

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

期间费用率下降，业绩较快增长

报告要点

■ 公司于8月18日发布2011年半年度报告。2011年1-6月，公司实现营业总收入77582.74万元，同比增长21.92%；归属于上市公司股东的净利润5739.82万元，同比增长35.68%；基本每股收益0.245元。同比增长35.67%。

■ 医药商业增长较快，工业驱动利润增长

2011年1-6月，公司实现营业收入77582.74万元，同比增长21.92%；归属于上市公司股东的净利润5739.82万元，同比增长35.68%。商业收入同比增长24.19%，毛利率7.59%，同比提高1.07个百分点；医药制造业收入同比增长19.67%，毛利率72.14%，同比降低2.27个百分点。

■ 期间费用率下降，净利润快速增长

2011年1-6月，公司实现营业收入77582.74万元，同比增长21.92%；归属于上市公司股东的净利润5739.82万元，同比增长35.68%。净利润增速高于营业收入，主要是因为报告期内期间费用率的下降。其中，管理费用率从上年同期的5.8%下降至4.7%；销售费用率从上年同期23.37%下降至21.77%。公司经营状况良好，规模效应逐渐体现，盈利能力有所提高。

■ 聚焦精麻领域，后续产品丰富

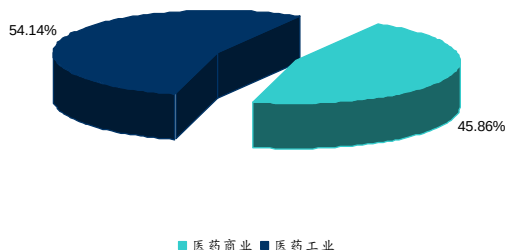
2011年上半年，医药制造业实现收入35399.25万元，同比增长19.67%。其中精神类药物收入占比为44.06%，麻醉类药物收入占比为35.41%。麻醉类制剂收入1.56亿元，同比增长13.33%；精神类收入1.25亿元，同比增长16.01%；神经类收入1719.38万元，同比增长16.76%。右美托咪定已通过现场检查、创新药盐酸埃他卡林进入最后审评阶段，均有望年内获批；预计在研的芬太尼、异丙酚未来将获批。

■ 预计2011-2012年EPS分别为0.46、0.61元，维持“推荐”评级

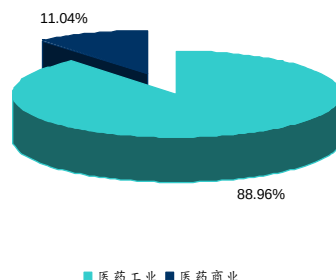
公司是精神麻醉类龙头企业，A股精神麻醉类领域稀缺的投资标的，具有较好的成长性。公司产品梯队丰富，若成功上市销售将大大拓展增长空间。新药获批将有助于进一步提升估值，业绩有超预期的可能。预计2011-2012年EPS分别为0.46元、0.61元，维持“推荐”评级。

商业业务增长较快速，制造业贡献利润

2011年1-6月，公司实现营业收入77582.74万元，同比增长21.92%；归属于上市公司股东的净利润5739.82万元，同比增长35.68%。公司业务分为工商两块，商业收入同比增长24.19%，带动总收入的增长。制造业方面，虽然仅同比增长19.67%，低于整体增速，但72.14%的高毛利率依旧使其贡献了公司90%以上的毛利。医药工业仍然是公司利润的主要增长点。

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

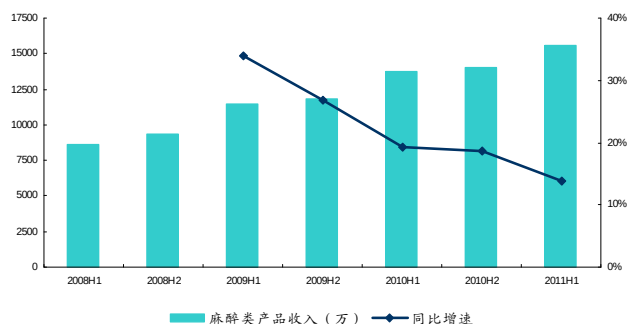
期间费用率下降，净利润较快增长

2011 年 1-6 月，公司营业总收入同比增长 21.92%，但是归属公司所有者净利润却同比增长 35.68%，远远高于营业收入的增速。利润增速高于收入增速主要是因为报告期内期间费用率的下降。其中，管理费用率从上年同期的 5.8% 下降至 4.7%；销售费用率从上年同期 23.37% 下降至 21.77%。公司经营状况良好，规模效应逐渐体现，公司盈利能力有所提高。

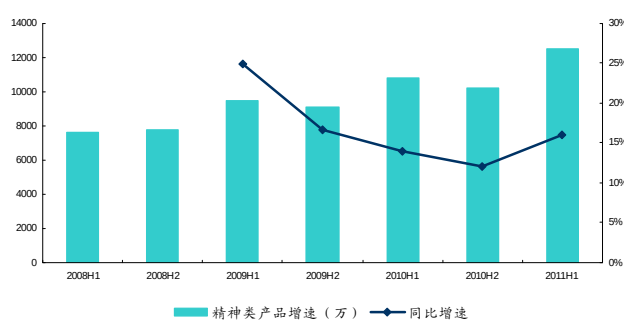
聚焦精麻领域，后续产品丰富

2011 年上半年，公司工业部分实现收入 35399.25 万元，同比增长 19.67%。其中，精神类药物收入占比为 44.06%，麻醉类药物收入占比为 35.41%。麻醉类制剂收入 1.56 亿元，同比增长 13.33%；精神类收入 1.25 亿元，同比增长 16.01%；神经类收入 1719.38 万元，同比增长 16.76%。

公司未来的看点在于储备产品比较丰富，主要集中于精神类、麻醉类、神经类和降压类等领域。右美托咪定已通过现场检查、创新药盐酸埃他卡林进入最后审评阶段，均有望年内获批；预计在研的芬太尼、异丙酚未来将获批。

图 3：2008H1-2011H1 公司麻醉类药品收入


资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4：2008H1-2011H1 公司精神类药品收入


资料来源：公司公告，长江证券研究部

维持“推荐”评级

公司是精神麻醉类龙头企业，A 股精神麻醉类领域稀缺的投资标的，具有较好的成长性。公司产品梯队丰富，若成功上市销售将大大拓展增长空间。新药获批将有助于进一步提升估值，业绩有超预期的可能。预计 2011-2012 年 EPS 分别为 0.46 元、0.61 元，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	1301	1555	1847	2193	货币资金	223	156	290	457
营业成本	805	933	1105	1284	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	496	623	742	909	应收账款	263	250	297	353
% 营业收入	38.1%	40.0%	40.2%	41.4%	存货	134	159	188	219
营业税金及附加	10	12	14	17	预付账款	28	28	33	38
% 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	309	350	440	522	流动资产合计	653	600	817	1078
% 营业收入	23.8%	22.5%	23.8%	23.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	81	90	115	136	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.2%	5.8%	6.2%	6.2%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	6	3	-1	-1	投资性房地产	28	28	28	28
% 营业收入	0.5%	0.2%	0.0%	-0.1%	固定资产合计	236	208	176	143
资产减值损失	3	41	8	9	无形资产	35	33	31	30
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	2	6	1	1
营业利润	87	126	167	226	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	6.7%	8.1%	9.0%	10.3%	资产总计	954	875	1053	1279
营业外收支	3	0	0	0	短期贷款	166	2	0	0
利润总额	90	126	167	226	应付款项	261	252	299	347
% 营业收入	6.9%	8.1%	9.0%	10.3%	预收账款	15	14	17	20
所得税费用	15	19	25	33	应付职工薪酬	3	3	3	4
净利润	75	108	142	193	应交税费	13	13	16	21
归属于母公司所有者					其他流动负债	23	27	33	39
的净利润	76.4	107.7	142.3	192.8	流动负债合计	482	311	368	430
少数股东损益	-1	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.33	0.46	0.61	0.82	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	10	10	10	10
经营活动现金流净额	62	132	175	217	负债合计	492	321	378	441
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	459	550	671	835
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	4	4	4	4
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	463	554	675	839
固定资产投资	-85	-16	-18	-22	负债及股东权益	954	875	1053	1279
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-85	-16	-18	-22		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.327	0.460	0.608	0.824
股权融资	0	0	0	0	BVPS	1.96	2.35	2.87	3.57
银行贷款增加 (减少)	24	-165	-2	0	PE	64.14	45.50	34.45	25.43
筹资成本	17	-19	-21	-28	PEG	1.78	1.26	0.95	0.70
其他	-33	0	0	0	PB	10.69	8.91	7.30	5.87
筹资活动现金流净额	8	-184	-22	-28	EV/EBITDA	41.99	27.13	21.11	15.81
现金净流量	-16	-68	134	167	ROE	16.7%	19.6%	21.2%	23.1%

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。