

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

结构调整和费用增长导致业绩低于预期

报告要点

■ 公司于7月17日发布2011年半年度报告。2011年1-6月，公司实现营业收入8871.42万元，同比降低18.52%；归属于上市公司股东的净利润1958.29万元，同比降低13.36%；基本每股收益0.13元。2010年度利润分配方案获得通过并实施完毕，公司总股本由101,832,736股增至152,749,104股。

■ 药品经销业务萎缩导致营业收入下滑

2011年1-6月，公司实现营业收入8871.42万元，同比降低18.52%；归属于上市公司股东的净利润1958.29万元。由于战略调整，低毛利的药品经销业务大幅萎缩，药品经销收入较上年同期降低99.91%，从而导致营业总收入下滑。公司主营业务结构发生变化，药品生产收入占比达99.95%，同比上升40.87个百分点；药品经销收入占比0.05%，同比下降40.83个百分点。

■ 销售费用阶段性增长，影响业绩体现

占比达99.95%的药品生产业务是公司利润的主要来源。2011年上半年，公司药品生产业务实现营业收入8659.45万元，同比增长34.72%；实现利润总额2321.08万元，同比下降11.30%。主要是由于公司的销售规模不断扩大，营销网络的建设费用增大，导致销售费用阶段性增长而影响了利润。

■ 对比剂收入加速持续，出口业务取得零的突破

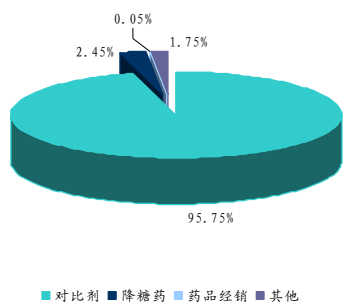
2011年上半年，对比剂实现收入8295.60万元，同比增长35.01%，呈现加速增长的态势。毛利率75.47%，同比微降。同时，公司实现了69.52万元人民币的对比剂出口，达成了海外业务零突破。降压药瑞格列奈和对比剂碘克沙醇均已完成各种资料申报，等待核发生产批件。

■ 下调公司盈利预测，预计2011-2012年EPS分别为0.30元、0.42元

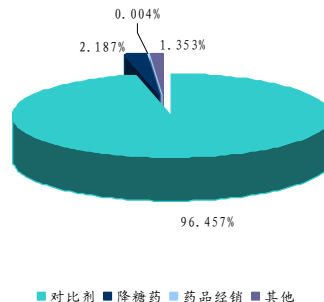
由于药品经销业务的剥离，我们下调公司盈利预测。预计公司2011-2012年EPS分别为0.30元、0.42元。考虑到公司是对比剂细分领域的领先者，对比剂收入加速持续；九味镇心颗粒已进入北京等地方医保，市场开拓可能超预期，继续维持“推荐”评级。

药品经销业务萎缩导致营业收入下滑

2011年1-6月，公司实现营业收入8871.42万元，同比降低18.52%；归属于上市公司股东的净利润1958.29万元。由于战略调整，低毛利的药品经销业务大幅萎缩，药品经销收入较上年同期降低99.91%，从而导致营业总收入下滑。公司主营业务结构发生变化，药品生产收入占比达99.95%，同比上升40.87个百分点；药品经销收入占比0.05%，同比下降40.83个百分点。

图 1：2011H1 公司收入构成


资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2：2011H1 年公司毛利构成


资料来源：公司公告，长江证券研究部

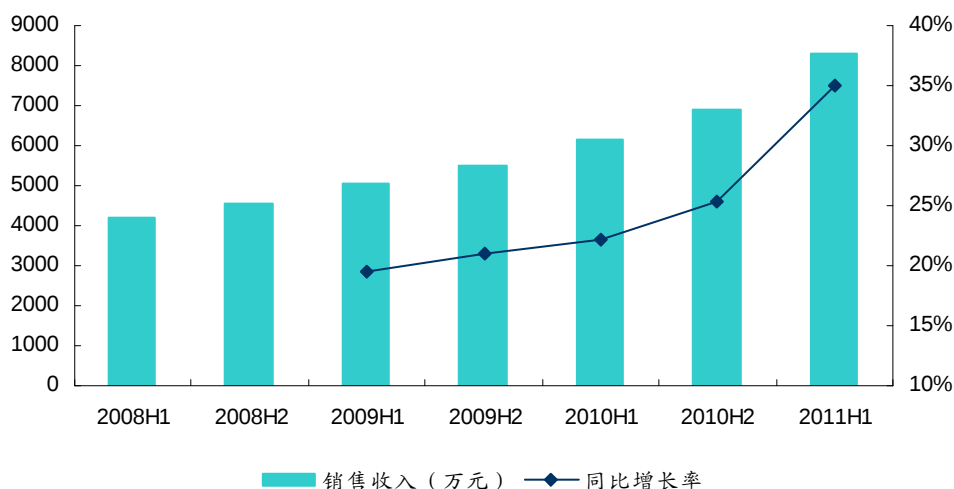
销售费用阶段性增长，影响业绩体现

占比达 99.95% 的药品生产业务是公司利润的主要来源。2011 年上半年，公司药品生产业务实现营业收入 8659.45 万元，同比增长 34.72%；实现利润总额 2321.08 万元，同比下降 11.30%。

公司实行了销售、商务分离的专业化营销模式，销售规模不断扩大，营销网络的建设费用增大，导致销售费用同比增长 97.93%，达到 3667.03 万元，在很大程度上影响了利润。但这种影响只是暂时性的，随着营销网络的趋于完善，公司有望迎来业务量的增加以及销售费用的减少，从而带来药品生产业务利润总额的提升。

对比剂收入加速持续，出口业务取得零的突破

2011 年上半年，对比剂实现收入 8295.60 万元，同比增长 35.01%，呈现加速增长的态势。毛利率 75.47%，同比微降。同时，公司实现了 69.52 万元人民币的对比剂出口，达成了海外业务零突破。作为对比剂专业领域中品种最多、最全的专业企业，随着 CT 等影像设备在县级医院的配备，增强扫描使用率的提高，公司的对比剂领域有望迎来加速增长的黄金时期。

图 3：2008H1-2011H1 对比剂收入增速加快


资料来源：公司公告，长江证券研究部

降压药瑞格列奈和对比剂碘克沙醇均已完成各种资料申报，等待核发生产批件；碘帕醇项目已经完成申报生产所需的

各项工作，全套申报材料上报国家药审中心候审；钆贝葡胺项目基本完成申报前研究工作。后续产品线比较丰富，未来增长值得期待。

下调盈利预测，预计 2011-2012 年 EPS 分别为 0.30 元、0.42 元

由于药品经销业务的剥离，我们下调公司盈利预测，预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.30 元、0.42 元。考虑到公司是对比剂细分领域的领先者，对比剂收入加速持续；九味镇心颗粒已进入北京等地方医保，市场开拓可能超预期，继续维持“推荐”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	182	188	268	353	货币资金	311	382	443	548
营业成本	75	49	71	91	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	107	139	197	262	应收账款	47	37	53	69
% 营业收入	58.6%	74.0%	73.7%	74.2%	存货	22	8	12	15
营业税金及附加	2	2	2	3	预付账款	1	1	2	3
% 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	45	66	94	124	流动资产合计	383	430	512	639
% 营业收入	24.8%	35.0%	35.0%	35.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	16	17	24	32	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	长期股权投资	3	3	3	3
财务费用	-5	-1	-1	-2	投资性房地产	22	22	22	22
% 营业收入	-2.9%	-0.7%	-0.6%	-0.5%	固定资产合计	35	44	50	41
资产减值损失	1	0	0	0	无形资产	4	3	3	3
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	0	0	0	0
营业利润	48	56	79	106	其他非流动资产	28	28	28	28
% 营业收入	26.2%	29.9%	29.4%	29.9%	资产总计	475	531	618	736
营业外收支	2	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	50	56	79	106	应付款项	2	5	7	10
% 营业收入	27.4%	29.9%	29.4%	29.9%	预收账款	1	0	1	1
所得税费用	7	8	11	15	应付职工薪酬	1	0	0	0
净利润	43	48	67	90	应交税费	3	1	2	2
归属于母公司所有者					其他流动负债	1	8	11	15
的净利润	42.8	46.2	64.7	86.7	流动负债合计	7	14	21	27
少数股东损益	0	2	3	4	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.28	0.30	0.42	0.57	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	0	0	0	0
经营活动现金流净额	38	86	63	86	负债合计	7	14	21	27
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	468	507	562	636
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	0	2	5	8
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	468	509	567	644
固定资产投资	-52	-18	-17	-4	负债及股东权益	475	523	587	671
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-52	-18	-17	-4		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.280	0.303	0.423	0.568
股权融资	0	0	0	0	BVPS	4.59	4.98	5.52	6.24
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0	PE	42.60	39.43	28.18	21.01
筹资成本	9	-6	-8	-11	PEG	1.60	1.48	1.06	0.79
其他	-18	0	0	0	PB	2.60	2.40	2.16	1.91
筹资活动现金流净额	-9	-6	-8	-11	EV/EBITDA	31.99	22.45	15.59	10.92
现金净流量	-23	63	38	71	ROE	9.1%	9.1%	11.5%	13.6%

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，从事医药生物行业研究。

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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。