

鲁抗医药 (600789. SH)

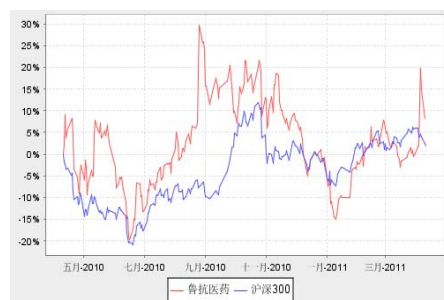
一季度略低预期, 7-ACA 价格未来有望触底
反弹

评级: 持有 前次: 持有
 目标价(元): 9.73-11.67
 联系人: 分析师
 胡德军 谢刚
 消费品小组 S0740210090003
 021-20315083 021-20315178
 hudj@qlzq.com.cn xiegang@qlzq.com.cn
 2011 年 4 月 27 日

基本状况

总股本(百万股)	581.58
流通股本(百万股)	406.82
市价(元)	9.35
市值(百万元)	5437.73
流通市值(百万元)	3803.80

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,985.12	2,196.14	2,742.29	3,114.89	3,450.12
营业收入增速	10.93%	10.63%	24.87%	13.59%	10.76%
净利润增长率	6.74%	244.90%	33.15%	18.92%	19.23%
摊薄每股收益(元)	0.06	0.22	0.30	0.35	0.42
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	105.55	38.18	30.06	25.28	21.20
PEG	15.65	0.16	0.91	1.34	1.10
每股净资产(元)	2.62	2.83	3.13	3.48	3.91
每股现金流量	0.34	0.53	0.47	0.49	0.57
净资产收益率	2.47%	7.86%	9.48%	10.13%	10.77%
市净率	2.60	3.00	2.85	2.56	2.28
总股本(百万股)	581.58	581.58	581.58	581.58	581.58

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

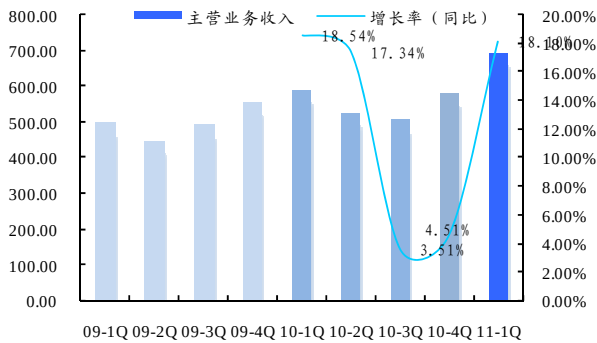
- 公司 2011 年 4 月 27 日发布一季度公告, 公司一季度实现营业收入和归属于母公司净利润分别为 6.94 亿元和 0.44 亿元, 同比分别增长 18.10%和-7.95%, 2011 年一季度实现 EPS 为 0.07 元;
- 公司 2011 年一季度毛利率为 16.97%, 比去年同期下降了 3.99 个百分点, 我们认为公司毛利率下降主要为目前外销 7-ACA 价格一路走低所致, 而下跌的主要因素在于前期 7-ACA 库存过大, 需求减少给生产企业订单带来较大影响;
- 从最近成都药交会上来看 7-ACA 价格已经跌到 630 元/kg, 该产品普遍成本也接近 600 元/kg, 而随着目前农产品价格以及能源价格的不断上涨我们认为目前 7-ACA 价格已经接近底部, 预计随着出口回暖以及去库存化的结束未来价格反弹的可能性较大, 预计全年平均价格应该可以维持在 700 元/kg 以上;
- 在制剂方面, 公司目前与国内重点医药商业进行战略合作, 年初成立了制剂事业部, 总经理任组长, 积极推进战略合作业务增量, 公司目标是力争今年使战略客户合作业务量同比增长 30%以上;
- 同时公司年初制定了“十二五规划”, 目标为未来五年将实现收入 100 亿元, 利润 10 亿元, 公司未来原料药将以大观霉素类以及头孢、他汀类、氨基酸等为主; 制剂板块将主要满足扩展国内药品市场, 同时满足出口和高端药物市场为主; 我们认为公司未来制剂增长将是业绩增长的一个业绩弹性重要因素;
- 由于转让鲁抗明治导致的投资收益和我们之前预测存在一定偏差, 我们调整公司盈利预测, 预计公司 2011-13 年归属母公司净利润分别为 1.79 亿元、2.05 亿元和 2.45 亿元, 同比分别增长 33.15%、18.92%和 19.23%, 对应 2010-12 年 EPS 分别为 0.309 元、0.35 元和 0.42 元: 我们认为公司目前合理价位应该为 9.73 元—11.67 元, 由于公司新工业园建设还需要一段时间, 我们继续维持“持有”的投资评级。

图表 1: 公司单季度利润表变化情况

项目 (百万元)	2009单季度数据				2010单季度数据				2011单季度数据	备注	
	09-1Q	09-2Q	09-3Q	09-4Q	10-1Q	10-2Q	10-3Q	10-4Q	11-1Q	11-1Q同比增减	11-1Q环比增减
主营业务收入	495.64	443.46	492.08	553.94	587.52	520.35	509.37	578.91	693.88	106.36	114.97
增长率 (同比)					18.54%	17.34%	3.51%	4.51%	18.10%		
增长率 (环比)	6.64%	-10.53%	10.96%	12.57%	6.06%	-11.43%	-2.11%	13.65%	19.86%		
营业成本	434.20	376.74	422.11	427.48	464.39	404.90	407.60	445.83	576.13	111.74	130.30
成本率	87.60%	84.95%	85.78%	77.17%	79.04%	77.81%	80.02%	77.01%	83.03%	3.99%	6.02%
主营业务税金及附加	4.27	2.26	3.21	3.03	4.04	3.35	2.64	2.72	3.95	(0.10)	1.23
占销售收入百分比	0.86%	0.51%	0.65%	0.55%	0.69%	0.64%	0.52%	0.47%	0.57%	-0.12%	0.10%
主营业务利润	57.17	64.46	66.76	123.43	119.08	112.10	99.13	130.36	113.79	(5.29)	(16.57)
营业利润率	11.53%	14.54%	13.57%	22.28%	20.27%	21.54%	19.46%	22.52%	16.40%	-3.87%	-6.12%
主营毛利	61.44	66.72	69.97	126.46	123.13	115.45	101.77	133.08	117.74	(5.39)	(15.34)
毛利率	12.40%	15.05%	14.22%	22.83%	20.96%	22.19%	19.98%	22.99%	16.97%	-3.99%	-6.02%
增长率 (同比)	-13.22%	-21.94%	8.83%	48.65%	100.40%	73.04%	45.45%	5.23%	-4.37%		
增长率 (环比)	-27.78%	8.59%	4.87%	80.73%	-2.64%	-6.23%	-11.85%	30.77%	-11.53%		
销售费用	22.49	32.87	32.84	47.56	38.88	36.86	40.10	55.84	36.11	(2.77)	(19.73)
销售费用收入	4.54%	7.41%	6.67%	8.59%	6.62%	7.08%	7.87%	9.65%	5.20%	-1.41%	-4.44%
管理费用	19.19	21.29	21.79	27.14	26.79	23.98	27.17	30.54	28.27	1.48	(2.27)
管理费用收入	3.87%	4.80%	4.43%	4.90%	4.56%	4.61%	5.33%	5.28%	4.07%	-0.49%	-1.20%
财务费用	10.72	8.04	9.21	7.18	9.29	8.41	8.56	9.82	9.93	0.64	0.11
财务费用收入	2.16%	1.81%	1.87%	1.30%	1.58%	1.62%	1.68%	1.70%	1.43%	-0.15%	-0.26%
三项费用/收入	10.57%	14.03%	12.97%	14.78%	12.76%	13.31%	14.89%	16.62%	10.71%	-2.05%	-5.91%
资产减值损失	-	1.51	-	27.21	-	6.17	-	16.88	-		
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.02	(0.01)	0.20	(0.09)	0.23	(0.05)	0.12	(0.08)	0.17
投资收益	1.03	1.92	2.19	4.32	5.20	3.63	1.68	2.98	9.70	4.50	6.72
营业利润	5.80	5.68	5.14	18.65	49.52	40.21	25.21	20.21	49.31	(0.21)	29.10
增长率 (同比)	19.83%	-64.98%	-35.83%	298.50%	753.85%	607.92%	390.47%	8.36%	-0.43%		
增长率 (环比)	23.93%	-2.07%	-9.51%	262.84%	165.54%	-18.81%	-37.30%	-19.83%	143.99%		
加: 营业外收入	0.66	1.51	1.02	10.16	0.72	1.15	1.66	13.35	2.82	2.10	(10.53)
减: 营业外支出	0.03	0.59	0.10	2.04	0.08	0.40	0.15	0.81	0.02	(0.06)	(0.79)
利润总额	6.43	6.60	6.07	26.77	50.16	40.97	26.72	32.75	52.11	1.95	19.36
增长率 (同比)	27.33%	-59.81%	-16.51%	114.50%	680.16%	520.76%	340.20%	22.34%	3.88%		
增长率 (环比)	-48.48%	2.64%	-8.03%	341.02%	87.39%	-18.33%	-34.78%	22.57%	59.11%		
所得税	0.54	0.60	0.67	3.37	1.67	5.34	4.12	5.64	7.32	5.64	1.68
实际税率(%)	8.40%	9.09%	11.04%	12.59%	3.33%	13.03%	15.42%	17.22%	14.04%	10.70%	-3.18%
净利润	5.89	6.00	5.39	23.40	48.49	35.63	22.59	27.11	44.79	(3.70)	17.68
净利润率(%)	1.19%	1.35%	1.10%	4.22%	8.25%	6.85%	4.43%	4.68%	6.46%	-1.80%	1.77%
增长率 (同比)					723.28%	493.83%	319.11%	15.85%	-7.62%		
增长率 (环比)	-44.43%	1.87%	-10.17%	334.14%	107.23%	-26.52%	-36.60%	20.01%	65.23%		
归属母公司所有者的净利润	4.95	5.24	4.26	23.14	47.24	34.59	21.32	26.45	43.49	(3.76)	17.04
摊薄每股收益 (元)	0.01	0.01	0.01	0.04	0.08	0.06	0.04	0.05	0.07	(0.01)	0.03

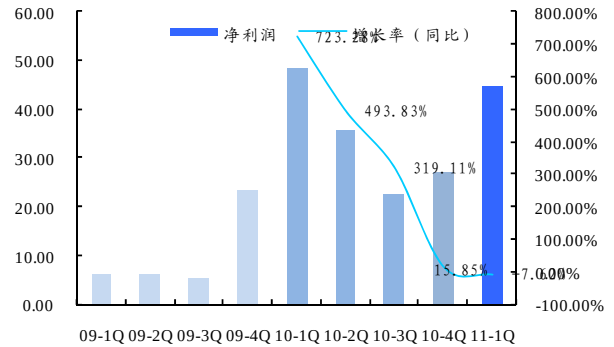
来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 公司单季度收入变化情况 (百万元)



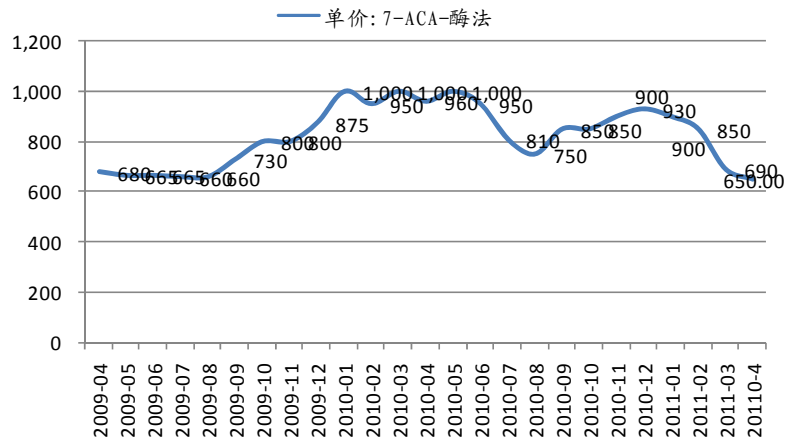
来源: 齐鲁证券研究所

图表 3: 公司单季度净利润变化情况 (百万元)



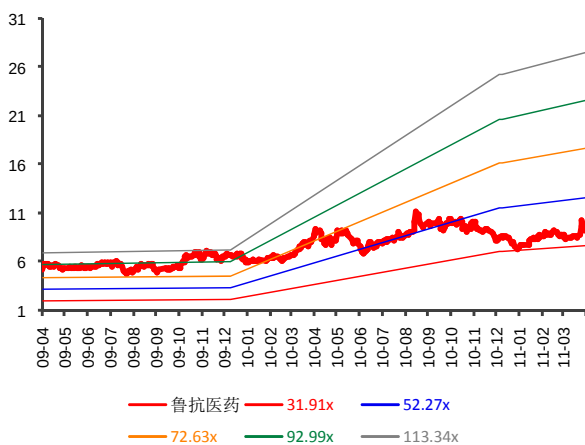
来源: 齐鲁证券研究所

图表 4: 7-ACA 价格变化情况 (元/kg)



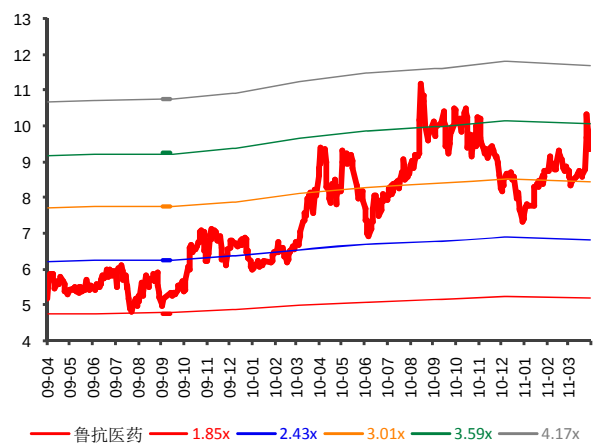
来源: 齐鲁证券研究所

图表 5: 鲁抗医药历史 PE 区间



来源: WIND, 齐鲁证券研究所

图表 6: 鲁抗医药历史 PB 区间



来源: WIND, 齐鲁证券研究所

图表 4：鲁抗医药产品销售预测

项 目	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
制剂药品(百万元)							
销售收入	533.82	847.20	933.08	1,053.51	1,211.54	1,453.84	1,671.92
增长率(YOY)	14.46%	58.71%	10.14%	12.91%	15.00%	20.00%	15.00%
毛利率	22.90%	23.19%	24.00%	23.85%	23.87%	23.88%	23.89%
销售成本	411.58	650.73	709.14	802.23	922.32	1,106.64	1,272.47
增长率(YOY)	15.90%	58.11%	8.98%	13.13%	14.97%	19.98%	14.98%
毛利	122.24	196.47	223.94	251.28	289.22	347.21	399.45
增长率(YOY)	9.86%	60.71%	13.98%	12.21%	15.10%	20.05%	15.05%
占总销售额比重	45.50%	47.17%	47.50%	48.60%	44.18%	46.67%	48.46%
占主营业务利润比重	106.57%	90.32%	78.15%	60.36%	52.97%	56.21%	57.13%
抗生素原料药(百万元)							
销售收入	144.97	270.11	205.86	152.36	188.03	189.53	202.53
增长率(YOY)	2.95%	86.32%	-23.79%	-25.99%	23.41%	0.80%	6.66%
毛利率	-12.92%	0.28%	-1.28%	0.34%	17.26%	12.20%	16.32%
销售成本	163.70	269.35	208.50	151.84	155.58	166.40	169.47
增长率(YOY)	6.32%	64.54%	-22.59%	-27.17%	2.46%	6.96%	1.85%
毛利	-18.73	0.76	-2.64	0.52	32.45	23.13	33.06
增长率(YOY)	42.41%	-104.04%	-448.40%	-119.66%	6164.96%	-28.73%	42.92%
占总销售额比重	12.36%	15.04%	10.48%	7.03%	6.86%	6.08%	5.87%
占主营业务利润比重	-16.33%	0.35%	-0.92%	0.12%	5.94%	3.74%	4.73%
其他(百万元)							
销售收入	10.10	49.52	80.45	81.60	94.45	98.35	100.50
增长率(YOY)	—	390.30%	62.46%	1.43%	15.75%	4.13%	2.18%
毛利率	25.73%	-33.88%	15.31%	9.19%	10.90%	11.21%	11.51%
销售成本	7.50	66.30	68.13	74.10	84.15	87.33	88.93
增长率(YOY)	—	783.82%	2.77%	8.76%	13.56%	3.78%	1.83%
毛利	2.60	-16.78	12.32	7.50	10.30	11.02	11.57
增长率(YOY)	—	-745.60%	-173.41%	-39.11%	37.33%	7.00%	4.94%
占总销售额比重	0.86%	2.76%	4.10%	3.76%	3.44%	3.16%	2.91%
占主营业务利润比重	2.27%	-7.71%	4.30%	1.80%	1.89%	1.78%	1.65%
兽用抗生素(百万元)							
销售收入	131.78	264.20	333.38	398.68	470.60	535.00	629.00
增长率(YOY)	-16.15%	100.49%	26.18%	19.59%	18.04%	13.68%	17.57%
毛利率	5.77%	15.80%	15.46%	18.52%	18.52%	18.52%	18.52%
销售成本	124.18	222.46	281.84	324.84	383.44	435.92	512.51
增长率(YOY)	-8.69%	79.15%	26.69%	15.26%	18.04%	13.68%	17.57%
毛利	7.60	41.74	51.54	73.84	87.16	99.08	116.49
增长率(YOY)	-64.08%	448.99%	23.47%	43.26%	18.04%	13.68%	17.57%
占总销售额比重	11.23%	14.71%	16.97%	18.39%	17.16%	17.18%	18.23%
占主营业务利润比重	6.63%	19.19%	17.99%	17.74%	15.96%	16.04%	16.66%
半合成抗生素原料药(百万元)							
销售收入	352.67	365.08	411.73	481.77	777.67	838.17	846.17
增长率(YOY)	34.96%	3.52%	12.78%	17.01%	61.42%	7.78%	0.95%
毛利率	0.28%	-1.28%	0.34%	17.26%	16.32%	16.38%	16.38%
销售成本	351.68	369.75	410.33	398.62	650.74	700.88	707.57
增长率(YOY)	19.19%	5.14%	10.97%	-2.85%	63.25%	7.70%	0.95%
毛利	0.99	-4.67	1.40	83.15	126.93	137.29	138.60
增长率(YOY)	-102.92%	-573.23%	-129.96%	5840.04%	52.64%	8.17%	0.95%
占总销售额比重	30.06%	20.33%	20.96%	22.22%	28.36%	26.91%	24.53%
占主营业务利润比重	0.86%	-2.15%	0.49%	19.97%	23.24%	22.22%	19.82%
销售收入小计	1173.34	1796.11	1964.50	2167.92	2742.29	3114.89	3450.12
销售成本小计	1058.64	1578.59	1677.94	1751.63	2196.23	2497.17	2750.95
毛利	114.70	217.52	286.56	416.29	546.05	617.73	699.17
平均毛利率	9.78%	12.11%	14.59%	19.20%	19.91%	19.83%	20.26%

来源：齐鲁证券研究所

附录 1 历史推荐和目标定价

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-03-25	持有	8.87	9.73 ~ 11.67
2	2011-02-27	持有	8.73	8.12 ~ 9.28
3	2010-09-01	买入	8.90	10.25 ~ 12.30

来源：齐鲁证券研究所

附录 2：财务预测简表

损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	1,789	1,985	2,196	2,742	3,115	3,450
增长率	22.36%	10.9%	10.6%	24.9%	13.6%	10.8%
营业成本	-1,484	-1,661	-1,723	-2,196	-2,497	-2,751
% 销售成本	82.9%	83.6%	78.4%	80.1%	80.2%	79.7%
毛利	306	325	473	546	618	699
% 销售收入	17.1%	16.4%	21.6%	19.9%	19.8%	20.3%
营业税金及附加	-11	-13	-13	-17	-19	-21
% 销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-118	-136	-172	-205	-237	-261
% 销售收入	6.6%	6.8%	7.8%	7.5%	7.6%	7.6%
管理费用	-81	-89	-108	-131	-151	-167
% 销售收入	4.5%	4.5%	4.9%	4.8%	4.8%	4.8%
息税前利润 (EBIT)	96	87	181	193	212	251
% 销售收入	5.4%	4.4%	8.2%	7.0%	6.8%	7.3%
财务费用	-52	-35	-36	-15	3	10
% 销售收入	2.9%	1.8%	1.6%	0.6%	-0.1%	-0.3%
资产减值损失	-21	-26	-23	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	10	9	13	14	14	14
% 税前利润	25.3%	20.6%	9.0%	6.8%	5.7%	4.8%
营业利润	34	35	135	191	228	275
营业利润率	1.9%	1.8%	6.2%	7.0%	7.3%	8.0%
营业外收支	7	11	15	14	14	14
税前利润	41	46	151	205	242	290
利润率	2.3%	2.3%	6.9%	7.5%	7.8%	8.4%
所得税	-2	-5	-17	-23	-27	-32
所得税率	5.8%	11.3%	11.1%	11.2%	11.2%	11.2%
净利润	39	41	134	182	215	257
少数股东损益	4	3	4	10	10	12
归属于母公司的净利润	35	38	130	173	205	245
净利率	2.0%	1.9%	5.9%	6.3%	6.6%	7.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	39	41	134	182	215	257
少数股东损益	0	0	0	10	10	12
非现金支出	177	161	180	164	164	164
非经营收益	38	26	19	-6	-26	-26
营运资金变动	-44	-28	-24	-67	-70	-63
经营活动现金净流	209	199	309	283	293	345
资本开支	75	68	287	-12	3	-2
投资	-64	0	5	0	0	0
其他	6	1	2	14	14	14
投资活动现金净流	-133	-67	-280	26	11	16
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-40	-9	186	-656	0	0
其他	-48	-35	-58	-22	-2	-2
筹资活动现金净流	-88	-45	128	-678	-2	-2
现金净流量	-12	88	156	-368	302	359

来源：齐鲁证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	122	210	389	11	303	650
应收账款	338	392	495	591	680	750
存货	446	362	475	534	607	669
其他流动资产	29	28	129	122	155	164
流动资产	935	993	1,488	1,258	1,745	2,233
% 总资产	37.4%	40.0%	49.2%	47.6%	58.7%	67.5%
长期投资	137	152	154	154	154	154
固定资产	1,363	1,271	1,319	1,162	1,020	873
% 总资产	54.5%	51.3%	43.6%	44.1%	34.3%	26.4%
无形资产	62	58	61	55	50	46
非流动资产	1,566	1,486	1,537	1,374	1,228	1,076
% 总资产	62.6%	60.0%	50.8%	52.2%	41.3%	32.5%
资产总计	2,501	2,478	3,025	2,633	2,973	3,309
短期借款	495	440	663	7	7	7
应付款项	432	394	613	675	795	866
其他流动负债	45	56	40	59	64	71
流动负债	973	890	1,315	741	866	944
长期贷款	21	38	31	31	31	31
其他长期负债	7	2	2	2	2	2
负债	1,001	930	1,348	774	899	978
普通股股东权益	1,480	1,524	1,649	1,821	2,026	2,271
少数股东权益	21	24	28	38	48	60
负债股东权益合计	2,501	2,478	3,025	2,633	2,973	3,309

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益 (元)	0.061	0.065	0.223	0.297	0.353	0.421
每股净资产 (元)	2.545	2.621	2.835	3.132	3.484	3.905
每股经营现金净流 (元)	0.360	0.343	0.531	0.470	0.487	0.571
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	2.38%	2.47%	7.86%	9.48%	10.13%	10.77%
总资产收益率	1.41%	1.52%	4.28%	6.56%	6.90%	7.40%
投入资本收益率	5.13%	4.62%	8.79%	9.89%	11.37%	14.26%
增长率						
营业总收入增长率	22.36%	10.93%	10.63%	24.87%	13.59%	10.76%
EBIT 增长率	28.09%	-9.61%	108.33%	6.73%	9.85%	18.65%
净利润增长率	35.54%	6.74%	244.90%	33.15%	18.92%	19.23%
总资产增长率	-0.30%	-0.92%	22.06%	-12.98%	12.92%	11.30%
资产管理能力						
应收账款周转天数	56.0	48.7	44.1	45.6	45.1	45.3
存货周转天数	98.7	88.8	88.7	88.7	88.7	88.7
应付账款周转天数	67.0	59.6	61.9	61.1	61.3	61.3
固定资产周转天数	277.6	236.2	208.0	158.1	120.5	92.5
偿债能力						
净负债/股东权益	26.28%	17.23%	18.06%	1.35%	-12.87%	-26.30%
EBIT 利息保障倍数	1.9	2.5	5.0	12.5	-84.4	-24.2
资产负债率	40.00%	37.54%	44.58%	29.39%	30.23%	29.55%

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15% 以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机:13641659577
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315187
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308