

业绩增长缓步恢复

事件

公司周末发布中报，实现销售收入报告期内公司实现营业总收入 816,281,867.27 元，增长 29.42%。归属于公司普通股股东的净利润 92,193,275.6 元，比上年同期增加 12,876,429.13 元，增长 16.23%。每股收益 0.26 元。公司同时公布限制性股票激励方案，向激励对象以 10 元的价格定向增发 1000 万股，行权条件 2011-2013 年净利润复合增长不低于 18.7%。

研究结论：

销售稳步恢复 下半年增速望加快。公司 2011 年中报的增长较我们中报前瞻中低，但其环比改善势头仍然体现，二季度单季度公司利润 6483 万元，单季度同比增长了 21%，增速已有提高。且收入增长维持强势，公司销售收入同比增长 29%，延续了一季度的 30% 左右的快速增长态势；处方药和 OTC 同比增长 31.28% 和 44.91%，综合毛利率提升 9 个百分点，经营性现金流 1.43 亿，同比增长近 100%，显示营销改革的确显现成效，实际经营情况可能更好。但销售费用率偏高是导致公司利润增速不及收入的主要原因，虽然较一季度有所恢复，但二季度单季度 57% 的销售费用率仍属异常，预计下半年会逐渐回落。在销售费用逐渐恢复和去年同期非经常性减值计提的影响下，我们预计下半年公司利润增速仍会回升。

激励利于公司长期发展。公司股权激励方案对象为高管及核心技术人员共 132 人，激励范围较广，其中包含了营销系统 83 人，涵盖主要营销片区负责人。考虑到公司的核心在于销售，此次股权激励有助于保证公司团队的稳定性。从激励行权条件来看，方案基数似以求稳为主，2011-2013 年保底利润（含期权费用）为 2.34 亿元、2.72 亿元和 3.16 亿元，三年复合增长 18.69%；该保底基数可能低于市场的预期，根据公司的实际经营情况判断，我们预期公司业绩达到激励基数以上具有较高的保障。

盈利预测：

鉴于公司销售费用率正在缓步回落，而授予日尚未确定，可能影响公司期权费用的判断，我们维持公司 2011 到 2012 年 0.70、0.95 元的业绩预测。我们认为公司的实际的营销改善在二季度得到进一步验证，但销售费用率仍有待正常化；前一交易日股价的大幅下挫可能在较大程度上消化了目前的情况，目前股价对应股权激励的保底要求是 2011 年 28 倍，2012 年 24 倍，安全边际足够，下跌空间可能有限；但估计考虑股权激励等博弈因素，预期未来的增长也将是稳定为主，获得稳定的收益。维持公司买入的投资评级。

风险因素：公司治理，洛铂推广低于预期，药品大幅降价风险。



东方证券
ORIENT SECURITIES

庄琰

医药行业分析师

8621-63325888 × 6069

zhuangyan@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210030004

李淑花

医药行业首席分析师

8621-63325888 × 6088

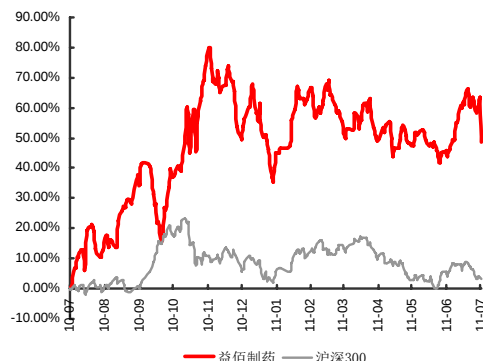
lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **(维持)**

股价 (2011 年 7 月 29 日)	18.76 元
目标价格	26.00 元
总股本/A 股 (亿股)	3.53
A 股市值 (亿元)	66
国家/地区	中国
行业	医药
报告发布日期	2011 年 8 月 1 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	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	1307	1467	1859	2241
同比 (%)	13%	12%	27%	21%
净利润	122	196	247	335
同比 (%)	24%	61%	26%	36%
毛利率 (%)	72.3%	77.1%	81.9%	82.0%
ROE (%)	17.4%	22.5%	22.2%	24.1%
每股收益 (元)	0.52	0.55	0.70	0.95
P/E (倍)	36.22	33.84	26.77	19.75
P/B (倍)	6.21	7.55	5.88	4.72

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。

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	2009	2010	2011E	2012E	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
流动资产	803	1065	1330	1666	营业收入	1307	1467	1859	2241
现金	189	190	298	469	营业成本	362	335	337	403
应收账款	113	103	130	157	营业税金及附加	16	19	24	28
其它应收款	97	202	242	291	营业费用	634	708	1043	1208
预付账款	59	101	94	113	管理费用	119	127	149	179
存货	100	99	101	121	财务费用	16	18	16	15
其他	246	371	465	515	资产减值损失	11	51	8	9
非流动资产	479	500	504	525	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	-14	10	-1	0
固定资产	249	256	262	276	营业利润	135	219	282	398
无形资产	105	122	122	122	营业外收入	10	12	13	1
其他	126	122	121	127	营业外支出	0	20	1	1
资产总计	1282	1565	1834	2190	利润总额	145	211	294	398
流动负债	541	667	707	757	所得税	21	14	44	60
短期借款	230	250	250	250	净利润	124	197	250	338
应付账款	65	48	47	56	少数股东损益	2	1	2	3
其他	246	369	410	451	归属于母公司净利润	122	196	247	335
非流动负债	30	22	1	31	EBITDA	162	280	310	428
长期借款	30	21	1	31	EPS (元)	0.52	0.55	0.70	0.95
其他	0	1	0	0					
负债合计	571	689	708	788					
少数股东权益	10	10	12	16					
股本	235	353	353	353					
资本公积	84	14	14	14					
留存收益	308	402	624	864					
归属母公司股东权	701	866	1113	1387					
负债和股东权益	1282	1565	1834	2190					
现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元									
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
经营活动现金流	104	116	207	268	成长能力				
净利润	124	197	250	338	营业收入	13.3%	12.2%	26.7%	20.6%
折旧摊销	33	26	28	30	营业利润	15.8%	62.3%	28.4%	41.3%
财务费用	16	16	16	15	净利润	24.1%	60.5%	26.4%	35.6%
公允价值变动损益	0	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-101	-185	-87	-116	毛利率	72.3%	77.1%	81.9%	82.0%
其它	32	61	0	0	净利率	9.5%	13.4%	13.4%	15.1%
投资活动现金流	-3	-78	-33	-50	ROE	17.4%	22.5%	22.2%	24.1%
资本支出	45	50	-50	-50	ROA	9.6%	12.6%	13.6%	15.5%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他	-47	-128	17	0	资产负债率	44.6%	44.0%	38.6%	36.0%
筹资活动现金流	36	-71	-66	-47	净负债比率				
短期借款	1	2	-30	0	流动比率	1.48	1.60	1.88	2.20
长期借款	0	0	-20	30	速动比率	1.30	1.45	1.74	2.04
普通股增加	0	118	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	-71	0	0	总资产周转率	1.02	0.94	1.01	1.02
其他	35	-120	-16	-77	应收账款周转率	11.60	14.32	14.32	14.32
现金净增加额	137	-34	108	171	应付账款周转率	5.58	6.94	7.14	7.14
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.52	0.55	0.70	0.95
					每股经营现金流	0.44	0.33	0.59	0.76
					每股净资产	3.02	2.48	3.19	3.98
					估值比率				
					P/E	36.22	33.84	26.77	19.75
					P/B	6.21	7.55	5.88	4.72

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

分析师声明

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