

分析师：涂羚波

执业证书编号：S0050208010103

Tel: 010-59355910

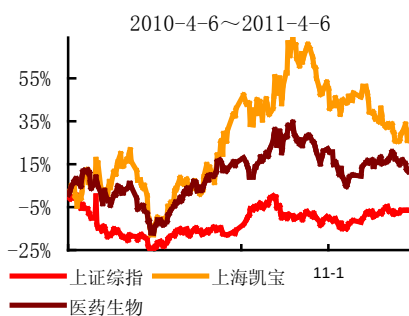
Email: tulb@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街 5 号新
盛大厦 7 层(100140)**医药生物****投资评级**

本次评级：	谨慎推荐
跟踪评级：	未评级
目标价格：	42

市场数据

市价(元)	40.15
上市的流通 A 股(亿股)	0.99
总股本(亿股)	1.75
52 周股价最高最低(元)	24.97-57.54
上证指数/深证成指	2948.48/12699.42
2010 年股息率	0.00%

52 周相对市场表现**相关研究**

《aaa》 2009-12-28

上海凯宝 (300039.SZ)**痰热清仍将较快增长****投资要点**

●**业绩大幅上升。**2010 年公司实现营业收入 60,341.44 万元，比去年同期增长 31.49%，实现利润总额 14,729.86 万元，比去年同期增长 83.58%，实现净利润 12,370.01 万元，比去年同期增长 80.14%。每股收益 0.71 元，分配方案为 10 转 5 派 4。

●**毛利率稳定，费用率下降。**公司加强了提取工艺的研究，熊胆粉、金银花等中药材提取收率稳步提升，消化了原材料涨价带来的不利因素，基本稳定了产品的毛利率。同时，随着规模效应的显现，销售费用率和管理费用率都分别下降了 4.19、1.14 个百分点。

●**痰热清将继续放量。**公司募投项目——现代化中药等医药产品建设项目主体部分已顺利完成，并通过国家食品药品监督管理局 GMP 认证，于 5 月底正式投产。新厂的顺利投产，缓解了产品供需矛盾带来的压力。目前，后续的生产线正在进行安装，预计 2011 年第三季度向国家食品药品监督管理局提出新版 GMP 认证申请，第四季度投产使用。

●**加大产品研发力度。**公司着力开展痰热清系列产品的研发：“5ml 痰热清注射液”生产注册批件的补充申请已上报药监局审批，目前已进入审批程序；痰热清胶囊已完成临床研究，进入生产报批阶段；痰热清口服液已顺利完成了 II 期临床研究。新剂型的成功研发，将扩大使用人群的范围，改善公司主导产品剂型单一现状，对扩大市场范围、优化产品结构，增强核心品种竞争力起到积极作用。

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	603	815	1100	1430
增长率(%)	31.49	35.03	34.99	29.99
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	123.70	183.88	259.27	352.71
增长率(%)	80	49	41	36
毛利率(%)	82	82	82	82
净资产收益率(%)	10	13	15	17
EPS(元)	0.71	1.05	1.48	2.01
P/E(倍)	56.92	38.29	27.16	19.96
P/B(倍)	5.69	4.96	4.19	3.46

来源：公司年报、民族证券

- **华南区增长最快。**公司 2010 年加强目标医院的开发，新增医院 300 余家；加强销售队伍建设，依据经营目标适度扩充销售人员，提升销售队伍专业素质；加强学术营销，打造产品品牌，提升市场份额；优化营销网络，实施客户资信管理。随着新厂生产线的投入生产，公司的生产瓶颈得到了缓解，各销售大区较上年度均有大幅度增长。其中华南区增长最快，同比增加 43.72%；华西区、华中区增长 37.18%、36.19%；华东区、华西、华北区分别增长 21.96%、26.77
- **维持“谨慎推荐”评级。**预计公司 2010、2011、2012 年分别实现净利润 1.89 亿元、2.59 亿元、3.00 亿元，同比分别增长 49%、41%、36%，每股收益 1.05 元、1.48 元、2.01 元。对应动态市盈率分别为 38 倍、27 倍、20 倍。给予公司 11 年 40 倍动态市盈率估值，合理价位 42 元。

表 1：公司收入和毛利预测

单位：万元	2010	2011E	2012E	2013E
痰热清注射液	59443	80249	108336	140836
增长率 (%)	31.77%	35.00%	35.00%	30.00%
毛利率 (%)	82.57%	82.50%	82.50%	82.50%
多索茶碱胶囊	559	782	1056	1373
增长率 (%)	40.04%	40.00%	35.00%	30.00%
毛利率 (%)	80.35%	80.35%	80.35%	80.35%
卡托普利缓释片	25	25	25	25
增长率 (%)	-19.81%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率 (%)	78.80%	78.80%	78.80%	78.80%
盐酸吡格列酮片	8	8	8	8
增长率 (%)	-72.21%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率 (%)	83.48%	83.48%	83.48%	83.48%
总收入	60035	81064	109425	142242
增长率 (%)	31.49%	35.03%	34.99%	29.99%
营业成本率	17.82%	17.52%	17.52%	17.52%
毛利率 (%)	82.18%	82.48%	82.48%	82.48%

资料来源：民族证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1145	1396	1738	2189
现金及等价物	833	975	1170	1451
应收帐款	195	263	356	462
存货	59	78	106	138
其它流动资产	58	79	106	138
非流动资产	216	258	348	452
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产及其他	188	228	308	400
投资性房地产	0	0	0	0
无形资产	27	29	38	50
其它非流动资产	1	1	1	1
资产总计	1362	1654	2086	2641
流动负债	119	157	212	276
短期借款	0	0	0	0
应付帐款	32	43	58	75
其它流动负债	86	115	155	201
非流动负债	15	77	194	333
长期借款	0	57	168	299
其它非流动负债	15	20	27	35
负债合计	133	234	407	609
少数股东权益	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1237	1421	1680	2033
负债和股东权益	1370	1655	2087	2642

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	40	114	177	273
净利润	124	184	259	353
资产减值准备	4	0	0	0
折旧和摊销	13	15	21	27
公允价值变动损失	0	0	0	0
财物费用	-16	-16	-11	0
营运资本变动	-85	-69	-92	-107
投资收益	0	0	0	0
投资活动现金流	-80	-57	-111	-131
资本支出	-79	-57	-111	-131
其它	-1	0	0	0
融资活动现金流	-134	78	128	139
权益性融资	-33	0	0	0
负债净变化	-117	62	117	139
财务费用	16	16	11	0
现金净增加额	-174	135	195	281
期初现金余额	1014	840	975	1170
期末现金余额	840	975	1170	1451

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	603	815	1100	1430
营业成本	108	143	193	250
营业税金及附加	4	5	7	9
销售费用	320	407	528	658
管理费用	54	69	88	107
财务费用	-16	-16	-11	0
资产减值损失	4	0	0	0
公允价值变动净	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	129	206	295	405
营业外收入	18	10	10	10
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	147	216	305	415
所得税	24	32	46	62
净利润	124	184	259	353
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司所	124	184	259	353
EBITDA	117	190	284	405
EPS（元）	0.71	1.05	1.48	2.01

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	31.5%	35.0%	35.0%	30.0%
营业利润	96.7%	59.7%	43.0%	37.3%
归属母公司净利	80.1%	48.7%	41.0%	36.0%
获利能力				
毛利率	82.2%	82.5%	82.5%	82.5%
净利率	20.5%	22.6%	23.6%	24.7%
ROE	10.0%	12.9%	15.4%	17.4%
ROIC	7.0%	10.8%	12.9%	14.5%
偿债能力				
资产负债率	9.8%	14.2%	19.5%	23.1%
流动比率	9.7	8.9	8.2	7.9
速动比率	9.2	8.4	7.7	7.4
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
应收帐款周转率	3.1	3.1	3.1	3.1
应付帐款周转率	3.3	3.3	3.3	3.3
每股指标(元)				
每股收益	0.71	1.05	1.48	2.01
每股经营现金	0.23	0.65	1.01	1.56
每股净资产	7.05	8.10	9.58	11.59
估值比率				
P/E	56.9	38.3	27.2	20.0
P/B	5.7	5.0	4.2	3.5
EV/EBITDA	99.4	61.3	41.0	28.8

分析师简介

西安交通大学硕士，曾就职于江中制药集团和某大型投资管理公司，具备 8 年医药行业的从业经验，以及 8 年证券行业的研究和投资经验，善于从投资的视角和公司基本面两方面挖掘公司的投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的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或征价。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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn