实现了高纯度天然右旋龙脑国产化生产。天然右旋龙脑是双料喉风散和复方丹参滴丸、速效救心丸、麝香保心丸等的主要配方成分, 在香料、化妆品和食品行业也应用广泛, 未来可望降低双料喉风散的生产成本并为公司带来经济利益。
- 投资收益贡献绝大部分利润。**2008 年公司竞拍取得金沙药业 35.53%的股权, 金沙药业的主导产品接骨七厘片、疏风活络片和调经活血片均为国家基本药物、国家中药保护品种和全国独家产品。2009 年 3-12 月, 金沙药业实现净利润 1585 万元, 公司采用权益法确认投资收益 563 万元。2010 年, 公司确认投资收益同比增长 249.8%至 1970 万元, 占公司营业利润比例高达 86.89%。

- **盈利预测与评级。**假设对金沙药业的投资收益在 2011 年和 2012 年仍为每年 1970 万元，预计公司 2011 和 2012 年 EPS 分别为 0.15 元和 0.16 元，以 3 月 15 日收盘价 18.4 元计算，对应的动态市盈率分别为 120 倍和 116 倍，估值偏高。暂时维持“中性”的投资评级。
- **风险提示：**1. 产品单一的风险；2. 原材料价格波动的风险；3. 投资收益波动的风险

图表 1 嘉应制药盈利预测

	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	6,233	7,525	8,080	8,683
增长率(%)	-6.05%	20.72%	7.38%	7.46%
减：营业成本	2,583	3,420	3,407	3,623
毛利率(%)	58.56%	54.54%	57.84%	58.27%
减：营业税金及附加	64	92	89	96
销售费用	1,277	1,909	2,020	2,171
管理费用	1,518	1,676	1,800	1,935
财务费用	-12	109	81	87
期间费用率	45%	49%	48%	48%
资产减值损失	-36	20	0	0
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	563	1,970	1,970	1,970
营业利润	1,402	2,268	2,654	2,743
增长率(%)	10.04%	61.70%	17.02%	3.35%
加：营业外收入	277	371	0	0
减：营业外支出	2	20	0	0
利润总额	275	351	2,654	2,743
增长率(%)	1,677	2,619	1.33%	3.35%
利润率(%)	4.41%	4.67%	32.84%	31.59%
减：所得税	170	94	133	137
实际税负比率(%)	10%	4%	5.00%	5.00%
净利润	1,508	2,525	2,521	2,606
归属于母公司所有者净利润	1,508	2,525	2,521	2,606
增长率(%)	10%	67%	-0.14%	3.35%
净利润率(%)	24.19%	33.55%	31.20%	30.01%
少数股东损益	0	0	0	0
总股本（万股）	16,400	16,400	16,400	16,400
每股收益（元）	0.09	0.15	0.15	0.16

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