



募投项目推迟，产品增速放缓

中性调低

投资要点:

- 扣非净利润增长 7.66%，符合预期
- 募投项目推迟，四磨汤口服液增速放缓
- 银杏叶胶囊增速仍较快 40%

报告摘要:

- 上半年扣非净利润增长 7.66%，符合预期。上半年营业收入 17,572.61 万元，同比增长 16.23%；归属母公司净利润 2,936.96 万元，同比下降 9.61%，扣除非经常性损益的净利润同比增长 7.66%。EPS 为 0.2 元。非经常性损益主要是去年上半年有 555 万元政府补贴。业绩符合预期，主要是产能增长受限、原材料价格上涨、人工成本及销售费用的增加。公司同时披露前三季度净利润增长预计-15%-15%之间。
- 募投项目推迟，四磨汤口服液增速放缓。因新的 GMP 规范（2010 年修订）出台，募投项目推迟，相应募集资金的 98.69%还没有使用。四磨汤口服液产能利用率已达到 130%，产能增长受限，因此营销投放收紧，收入增速放缓，同比增长 18%。四磨汤口服液作为助消化和胃动力口服药，在术后产后肠胃功能恢复方面没有竞争药品，同时享受企业自主定价，不受发改委药价政策影响，因此产品前景广阔。产能释放后，预计未来仍能恢复快速增长势头。
- 银杏叶胶囊增速仍较快 40%。银杏叶制剂产品批文较多，但质量差别很大。公司产品是国家医保品种，被评为国家优质优价产品，在全国 9 家批文中只有 3 家是国家优质优价产品，除了汉森制药的每粒胶囊银杏总黄酮醇苷含量高达 40mg，其余 2 家的含量都为 9.6mg，在药品招投标中具有明显定价优势。目前年收入不到 3000 万元，未来保持快速增长的可能性很大。
- 盈利预测。预计 2011~2013 年 EPS 为 0.46/0.54/0.64 元，对应 PE 为 48/41/34 倍。我们看好公司产品的独特性及产能释放后带来的业绩增长，但目前估值已高，暂调低为“中性”评级，18 元以下可积极关注。

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	343	399	471	565
增长率	21%	16%	18%	20%
归母净利润	62	68	80	95
增长率	26%	10%	17%	19%
EPS (元)	0.84	0.46	0.54	0.64
P/E	26	48	41	34

医药研究组

分析师:

孙伟娜 (S1180511010011)

电话: 010-88085269

Email: sunweina@hysec.com

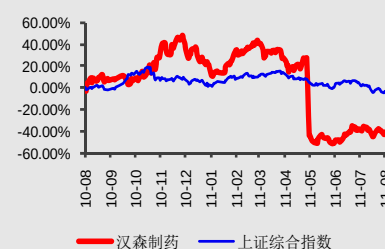
联系人:

吴洋

电话: 010-88085967

Email: wuyang@hysec.com

市场表现



主要指标

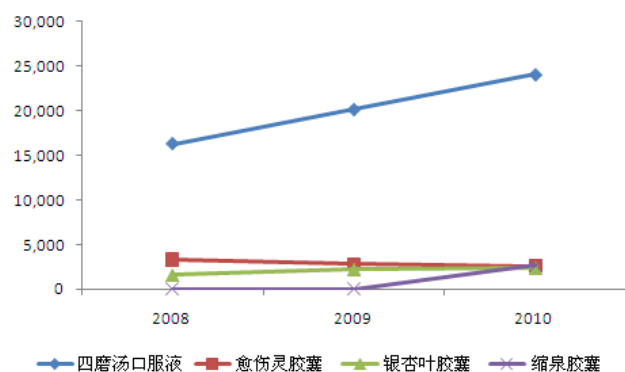
收盘价	22.13
一年内最高/最低	55.19/18.05
总股本/ 流通 A 股 (百万股)	148/38
B 股/ H 股(百万)	0.0/0.0

数据来源: Wind

相关研究

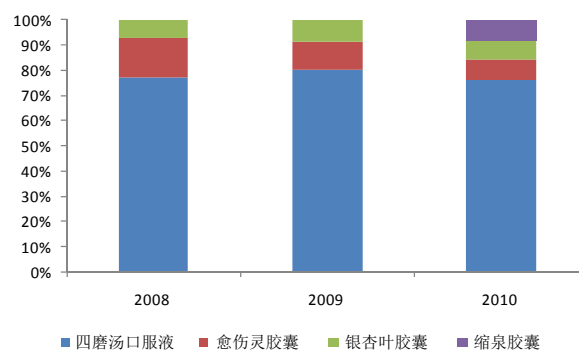
汉森制药深度报告: 特色与成长兼具的
胃肠用药生产企业 * 002412 *
2010.4

图 1: 公司主要产品收入变化



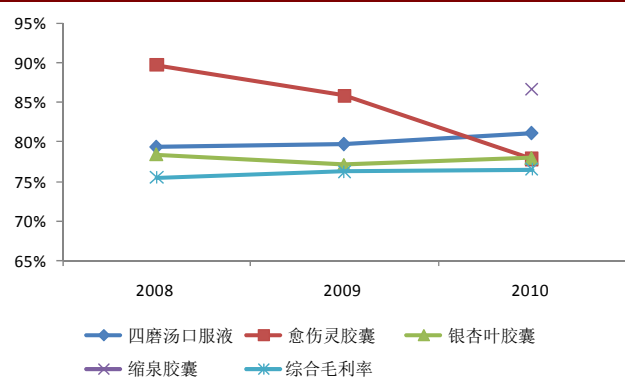
资料来源: Wind、宏源证券

图 2: 公司主要产品毛收入份额



资料来源: Wind、宏源证券

图 3: 公司主要产品毛利率变化



资料来源: Wind、宏源证券

表 1: 财务报表预测

资产负债表					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	695	719	848	960	营业收入	343	399	471	565
应收票据	84	73	86	104	营业成本	81	96	110	128
应收账款	51	59	69	83	营业税金及附加	6	6	7	9
预付款项	1	0	-1	-3	销售费用	165	192	226	271
其他应收款	8	14	16	20	管理费用	34	38	44	53
存货	15	19	22	26	财务费用	-9	-12	-10	-8
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	1	1	1	1
长期股权投资	0	0	0	0	投资收益	0	0	0	0
固定资产	61	58	53	47	汇兑收益	0	0	0	0
在建工程	6	3	2	1	营业利润	67	79	93	110
工程物资	0	0	0	0	营业外收支净额	6	1	1	1
无形资产	15	16	17	18	税前利润	73	81	94	112
长期待摊费用	1	1	0	0	减: 所得税	11	12	14	17
资产总计	948	972	1125	1267	净利润	62	68	80	95
短期借款	0	28	119	193	减: 少数股东损益	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	归属于母公司的净利润	62	68	80	95
应付账款	16	18	20	24	基本每股收益	0.84	0.46	0.54	0.64
预收款项	5	3	2	1	稀释每股收益	0.84	0.46	0.54	0.64
应付职工薪酬	7	7	7	7	财务指标				
应交税费	8	8	8	8		2010	2011E	2012E	2013E
其他应付款	11	12	13	15	成长性				
其他流动负债	0	0	0	0	营收增长率	21.3%	16.2%	18.1%	19.8%
长期借款	0	0	0	0	EBIT增长率	-5.7%	15.9%	22.9%	24.2%
负债合计	49	79	173	251	净利润增长率	25.9%	10.4%	17.0%	18.6%
股东权益合计	899	893	951	1017	盈利性				
现金流量表					销售毛利率	76.5%	76.0%	76.7%	77.4%
	2010	2011E	2012E	2013E	销售净利率	18.1%	17.2%	17.0%	16.8%
净利润	62	68	80	95	ROE	6.9%	7.7%	8.4%	9.3%
折旧与摊销	8	7	7	7	ROIC	5.54%	6.28%	6.64%	7.30%
经营活动现金流	31	60	52	62	估值倍数				
投资活动现金流	-78	-2	-2	-2	PE	26.4	47.8	40.9	34.5
融资活动现金流	685	-35	80	52	P/S	4.8	8.2	6.9	5.8
现金净变动	638	23	130	112	P/B	1.82	3.67	3.44	3.22
期初现金余额	57	695	719	848	股息收益率	4.5%	0.7%	0.9%	0.9%
期末现金余额	695	719	848	960	EV/EBITDA	14.1	34.3	28.0	22.5

资料来源: 宏源证券

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, 3 年医药行业研究经验。主要研究覆盖公司: 贵州百灵、汉森制药、天士力、同仁堂、昆明制药、福瑞股份、片仔癀、精华制药、红日药业等。

吴 洋: 宏源证券医药行业分析师, 中国人民银行研究生部金融学硕士, 2 年医药行业研究经验。主要研究覆盖公司: 乐普医疗、新华医疗、信立泰、阳普医疗、安科生物、智飞生物、上海凯宝、山东药玻等。

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。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。