



收购 ES 公司净利润率提高

买入维持

投资要点:

- 药品方面主要看虫草菌丝体替代虫草进程, 仍需等待
- 仪器方面, 并表后净利润率将大幅提高。

报告摘要:

- 药品方面主要看虫草菌丝体替代虫草进程, 仍需等待。公司主导产品复方鳖甲软肝片已进入成熟期, 收入增速在 10% 左右。由于虫草及鳖甲等中药材不断涨价, 成本压力不断增大, 未来主要看虫草菌丝体替代虫草的进程。目前动物临床试验已结束, 进入人体临床试验, 预计试验结束并拿到批文还需要两年时间。如试验成功, 虫草成本将从目前 13000 元/Kg 降低至 200 元/Kg, 公司设想将人工虫草软肝片和天然虫草软肝片分别定位于低端和高端产品, 低端的放入医保目录, 而高端的推出目录提高价格作为奢侈品进行销售。
- 仪器方面, 并表后净利润率将大幅提高。公司 7 月收购 ES 公司 100% 股权, 将于 7 月后并表。Fibroscan 仪器的成本将从 40 万元/台降低至 10 万元/台, 净利润率大幅提高。每一台 Fibroscan 需由省级三甲医院牵头, 经省级价格主管部门批准, 因此开拓新省时间较长, 而一旦一个省审批后, 增长即会加速, 目前有 11 个省获批。
- 盈利预测与估值。预计 2011-2012 年鳖甲软肝片增速在 10%, 整个药品贡献净利润分别为 4400 万元和 4800 万元。销售加合作的设备数量预计 2011 年为 40 台, 由于 7 月份以后进行并表, 假设上半年 15 台, 下半年 25 台, 则国内销售的仪器今年贡献净利润约为 1250 万元。加下半年 ES 公司在其他国家的销售约净利润 740 万元, 则仪器 2011 年共将贡献净利润 1990 万元。2012 年假设销售 60 台, 预计贡献净利润 3700 万元。则 2011-2012 年 EPS 分别为 0.51 元和 0.68 元, 对应 PE 为 31X、23X。低于中成药行业平均水平, 维持“买入”评级。
- 说明: 由于财务报表涉及并表后的预测, 因此没有附上财务报表, 仅对收入和利润进行了分拆估算。

单位: 百万元	2010	2011E	2012E
主营业务收入	210	300	352
增长率	17%	43%	17%
归属母净利润	47	64	85
增长率	36%	36%	33%
EPS (摊薄、元)	0.49	0.51	0.68
P/E	33	31	23

医药研究组

分析师:

孙伟娜 (S1180511010011)

电话: 010-88085269

Email: sunweina@hysec.com

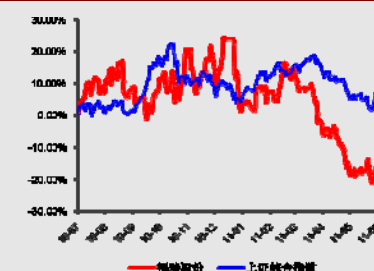
联系人:

吴洋

电话: 010-88085967

Email: wuyang@hysec.com

市场表现



主要指标

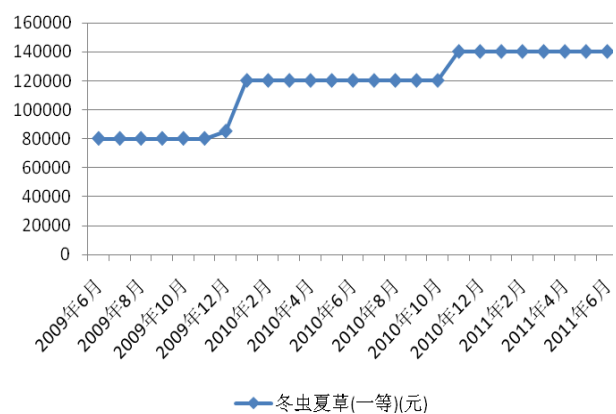
收盘价	16.08
一年内最高/最低	36.49/14.08
总股本 (百万股)	12506
流通 A 股(百万股)	53052

数据来源: Wind

相关研究

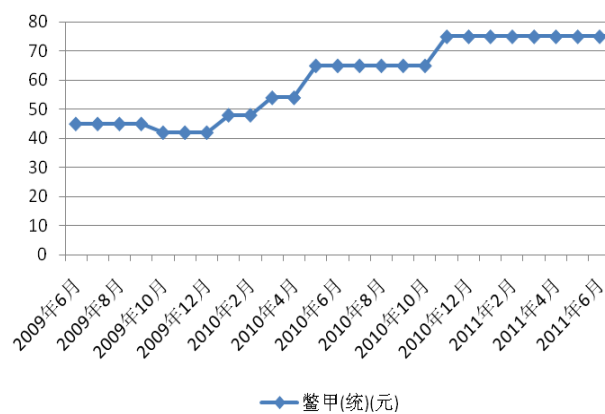
2011 年下半年投资策略报告: 行业风险犹在, 个股分化加剧 2011.6

图 1：一等冬虫夏草价格走势



资料来源：中药价格信息网

图 2：鳖甲价格走势



资料来源：中药价格信息网

分析师简介:

孙伟娜：宏源证券研究所医药行业研究员，清华大学工学博士，2008 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司：贵州百灵、汉森制药、天士力、同仁堂、福瑞股份、天方药业、亚宝药业、精华制药、九州通、红日药业等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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。