

公司研究

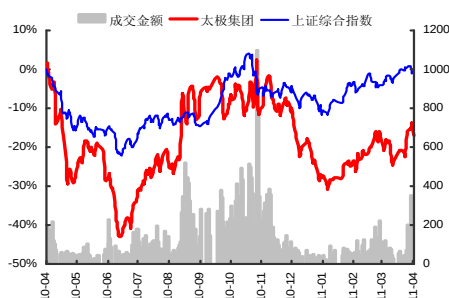
土地资产盘活 业绩有望提升

生物医药

2011 年 4 月 21 日

评级: 推荐

最近 52 周走势:



报告作者:

国联证券医药组

周静

执业证书编号: S0590210100010

联系人:

周静 杨扬

电话: 0510-82833217

 Email: zhoujing@glsc.com.cn
yangyang0729@gmail.com

独立性声明:

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 年度公司实现营业总收入 59.86 亿元, 同比增长 13.47%, 营业利润和利润总额为-2860 万元和-1.24 亿元, 其中归属于公司普通股股东的净利润为-1.62 亿元, 同比减少 1.92 亿元, 每股收益为-0.38 元。业绩大幅低于市场的普遍预期。
- 营业收入基本符合预期, 综合毛利率有所下滑。2010 年工业全年收入 18.04 亿元, 同比增长 13.8%, 其中主导产品藿香正气液实现收入 3.3 亿元, 同比增长 38.65%, 考虑到产品的独特优势, 随着公司全国销售力度的加强, 该产品仍将保持快速增长势头。毛利率方面, 由于上游中药材的上涨和普药招标价的压低使得工业毛利率同比下滑了 3.23 个百分点, 不过由于商业规模的进一步扩大和高毛利品种的选择, 商业毛利率同比提高了 0.30 个百分点。
- 销售费用增长过快, 大额营业外支出使得业绩亏损。2010 年公司销售费用为 823 亿元, 同比增长 31.53%, 主要与子公司桐君阁为扩大销售规模大量新开门店使得职工薪酬、促销费、租赁费等增加有关。而 1.37 亿元的营业外支出则直接导致公司业绩出现大额亏损, 其中曲美全国召回造成 1.01 亿元的损失, 另外固定资产处置损失也由 09 年 154 万元增加至 2376.4 万元。
- 新产品的扩充和房地产项目使得公司业绩有望大幅提高。2011 年新收购的甘肃天水益生阿胶厂和多西他赛、番茄胶囊和美美等新品的上市将极大弥补曲美退市的不利影响。而公司对现有土地资产的房地产开发项目不仅有效解决公司高额财务费用问题, 另外随着项目的完工将每年贡献 10 亿元左右的收入, 大幅提升现有业绩。
- 盈利预测: 由于公司营业外收入差别较大, 我们假设 2011 年和 2012 年分别为 1.25 亿元和 1.12 亿元, 对应 EPS 分别为 0.16 元和 0.23 元, 估值目前达到 63 倍, 相对于业绩来讲, 估值偏高, 不过由于短期内公司看点主要在于集团整合和土地资产的处置这些事件性因素, 鉴于这些进程有序的进行, 我们依然给予“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	2979.06	3481.74	4109.39	4631.51	营业收入	5,275.15	5,985.62	6,924.17	7,631.81
现金	1373.04	1291.08	2091.00	2445.00	营业成本	3951.00	4551.61	5262.37	5784.92
应收账款	380.85	432.10	519.31	572.39	营业税金及附加	31.01	31.38	43.62	48.08
其它应收款	59.97	112.60	79.63	87.77	营业费用	625.69	822.94	900.14	953.98
预付账款	249.20	434.03	242.35	267.11	管理费用	439.50	446.81	505.46	534.23
存货	844.35	1047.60	1073.25	1144.77	财务费用	143.39	153.61	127.15	126.91
其他	71.65	164.33	103.86	114.48	资产减值损失	7.34	8.77	12.00	13.00
非流动资产	3543.80	3547.38	2892.13	2742.51	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	6.03	6.33	6.03	6.03	投资净收益	0.41	0.91	0.00	0.00
固定资产	1357.27	1293.40	1296.61	1195.18	营业利润	77.63	-28.60	73.42	170.70
无形资产	1527.03	1543.01	1448.25	1408.86	营业外收入	37.66	41.69	125.00	112.00
其他	653.47	704.64	141.24	132.44	营业外支出	6.47	137.18	4.00	3.00
资产总计	6522.86	7029.12	7001.52	7374.02	利润总额	108.81	-124.09	194.42	279.70
流动负债	4209.32	4557.14	4512.67	4728.62	所得税	31.93	2.67	58.33	83.91
短期借款	1598.85	1851.49	1605.00	1507.00	净利润	76.88	-126.76	136.09	195.79
应付账款	642.49	736.23	844.75	931.08	少数股东损益	39.18	34.83	68.05	97.90
其他	1967.98	1969.42	2062.92	2290.54	归属母公司净利润	37.70	-161.59	68.05	97.90
非流动负债	544.07	729.41	690.78	690.78	EBITDA	387.31	159.61	483.26	569.84
长期借款	496.62	663.71	663.00	663.00	EPS (元)	0.11	-0.38	0.16	0.23
其他	47.45	65.70	27.78	27.78	主要财务比率				
负债合计	4753.39	5286.55	5203.45	5419.40	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
少数股东权益	485.71	544.37	612.42	710.31	成长能力				
股本	328.38	426.89	426.89	426.89	营业收入	9.56%	13.47%	15.68%	10.22%
资本公积	453.77	448.61	448.61	448.61	营业利润	51.15%	-136.84%	-356.71%	132.50%
留存收益	501.62	322.45	363.28	422.01	归属于母公司净利润	60.43%	-528.62%	-142.11%	43.87%
归属母公司股东权益	1283.77	1197.95	1238.78	1297.51	获利能力				
负债和股东权益	6522.87	7028.87	7054.65	7427.23	毛利率	25.10%	23.96%	24.00%	24.20%
现金流量表					净利率	1.46%	-2.12%	1.97%	2.57%
单位:百万元					ROE	2.94%	-13.49%	5.49%	7.54%
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	偿债能力				
经营活动现金流	338.27	-321.53	1167.47	619.83	资产负债率	72.87%	75.21%	74.32%	73.49%
净利润	76.88	-126.76	136.09	195.79	净负债比率	47.48%	77.73%	9.56%	-13.70%
折旧摊销	135.11	149.62	149.62	149.62	流动比率	0.71	0.76	0.91	0.98
财务费用	146.53	153.61	127.15	126.91	速动比率	0.51	0.53	0.67	0.74
投资损失	-0.41	0.00	0.00	0.00	营运能力				
营运资金变动	6.29	-312.59	501.43	91.59	总资产周转率	0.84	0.88	0.99	1.06
其它	-26.13	-185.41	253.17	55.91	应收账款周转率	14.00	14.73	14.56	13.98
投资活动现金流	-87.63	36.15	76.92	0.00	应付账款周转率	8.58	8.68	8.76	8.60
资本支出	-133.95	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)				
长期投资	-2.59	0.00	0.00	0.00	每股收益 (最新摊薄)	0.11	-0.38	0.16	0.23
其他	48.91	36.15	76.92	0.00	每股经营现金流 (最新摊薄)	1.03	-0.75	2.73	1.45
筹资活动现金流	-93.25	-56.59	-127.00	-265.74	每股净资产 (最新摊薄)	3.91	2.81	2.90	3.04
短期借款	252.64	252.64	-246.49	-98.00	估值比率				
长期借款	167.09	167.09	-0.71	0.00	P/E	82.66	-25.07	59.54	41.38
普通股增加	98.51	0.00	0.00	0.00	P/B	2.43	3.38	3.27	3.12
资本公积增加	-5.16	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	17.36	34.74	10.54	10.54
其他	-606.33	-476.32	120.20	-167.74					
现金净增加额	157.36	-341.97	1117.39	354.09					

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。