

中药增长缓步恢复 成本上涨压低业绩

研究结论

公司公布中报：2011 年上半年实现主营业务收入 1.43 亿元，同比增长 14.90%；实现营业利润 2600 万元，同比增长 12%，实现净利润 3585 万元，同比增长 88.4%；每股收益 0.36 元。同时预计 1-9 月份公司净利润增长 50%-70%。

我们的分析：

政府补贴与中药销售改善带动业绩大幅增长。公司在上半年业绩的大幅增长仍主要来自于第一季度江苏如东经济开发区管委会奖励补贴资金 1640 万的营业外收入，占上半年利润总额的 39%；扣除非经常性损益后公司利润增长 14.34%，主要来自于中药销售的恢复。在去年四季度公司开始加大营销变革后，公司中药销售重拾增长，上半年中药制剂销售同比增长 18.62%，呈缓步恢复的态势，但恢复速度比我们预期略低；原料药方面受到产能的局限，今年销售收入略有减少，基本符合我们预期。

成本高企影响业绩，三项费用控制得当。公司上半年利润增长低于收入增长，其很大程度上是受到了高企的成本影响；其中中药制剂业务成本上涨 39.66%，毛利率同比下滑 4.61 个百分点，是降低盈利水平的主要原因。公司上半年费用控制良好，销售费用和管理费用分别仅上涨 3.73%和 8.4%，部分抵消了公司原材料价格上涨带来的成本影响

尝试进入中药衍生品领域，销售能力仍有瓶颈。为了实现十二五销售收入与净利润均以 30%左右增长的目标，公司已经开始尝试外延式的扩张，向上下游拓展产业链。上半年公司通过兼并重组在亳州建设了中药材加工基地；此次公司又公告收购并设立季德胜蛇药片衍生产品公司，尝试利用季德胜蛇药片的绝密品种优势进军药妆消毒领域，培育新增长点。我们认为公司具有做大做强动力，但目前来看，销售瓶颈依然是制约公司快速发展的重要因素，公司主要产品王氏保赤丸、金荞麦片和大柴胡颗粒等几大中药产品均有良好的市场空间；但销售改变是逐渐的过程，需要继续观察未来几个季度的销售增长情况。

盈利预测：我们分析认为，公司拥有良好的产品线，但销售能力能否获得突破仍将决定公司的投资价值。根据中报情况，我们略微调整公司 2011 年-2012 年业绩预测至 0.67 元（原 0.69 元），0.71 元/股（原 0.73 元），维持公司增持的投资评级。

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申明。



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 8 月 15 日) 25.58 元

目标价格 30.00 元

总股本/A 股 (亿股) 1

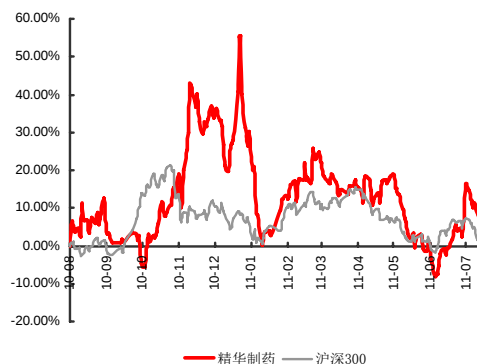
A 股市值 (亿元) 26

国家/地区 中国

行业 医药

报告发布日期 2011 年 8 月 16 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	259	274	325	395	
同比(%)	10%	6%	18%	22%	
净利润	33	43	67	71	
同比(%)	25%	30%	58%	5%	
毛利率(%)	48.6%	51.4%	50.4%	54.6%	
ROE(%)	23.9%	7.8%	11.2%	10.7%	
每股收益(元)	0.55	0.53	0.67	0.71	
P/E (倍)	46.79	47.99	37.93	36.16	
P/B (倍)	11.19	3.76	4.24	3.87	

相关报告

政府补贴增厚业绩 中药增长缓步恢复	时间
2011-4-16	
公司营销改革进展值得关注	2011-1-18

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	124	513	495	497	营业收入	259	274	325	395
现金	57	402	392	387	营业成本	133	133	161	179
应收账款	31	32	38	46	营业税金及附加	3	3	3	4
其它应收款	1	0	1	2	营业费用	50	51	58	75
预付账款	2	28	16	9	管理费用	33	37	41	54
存货	33	51	48	54	财务费用	1	0	-1	-1
其他	0	0	0	0	资产减值损失	-0	1	1	1
非流动资产	96	98	175	237	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	80	78	156	191	营业利润	40	49	62	83
无形资产	10	10	10	10	营业外收入	0	2	18	1
其他	6	11	10	36	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	220	611	670	734	利润总额	39	50	79	83
流动负债	80	58	60	66	所得税	6	8	12	12
短期借款	25	0	0	0	净利润	33	43	67	71
应付账款	28	30	32	36	少数股东损益	0	0	0	0
其他	26	29	28	30	归属于母公司净利润	33	43	67	71
非流动负债	4	9	6	7	EBITDA	49	58	74	101
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.55	0.53	0.67	0.71
其他	4	9	6	7					
负债合计	83	67	66	73	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
股本	60	80	100	100	成长能力				
资本公积	23	375	355	355	营业收入	10.4%	5.8%	18.5%	21.6%
留存收益	45	76	128	179	营业利润	25.1%	23.8%	27.4%	33.5%
归属母公司股东权	137	544	604	661	净利润	25.4%	30.0%	58.2%	4.9%
负债和股东权益	220	611	670	734	获利能力				
					毛利率	48.6%	51.4%	50.4%	54.6%
现金流量表					净利率	12.6%	15.5%	20.8%	17.9%
单位:百万元					ROE	23.9%	7.8%	11.2%	10.7%
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	ROA	14.9%	7.0%	10.1%	9.6%
经营活动现金流	58	41	88	86	偿债能力				
净利润	33	43	67	71	资产负债率	37.8%	11.0%	9.9%	9.9%
折旧摊销	10	9	12	18	净负债比率				
财务费用	1	0	-1	-1	流动比率	1.56	8.78	8.20	7.57
公允价值变动损益	0	0	0	0	速动比率	1.14	7.92	7.40	6.75
营运资金变动	14	-40	10	-1	营运能力				
其它	-0	29	0	0	总资产周转率	1.18	0.45	0.48	0.54
投资活动现金流	-4	-36	-89	-79	应收账款周转率	-	-	-	-
资本支出	4	36	-89	-79	应付账款周转率	4.72	4.50	5.00	5.00
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	-9	-72	0	0	每股收益	0.55	0.53	0.67	0.71
筹资活动现金流	-21	339	-9	-11	每股经营现金流	0.95	0.14	0.88	0.86
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	2.29	6.81	6.04	6.61
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	20	20	0	P/E	46.79	47.99	37.93	36.16
资本公积增加	0	352	-20	0	P/B	11.19	3.76	4.24	3.87
其他	-21	-33	-9	-11					
现金净增加额	32	344	-10	-4					

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