

调研记录

生物医药

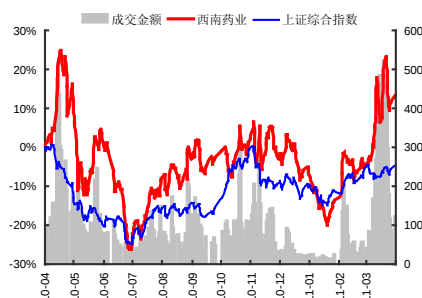
收入规模扩大 盈利有待改善

2011 年 04 月 07 日

投资评级：谨慎推荐（维持）

——西南药业（600666）调研记录

最近 52 周走势：



相关研究报告：

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。

事件：近日我们对公司进行了调研，重点了解公司产品生产销售及未来规划的最新情况。

调研记录：

Q1：集团目前存有许多土地资产，有何目标规划？

A：集团拿地成本比较低，目前也不会再出钱买地来开发房地产，主要是把在手的土地进行开发，目前进展顺利，预计未来几年随着各子公司搬迁的结束将持续。不过由于许多公司为了再融资需要将房地产业务剥离，因此公司再融资方面将会有困难。

Q2：大易房地产股权转让款为何前期仅还一千万，第六年才全部还清？

A：控股股东方面没有实质生产经营，因此并没有太多现金，此次开发的黄龙花园二期预计完工 3-5 年，因此计划完工后再还给西南药业。

Q3：公司主要产品 2010 年销售情况？

A：主要品种：益保世灵 2010 年全年含税收入 1.36 亿元，计划 2011 年突破 2 个亿，散列通销售额为 8814.78 万元，11 年突破 1 个亿。另外美菲康 10 年收入 4923.36 万元，11 年达到 30% 增长。其他品种方面 2010 年收入超过 1000 万的有 20 个品种，其中阿莫西林全年收入 2000 多万元，11 年计划做到 6000 万元，而芬尼康 1800 万元，洛芬待因 1000 万元，11 年计划超过 3000 万元。

Q4：公司年报综合毛利率下降较多，主要是什么原因？

A：主要是大输液产品，10 年招标价格压得比较低，许多地方都是亏本中标，500ml 输液光包装就 9 毛多，再加上其他成本，要做到 1 元钱的售价是很难的。另外就是一些青霉素粉针产品也出现了下滑，主要产品毛利率基本稳定，并没有出现下滑。

Q5：新版 GMP 认证影响？

公司目前所有生产线都达不到新版标准,要通过新版 GMP 在成本上肯定有很大影响,不过由于新版需要时间过渡,目前企业都还在培训阶段,因此并没有详细合算成本,并不需要急切改变。

Q6: 公司目前产能情况如何?

A: 涪陵原先有的输液分厂将会搬迁至涪陵新厂区,加上新建产能。重庆这边新园区主要是目前沙坪坝厂区搬迁。涪陵和重庆江北工业园新建产能目前正在做设计,预计到年底才能建成,具体产能扩大多少,仍在规划。成都分厂 2010 年年底产能已经达到 1 亿支,2011 年年底达到 2 亿支,另外还计划上马几条输液线。目前刚加了 1 条软袋,已经通过老版 GMP 认证,总计 2 条,玻瓶 4 条生产线。冻干机公司目前有 3 台,11 年将再购进一台,合同已经签好,厂家已经开始生产。

截止目前,公司产能情况如下:水针 6 亿支,冻干 3000 万瓶,大片剂车间 90 亿片,青霉素(阿莫西林)片剂车间 6 亿片粒,输液方面:1 亿玻瓶,软袋 3000 万袋,粉针 5000 万支。目前二班制,产能几乎满负荷生产,产品处于供不应求阶段。

Q7: 目前代理商覆盖范围多大?

A: 目前大一些省市都已经有了代理商覆盖,代理品种由当地代理商挑选确定。普药销售队伍接近 200 人,每年都有增加,目前川渝地区一个县一个人覆盖。

Q8: 子公司目前最新情况如何?

A: 之前公司有华星生物技术、创新生物技术、大易房地产和西南药业(成都)有限公司这四家子公司。其中,华星生物技术和创新生物技术注销手续仍在继续,而西南药业(成都)有限公司由于四川招投标过程中会给本地企业加分,因此将是公司未来主要的子公司。大易房地产股权 2011 年已经出售,所得一部分收益将会计入 2011 年业绩。

Q9: 公司 2011 年经营目标如何,业绩方面有何目标?

A: 2011 年公司销售计划做到 10 个亿,集团做 3 个亿,合计 13 亿元销售收入。毛利率方面,由于各地招标仍只认价格,因此为了保留中标资格,因此可能仍不太乐观。不过公司认为随着 3-5 年的激烈竞争可能自然淘汰一些不能按时按质供应的厂家,再结合目前招标表现,可能之后省市仅确定一家供应商,这样有可能使得毛利率出现好转。销售费用和管理费用数额上还会保持一定增长,费用率方面基本保持持平。

Q10: 公司在管理层激励方面有没有什么措施?

A: 管理层希望在重组是能够搞一些股权激励, 目前由于集团这三个上市公司关系比较复杂, 因此不会做。不过在中层管理方面, 每年初会制定一些指标, 如果达到会有一定的奖励金, 不过由于主要在收入增速上面的考核, 因此净利润方面增速可能不会很大。

综合评级: 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	单位：百万元				净利率	5.68%	4.75%	4.77%	4.96%
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	ROE	10.32%	9.59%	10.44%	11.19%
经营活动现金流	60.47	-31.63	272.39	112.81					
净利润	40.51	40.52	49.25	59.47	偿债能力				
折旧摊销	28.67	28.90	32.43	34.56	资产负债率	66.37%	65.81%	65.02%	63.70%
财务费用	26.62	27.89	31.98	35.96	净负债比率	15.47%	64.99%	10.64%	3.17%
投资损失	0.09	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.26	0.99	1.13	1.18
营运资金变动	-41.22	-119.49	109.81	-24.76	速动比率	0.99	0.72	0.79	0.81
其它	5.80	-9.45	48.91	7.58	营运能力				
投资活动现金流	-33.83	-273.69	-89.00	-49.00	总资产周转率	0.63	0.67	0.76	0.81
资本支出	-36.58	-226.28	-89.00	-49.00	应收账款周转率	6.19	8.62	9.47	8.96
长期投资	0.00	-57.00	0.00	0.00	应付账款周转率	6.02	5.53	5.57	5.37
其他	2.75	9.59	0.00	0.00	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	1.68	-167.41	-47.77	-25.92	每股收益 (最新摊薄)	0.21	0.22	0.26	0.32
短期借款	31.74	31.74	14.00	0.00	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.31	-0.16	1.41	0.58
长期借款	-60.89	-60.89	0.00	0.00	每股净资产 (最新摊薄)	2.04	2.25	2.51	2.83
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
资本公积增加	-0.35	0.00	0.00	0.00	P/E	67.11	65.40	53.81	44.56
其他	31.18	-138.26	-61.77	-25.92	P/B	6.92	6.27	5.62	4.99
现金净增加额	28.32	-472.73	135.62	37.89	EV/EBITDA	53.24	51.23	44.78	47.86

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: 0510-82833507

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。