

主业继续保持高速增长

事件

上海凯宝公布 2011 年半年报，今年 1—6 月份公司实现营业收入 3.95 亿元、比去年同期增长 67.60%，营业利润为 0.87 亿元、比去年同期增长 89.4%，利润总额为 1.00 亿元、比去年同期增长 59.2%，归属于上市公司股东的净利润为 0.85 亿元、比去年同期增长 60.0%，扣非的归属于上市公司股东的净利润为 0.72 亿元、比去年同期增长 85.6%，摊薄后每股收益 0.32 元。

研究结论

- **公司 1—6 月份销售收入继续保持较快增长。**2011 年 1—6 月份实现销售收入 3.95 亿元，我们测算上半年实现痰热清注射液销量在 1600—1700 万支，其中在华中、华北地区的新增市场开拓效果较为明显，销售额分别同比增长近 100%。
- **毛利率稳定、期间费用率略有下降。**公司 2011 年 1—6 月份综合毛利率为 82.4%，与去年同期基本持平。1—6 月份管理费用率为 7.7%，同比下降 0.1 个百分点，销售费用率为 53.7%，同比下降 0.7 个百分点，上半年在加大对目标医院开发力度的背景下，销售费用率仍能够降低，体现出公司较强的预算管理能力和。
- **募投项目后续生产线有望四季度投产。**公司募投项目后续生产线建设计划四季度投产使用，这将成为新版 GMP 标准实施后第一批通过国家 GMP 认证的企业。目前公司募投项目只有一条生产线在正常生产，贡献产能预计在 3000 万只左右，另一条生产线如果四季度投产使用后，将完全实现 4500 万只痰热清注射液的产能规划，也为未来的业绩增长提供了额外动力。
- **新产品规划在稳步推进。**痰热清的外延式产品研发进展顺利，5ml 痰热清注射液和痰热清胶囊生产注册批件的补充申请已经上报国家药监局，目前在审批阶段；痰热清口服液已进入三期临床研究，未来有望拓展公司的成长空间。
- **投资建议：**我们维持原有盈利预测，按最新股本计算，预计 2011 年公司受益于净利润率水平的上升和产能的释放，预计全年实现每股收益 0.76 元，2012 年、2013 年每股收益分别为 0.96 元、1.22 元，维持公司买入的投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

李淑花

医药行业首席分析师

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

联系人

田加强

8621-63325888 × 6087

tianjiaqiang@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 7 月 21 日) 26.31 元

目标价格 32.00 元

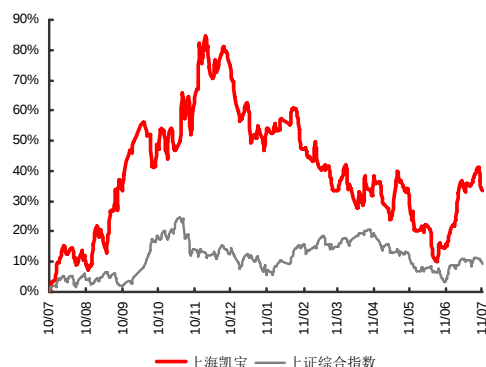
总股本/A 股 (万股) 26304/26304

国家/地区 中国

行业 医药

报告发布日期 2011 年 7 月 22 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测		单位：百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	603	875	1094	1367	
同比(%)	31%	45%	25%	25%	
归属母公司净利润	124	199	252	321	
同比(%)	80%	61%	26%	28%	
毛利率(%)	82.2%	82.7%	82.8%	82.9%	
ROE(%)	10.0%	13.7%	14.8%	16.1%	
每股收益(元)	0.47	0.76	0.96	1.22	
P/E (倍)	55.95	34.72	27.47	21.53	
P/B (倍)	5.59	4.76	4.06	3.46	

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表：上海凯宝报表分析

百万元	累计数据比较						单季数据比较					
	1Q2010	1-2Q2010	1-3Q2010	1-4Q2010	1Q2011	1-2Q2011	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2
营业收入	108.8	235.6	407.9	603.4	186.4	394.8	108.8	126.8	172.3	195.5	186.4	208.4
同比增长率	4.2%	8.2%	20.1%	31.5%	71.4%	67.6%	4.2%	11.9%	41.4%	63.9%	71.4%	64.3%
营业总成本	90.0	189.7	310.2	474.2	147.1	309.8	90.0	99.7	120.5	164.0	147.1	162.7
营业成本	20.0	41.4	72.0	107.5	32.4	69.6	20.0	21.4	30.6	35.5	32.4	37.2
成本率	18.4%	17.6%	17.7%	17.8%	17.4%	17.6%	18.4%	16.9%	17.7%	18.2%	17.4%	17.9%
主营业务利润	88.0	192.6	333.3	491.9	152.0	321.3	88.0	104.6	140.7	158.7	152.0	169.3
毛利率	81.6%	82.4%	82.3%	82.2%	82.6%	82.4%	81.6%	83.1%	82.3%	81.8%	82.6%	82.1%
同比增长率	5.8%	9.5%	20.3%	30.3%	72.7%	66.8%	5.8%	12.9%	38.9%	58.1%	72.7%	61.8%
营业税金及附加	0.8	1.5	2.6	4.0	2.1	4.0	0.8	0.8	1.1	1.3	2.1	1.9
销售费用	61.0	128.1	209.3	320.5	101.9	212.0	61.0	67.0	81.3	111.1	101.9	110.1
营业费用率	56.1%	54.4%	51.3%	53.1%	54.7%	53.7%	56.1%	52.9%	47.2%	56.8%	54.7%	52.8%
管理费用	8.1	18.5	31.3	54.3	13.0	30.4	8.1	10.4	12.8	23.0	13.0	17.4
管理费用率	7.5%	7.8%	7.7%	9.0%	7.0%	7.7%	7.5%	8.2%	7.4%	11.8%	7.0%	8.4%
财务费用	-0.1	-0.6	-7.9	-15.6	-3.9	-8.0	-0.1	-0.5	-7.4	-7.7	-3.9	-4.1
期间费用率	63.5%	62.0%	57.1%	59.5%	59.5%	59.4%	63.5%	60.7%	50.3%	64.7%	59.5%	59.2%
资产减值损失	0.2	0.7	2.9	3.6	1.7	1.9	0.2	0.6	2.1	0.7	1.7	0.2
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	1.9	1.9	0.0	0.0	0.0	0.0	1.9	0.0
其中：对联营企业和合营企业的投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	18.8	45.9	97.7	129.2	41.3	86.9	18.8	27.1	51.8	31.6	41.3	45.7
营业利润率	17.3%	19.5%	24.0%	21.4%	22.1%	22.0%	17.3%	21.4%	30.1%	16.1%	22.1%	21.9%
同比增长率	27.7%	28.2%	70.0%	96.7%	119.7%	89.4%	27.7%	28.6%	139.1%	282.0%	119.7%	68.4%
加：营业外收入	0.2	16.9	17.3	18.2	0.7	13.0	0.2	16.7	0.4	1.0	0.7	12.3
减：营业外支出	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0
利润总额	19.0	62.8	115.0	147.3	42.0	100.0	19.0	43.8	52.2	32.4	42.0	58.0
税前利润率	17.4%	26.7%	28.2%	24.4%	22.5%	25.3%	17.4%	34.5%	30.3%	16.5%	22.5%	27.8%
同比增长率	29.0%	75.4%	100.0%	83.6%	121.3%	59.2%	29.0%	107.8%	140.6%	42.1%	121.3%	32.3%
减：所得税	2.9	9.8	16.3	23.6	5.9	15.2	2.9	6.9	6.5	7.3	5.9	9.3
有效税率	2.6%	4.2%	4.0%	3.9%	3.2%	3.8%	15.1%	15.8%	12.5%	22.5%	14.0%	16.0%
净利润	16.1	53.0	98.6	123.7	36.1	84.8	16.1	36.9	45.7	25.1	36.1	48.7
减：少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	16.1	53.0	98.6	123.7	36.1	84.8	16.1	36.9	45.7	25.1	36.1	48.7
净利润率	14.8%	22.5%	24.2%	20.5%	19.4%	21.5%	14.8%	29.1%	26.5%	12.8%	19.4%	23.4%
同比增长率	30.8%	78.4%	97.4%	80.1%	124.1%	60.0%	30.8%	112.0%	125.3%	34.1%	124.1%	32.0%
每股收益(元)	0.061	0.201	0.375	0.470	0.137	0.322	0.061	0.140	0.174	0.095	0.137	0.185

资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1153	1258	1479	1782	营业收入	603	875	1094	1367
现金	833	847	961	1128	营业成本	108	151	188	234
应收账款	146	193	241	306	营业税金及附加	4	6	7	9
其它应收款	3	13	16	20	营业费用	320	455	563	697
预付账款	55	62	81	102	管理费用	54	70	82	96
存货	59	74	93	118	财务费用	-16	-26	-28	-32
其他	57	70	87	109	资产减值损失	4	0	0	0
非流动资产	218	296	340	351	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	173	230	253	266	营业利润	129	219	281	364
无形资产	27	47	67	66	营业外收入	18	18	18	18
其他	17	19	20	18	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	1370	1554	1819	2133	利润总额	147	236	298	381
流动负债	119	106	119	138	所得税	24	36	46	59
短期借款	0	0	0	0	净利润	124	199	252	321
应付账款	32	30	41	53	少数股东损益	0	0	0	0
其他	86	76	79	85	归属于母公司净利润	124	199	252	321
非流动负债	15	0	0	0	EBITDA	126	206	272	354
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	0.47	0.76	0.96	1.22
其他	15	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	133	106	119	138	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	175	263	263	263	营业收入	31.5%	45.0%	25.0%	25.0%
资本公积	893	893	893	893	营业利润	96.7%	69.3%	28.5%	29.4%
留存收益	169	298	550	845	归属于母公司净利润	80.1%	61.1%	26.4%	27.6%
归属母公司股东权益合计	1237	1454	1706	2001	获利能力				
负债和股东权益	1370	1560	1825	2139	毛利率	82.2%	82.7%	82.8%	82.9%
现金流量表					净利率	20.5%	22.8%	23.0%	23.5%
单位:百万元					ROE	10.0%	13.7%	14.8%	16.1%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	27.6%	32.1%	34.3%	38.3%
经营活动现金流	20	63	150	195	偿债能力				
净利润	124	199	252	321	资产负债率	9.7%	6.8%	6.5%	6.5%
折旧摊销	13	13	19	23	净负债比率				
财务费用	-16	-26	-28	-32	流动比率	9.72	11.88	12.38	12.91
投资损失	0	0	0	0	速动比率	9.22	11.18	11.60	12.06
营运资金变动	-120	-116	-96	-121	营运能力				
其它	19	-8	3	4	总资产周转率	0.44	0.60	0.65	0.69
投资活动现金流	-51	-93	-64	-34	应收账款周转率	5	5	5	5
资本支出	51	72	43	33	应付账款周转率	5.32	4.84	5.27	4.99
长期投资	0	0	0	0	每股指标（元）				
其他	0	-21	-21	-1	每股收益	0.47	0.76	0.96	1.22
筹资活动现金流	-150	44	28	6	每股经营现金流	0.08	0.24	0.57	0.74
短期借款	-119	0	0	0	每股净资产	4.70	5.53	6.48	7.61
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	66	88	0	0	P/E	55.95	34.72	27.47	21.53
资本公积增加	-66	0	0	0	P/B	5.59	4.76	4.06	3.46
其他	-31	-44	28	6	EV/EBITDA	30	18	14	11
现金净增加额	-181	14	114	167					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn