

公司研究

成本费用齐升 业绩低于预期

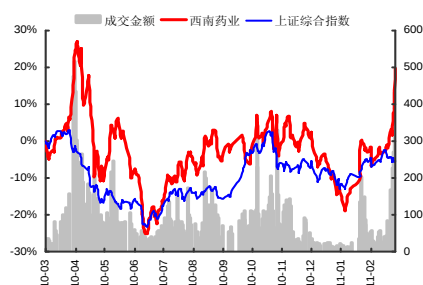
生物医药

2010 年 03 月 20 日

西南药业（600666）2010 年年报点评

评级：谨慎推荐

52 周走势



报告作者：

国联证券研究所医药研究组

周静

执业证书编号：S0590210100010

联系人：

联系人：周静 杨扬

电话：0510-82833217

Email: zhoujing@glsc.com.cn

yangyang@glsc.com.cn

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

投资要点：

- 2010 年全年公司实现主营业务收入 8.53 亿元，同比增长 19.53%，实现利润总额和净利润分别为 5202 万元和 4176 万元，同比增长 1.40% 和 2.25%，基本收益为 0.22 元。利润分配方案：向全体股东每 10 股派送红股 5 股派发现金股利 1 元。整体来说，业绩大幅低于我们之前的预期。
- 营业收入增速符合预期。公司 2010 年工业收入达到 8.48 亿元，同比增长 20.10%，我们认为主导产品注射用头孢唑肟钠增速超过 30%，而散列通和美菲康都维持 30% 以上增速。分地区来看，西南地区依然占 70% 以上，不过东北、华南和中南地区增速都超过了 50%，考虑到目前这些地区基数较小，随着公司依托集团销售实力和网络的延伸，收入有望继续稳定增长。
- 毛利率下降幅度较大，销售费用率增幅较快。2010 年产品综合毛利率为 32.85%，同比减少 1.02 个百分点，主要是针剂和冻干粉产品出现了超过 5 个百分点的下滑，这一方面与注射用头孢唑肟钠采取底价销售使得毛利率大幅下滑，另一方面也与公司新增冻干机有关。另外 2010 年公司销售费用率为 16.57%，同比提高 0.75 个百分点，而管理费用率由于职工薪酬的增加和无形资产摊销也同比提高了 0.11 个百分点。
- 受益医改扩容，收入规模有望快速提升。随着医改范围的进一步扩大和用药安全的重视度提升，公司的品牌影响力将不容忽视，在小企业淘汰行业集中度提升的背景下，公司产品涵盖绝大部分常用药品，因此随着基础用药的加大生产，收入规模将快速提升。
- 盈利预测：暂不考虑股本摊薄，预计 2011 年和 2012 年 EPS 分别为 0.26 元和 0.32 元，结合目前股价来看，已经略高，不过由于公司地处重庆，区域振兴规划和太极集团重组出售壳资源的预期，都使得市场会给予一定的溢价，因此给予“谨慎推荐”评级。

盈利预测表:

资产负债表					利润表				
单位 : 百万元					单位 : 百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
流动资产	749.03	710.33	863.31	986.11	营业收入	713.80	853.22	1,031.71	1,198.75
现金	413.78	187.13	396.98	432.29	营业成本	472.07	572.94	699.30	816.59
应收账款	104.01	94.05	123.81	143.85	营业税金及附加	7.17	7.02	10.32	12.23
其它应收款	7.20	8.24	10.32	11.99	营业费用	112.18	141.36	165.07	185.81
预付账款	65.57	177.43	72.22	83.91	管理费用	41.84	50.93	61.90	71.92
存货	157.04	191.64	257.93	311.67	财务费用	26.34	27.89	31.98	35.96
其他	1.43	51.84	2.06	2.40	资产减值损失	3.81	3.42	0.00	0.00
非流动资产	468.88	605.58	545.24	559.69	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	26.96	85.06	26.96	26.96	投资净收益	-0.09	1.31	0.00	0.00
固定资产	185.84	172.69	177.48	167.93	营业利润	50.30	50.97	63.14	76.24
无形资产	83.43	108.47	79.46	77.46	营业外收入	2.48	2.17	0.00	0.00
其他	172.65	239.36	261.34	287.34	营业外支出	1.48	1.12	0.00	0.00
资产总计	1217.91	1315.91	1408.55	1545.80	利润总额	51.30	52.02	63.14	76.24
流动负债	595.98	716.04	765.82	834.64	所得税	10.79	11.50	13.89	16.77
短期借款	254.26	286.00	300.00	300.00	净利润	40.51	40.52	49.25	59.47
应付账款	144.32	164.27	206.34	239.75	少数股东损益	-0.19	-1.24	-1.51	-1.82
其他	197.40	265.77	259.48	294.89	归属母公司净利润	40.70	41.76	50.76	61.29
非流动负债	212.32	150.00	150.00	150.00	EBITDA	106.31	105.83	120.29	136.72
长期借款	210.89	150.00	150.00	150.00	EPS (元)	0.21	0.22	0.26	0.32
其他	1.43	0.00	0.00	0.00					
负债合计	808.30	866.04	915.82	984.64	主要财务比率				
少数股东权益	15.14	13.59	12.08	10.26	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
股本	193.43	193.43	193.43	193.43	成长能力				
资本公积	2.68	2.33	2.33	2.33	营业收入	15.92%	19.53%	20.92%	16.19%
留存收益	198.35	239.78	290.53	351.82	营业利润	11.95%	1.34%	23.87%	20.75%
归属母公司股东权益	394.46	435.54	486.29	547.58	归属于母公司净利润	9.44%	2.61%	21.54%	20.75%
负债和股东权益	1217.90	1315.17	1414.19	1542.49	获利能力				
					毛利率	33.87%	32.85%	32.22%	31.88%
现金流量表					净利率	5.68%	4.75%	4.77%	4.96%
					ROE	10.32%	9.59%	10.44%	11.19%
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E					
经营活动现金流	60.47	-31.63	272.39	112.81	偿债能力				
净利润	40.51	40.52	49.25	59.47	资产负债率	66.37%	65.81%	65.02%	63.70%
折旧摊销	28.67	28.90	32.43	34.56	净负债比率	15.47%	64.99%	10.64%	3.17%
财务费用	26.62	27.89	31.98	35.96	流动比率	1.26	0.99	1.13	1.18
投资损失	0.09	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.99	0.72	0.79	0.81
营运资金变动	-41.22	-119.49	109.81	-24.76	营运能力				
其它	5.80	-9.45	48.91	7.58	总资产周转率	0.63	0.67	0.76	0.81
投资活动现金流	-33.83	-273.69	-89.00	-49.00	应收账款周转率	6.19	8.62	9.47	8.96
资本支出	-36.58	-226.28	-89.00	-49.00	应付账款周转率	6.02	5.53	5.57	5.37
长期投资	0.00	-57.00	0.00	0.00	每股指标 (元)				
其他	2.75	9.59	0.00	0.00	每股收益 (最新摊薄)	0.21	0.22	0.26	0.32
筹资活动现金流	1.68	-167.41	-47.77	-25.92	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.31	-0.16	1.41	0.58
短期借款	31.74	31.74	14.00	0.00	每股净资产 (最新摊薄)	2.04	2.25	2.51	2.83
长期借款	-60.89	-60.89	0.00	0.00	估值比率				
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	67.11	65.40	53.81	44.56
资本公积增加	-0.35	0.00	0.00	0.00	P/B	6.92	6.27	5.62	4.99
其他	31.18	-138.26	-61.77	-25.92	EV/EBITDA	53.24	51.23	44.78	47.86
现金净增加额	28.32	-472.73	135.62	37.89					

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。