

分析师： 乔洋 (8621) 68751070 liusc@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120007

联系人： 刘舒畅 (8621) 68751070 liusc@cjsc.com.cn

业绩平稳增长，基本符合预期

报告要点

■ 公司于 3 月 26 日发布 2010 年报，实现营业收入 13 亿元，同比增长 17.07%；归属于上市公司股东的净利润为 7643.5 万元，同比增长 38.25%；扣非后净利润 7377.8 元，同比增长 34.18%；实现基本每股收益 0.3266 元。拟每 10 股派发现金红利 0.5 元（含税），不送红股，亦不进行资本公积转增股本。

■ 业绩平稳增长，基本符合预期

2010 年，实现营业收入 13 亿元，同比增长 17.07%；净利润为 7643.5 万元，同比增长 38.25%；扣非后净利润 7377.8 元，同比增长 34.18%；实现基本每股收益 0.3266 元。业绩平稳增长，基本符合我们的预期（0.34 元）。由于医药零售业务及原料药毛利率下降，导致整体毛利率下滑 1 个百分点。

■ 商业增速有所加快，中枢神经类增速下滑

分行业看，医药工业收入 5.95 亿元，同比增长 14.59%；医药商业 6.97 亿元，同比增长 19.02%，增速比往年有所加快（2009 年为 15%）。中枢神经类产品收入总计 5.24 亿元，同比增长 17.7%，增速略有下滑。分产品来看，麻醉类收入 2.85 亿元，同比增长 22.3%；精神类收入 2.1 亿元，同比增长 13.5%，增速同比下滑约 5 个百分点；神经类收入 2914.33 万元，同比增长 7.3%。

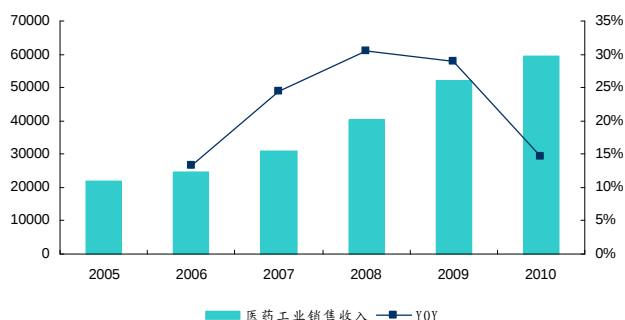
■ 预计 2011-2012 年 EPS 分别为 0.43 元、0.61 元，继续维持“谨慎推荐”评级

预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.43 元、0.61 元，公司是 A 股市场中唯一专注于中枢神经药物领域优良的投资标的，后续产品如埃他卡林、麻醉系列等比较丰富，成长性比较确定。但目前估值优势不够突出，继续维持公司“谨慎推荐”的评级。

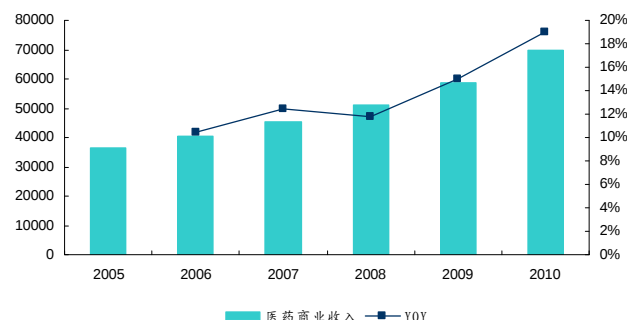
业绩基本符合预期，商业增速有所加快

2010 年，实现营业收入 13 亿元，同比增长 17.07%；净利润为 7643.5 万元，同比增长 38.25%；扣非后净利润 7377.8 元，同比增长 34.18%；实现基本每股收益 0.3266 元。业绩平稳增长，基本符合我们的预期（0.34 元）。

分行业看，医药工业收入 5.95 亿元，同比增长 14.59%；医药商业 6.97 亿元，同比增长 19.02%，增速比往年有所加快（2009 年为 15%）。

图 1：2005-2010 年医药工业收入情况（单位：万元）


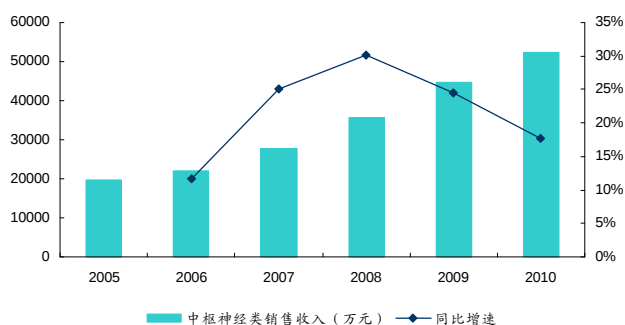
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 2：2005-2010 年医药商业收入情况（单位：万元）


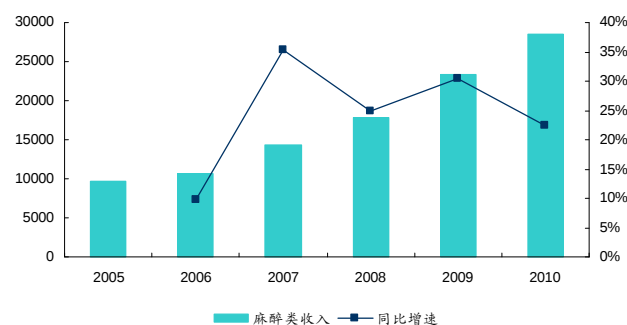
资料来源：Wind，长江证券研究部

中枢神经类平稳增长，增速有所下滑

2010 年，公司中枢神经类销售收入总计 5.24 亿元，同比增长 17.7%，增速下滑近 7 个百分点。麻醉类收入 2.85 亿元，同比增长 22.3%，增速同比下滑约 7 个百分点，毛利率基本稳定。

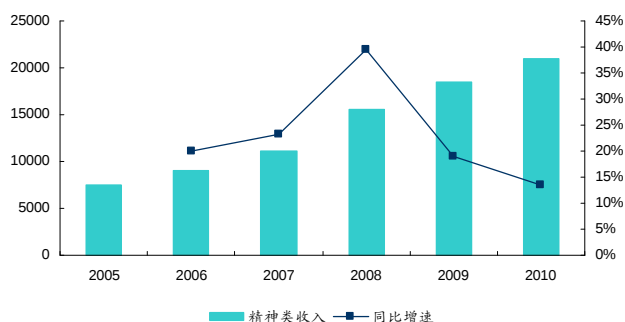
图 3：2005-2010 年中枢神经类合计收入（单位：万元）


资料来源：Wind，长江证券研究部

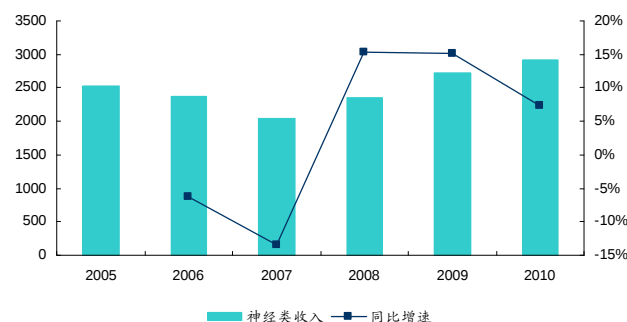
图 4：2005-2010 年麻醉类收入情况（单位：万元）


资料来源：Wind，长江证券研究部

精神类收入 2.1 亿元，同比增长 13.5%，增速同比下滑约 5 个百分点；神经类收入 2914.33 万元，同比增长 7.3%。

图 5：2005-2010 年精神类收入情况（单位：万元）


资料来源：Wind，长江证券研究部

图 6：2005-2010 年神经类收入情况（单位：万元）


资料来源：Wind，长江证券研究部

2010 年，主导产品力月西、福尔利、思利舒等价格基本稳定，降价幅度很小。国家政策规定，一类精神类药品及麻醉药品不列入招标范围、二类精神药品可不列入招标范围，因而，我们认为公司主导产品降价的空间比较有限。

公司主导产品力月西、福尔利等产品现有客户 5000 多家二甲以上医院，几乎覆盖了国内省份和城市；精神类产品进入 1000 多家县级以上精神专科医院销售。受益于中枢神经类药品市场持续扩容，公司主导产品有望维持比较高的增速。

继续维持“谨慎推荐”评级

预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.43 元、0.61 元，公司是 A 股市场中唯一专注于中枢神经药物领域优良的投资标的的后续产品如埃他卡林、麻醉系列等比较丰富，成长性比较确定。但目前估值优势不够突出，继续维持公司“谨慎推荐”的评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1301	1555	1847	2193	货币资金	223	156	283	450
营业成本	805	933	1105	1284	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	496	623	742	909	应收账款	263	250	297	353
% 营业收入	38.1%	40.0%	40.2%	41.4%	存货	134	159	188	219
营业税金及附加	10	12	14	17	预付账款	28	28	33	38
% 营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	309	358	440	522	流动资产合计	653	600	810	1071
% 营业收入	23.8%	23.0%	23.8%	23.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	81	92	115	136	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.2%	5.9%	6.2%	6.2%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	6	3	-1	-1	投资性房地产	28	28	28	28
% 营业收入	0.5%	0.2%	0.0%	-0.1%	固定资产合计	236	208	176	143
资产减值损失	3	41	8	9	无形资产	35	33	31	30
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	2	6	1	1
营业利润	87	117	167	226	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	6.7%	7.5%	9.0%	10.3%	资产总计	954	875	1046	1272
营业外收支	3	0	0	0	短期贷款	166	9	0	0
利润总额	90	117	167	226	应付款项	261	252	299	347
% 营业收入	6.9%	7.5%	9.0%	10.3%	预收账款	15	14	17	20
所得税费用	15	17	25	33	应付职工薪酬	3	3	3	4
净利润	75	100	142	193	应交税费	13	12	16	21
归属于母公司所有者					其他流动负债	23	27	33	39
的净利润	76.4	99.7	142.2	192.7	流动负债合计	482	317	368	430
少数股东损益	-1	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.33	0.43	0.61	0.82	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	10	10	10	10
经营活动现金流净额	62	124	175	217	负债合计	492	328	378	440
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	459	543	664	828
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	4	4	4	4
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	463	547	668	832
固定资产投资	-85	-16	-18	-22	负债及股东权益	954	875	1046	1272
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-85	-16	-18	-22		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.327	0.426	0.608	0.824
股权融资	0	0	0	0	BVPS	1.96	2.32	2.84	3.54
银行贷款增加 (减少)	24	-157	-9	0	PE	64.14	49.19	34.48	25.44
筹资成本	17	-18	-21	-28	PEG	1.78	1.36	0.95	0.70
其他	-33	0	0	0	PB	10.69	9.02	7.38	5.92
筹资活动现金流净额	8	-176	-30	-28	EV/EBITDA	41.99	28.70	21.14	15.83
现金净流量	-16	-68	127	167	ROE	16.7%	18.3%	21.4%	23.3%

分析师介绍

乔洋，长江证券研究部分析师；
刘舒畅，上海交通大学生物化学硕士/应用化学学士，从事医药行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfww@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。