



## 募投项目延期，静待业绩释放

增持维持

### 投资要点:

- 报告期内，公司实现营业总收入 276,34 万元，同比增长 50.15%
- 抗感染药增长同期下降，特色专科药同比收入大增
- 募投项目延期，业绩还看年底产能释放、子公司业绩增长

### 报告摘要:

- **报告期净利润同比增长 117.57%，符合预期。**公司上半年实现营业总收入 276,34 万元，同比增长 50.15%，归属于上市公司股东的净利润为 47,94 万元，比上年同期增长 117.57%，主要由于合并了康源药业和正药业报表，以及整合了销售渠道、加大了销售力度等因素。
- **抗感染药物下降，特色专科药大幅增长，盈利能力进一步增强。**抗感染药由于抗生素分级管理办法的影响，收入同期下降 6.69%，喹诺酮类抗生素为其主导产品。公司未来将逐步转型为特色专科用药为主，收入较去年同期增长了 30.49%。公司相继收购了湖南康源制药有限公司、四川禾正制药有限公司、重庆莱美大山行中药饮片有限公司。目前母公司共拥有国家发明专利 18 项，母公司正在申请的专利共 37 项，康源制药的专利 7 项。
- **募投项目延期。**为符合新版《药品生产质量管理规范》，公司对氨曲南募投项目安装工程进行相应调整，预计项目竣工时间从 6 月延期到 12 月，因此氨曲南产能释放带来的业绩增长需看明年。
- **重磅药物埃索美拉唑预计下半年获批。**目前已获批上市的埃索美拉唑类药物主要来自阿斯利康公司，2010 年 11 月，韩美株式会社的埃索美拉唑获得 SFDA 上市批件。目前莱美药业的埃索美拉唑正在审评，由于不涉及成盐的专利冲突，很有可能在下半年获得批件。获批后将成为国内首仿企业，带来业绩大爆发。
- **盈利预测。**预测 11/12/13 年 EPS 分别为 0.43,0.59,0.70，对应 PE 为 52,38,31，估值不低，但我们看好年底氨曲南产能释放、收购子公司康源制药的业绩增长和新药埃索美拉唑的获批。仍维持增持评级。
- **风险提示：**公司生产的药品存在进一步降价的风险。

### 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

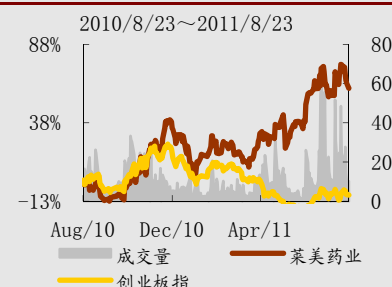
Email: wuyang@hysec.com

卫雯清

电话: 010-88085985

Email: weiwending@hysec.com

### 市场表现

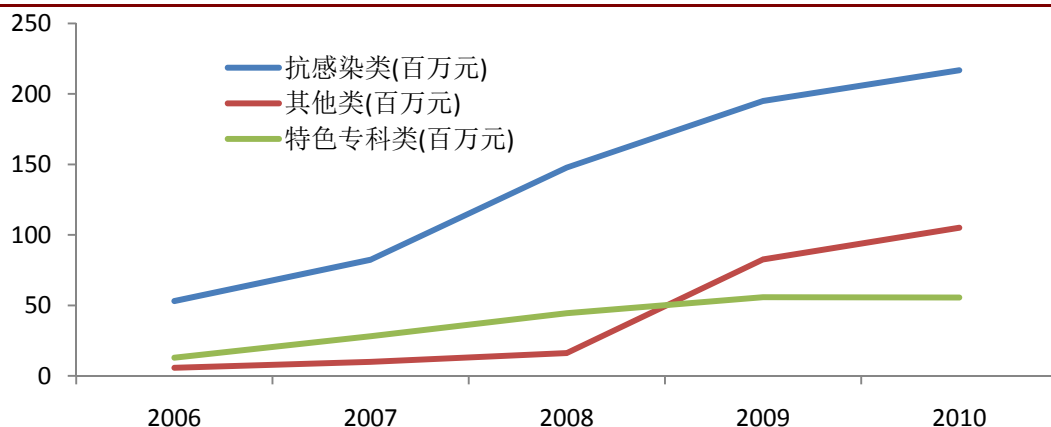


### 股东户数

| 报告日期     | 户均持股数变化 | 筹码集中度 |
|----------|---------|-------|
| 20110331 | 8063    |       |
| 20101231 | 8121    |       |
| 20100930 | 1800    |       |

数据来源: 港澳资讯

| 主要经营指标      | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------|------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入(百万元) | 378  | 583   | 730   | 883   |
| 增长率(%)      | 13.2 | 54.5  | 25.1  | 21.0  |
| 归母净利润(百万元)  | 44   | 79    | 107   | 129   |
| EPS         | 0.48 | 0.43  | 0.59  | 0.70  |
| PE          | 46.3 | 51.4  | 37.9  | 31.5  |

**图 1: 主营业务收入**


资料来源: Wind, 宏源证券

**表 2: 财务报表预测**

| 资产负债表   | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | 利润表 (百万元)  | 2010  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|---------|------|-------|-------|-------|------------|-------|--------|--------|--------|
| 货币资金    | 188  | 175   | 165   | 177   | 营业收入       | 378   | 583    | 730    | 883    |
| 应收票据    | 10   | 15    | 19    | 23    | 营业成本       | 240   | 357    | 440    | 534    |
| 应收账款    | 94   | 145   | 181   | 219   | 营业税金及附加    | 2     | 3      | 4      | 5      |
| 预付款项    | 42   | 63    | 87    | 123   | 销售费用       | 37    | 50     | 62     | 75     |
| 其他应收款   | 35   | 53    | 67    | 81    | 管理费用       | 51    | 76     | 95     | 115    |
| 存货      | 117  | 140   | 173   | 210   | 财务费用       | 0     | 4      | 4      | 3      |
| 其他流动资产  | 0    | 0     | 0     | 0     | 资产减值损失     | 1     | 4      | 3      | 3      |
| 长期股权投资  | 0    | 0     | 0     | 0     | 投资收益       | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 固定资产    | 132  | 151   | 165   | 177   | 汇兑收益       | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 在建工程    | 37   | 28    | 24    | 22    | 营业利润       | 48    | 90     | 123    | 148    |
| 工程物资    | 2    | 2     | 2     | 2     | 营业外收支净额    | 3     | 3      | 3      | 3      |
| 无形资产    | 71   | 63    | 56    | 51    | 税前利润       | 51    | 93     | 126    | 151    |
| 长期待摊费用  | 8    | 7     | 5     | 3     | 减: 所得税     | 7     | 14     | 19     | 23     |
| 资产总计    | 884  | 997   | 1105  | 1256  | 净利润        | 44    | 79     | 107    | 129    |
| 短期借款    | 127  | 120   | 100   | 105   | 减: 少数股东损益  | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 应付票据    | 21   | 32    | 39    | 48    | 归属于母公司的净利润 | 44    | 79     | 107    | 129    |
| 应付账款    | 65   | 96    | 118   | 143   | 基本每股收益     | 0.48  | 0.43   | 0.59   | 0.70   |
| 预收款项    | 7    | 9     | 12    | 15    | 稀释每股收益     | 0.48  | 0.43   | 0.59   | 0.70   |
| 应付职工薪酬  | 6    | 6     | 6     | 6     | 财务指标       | 2010  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
| 应交税费    | 13   | 13    | 13    | 13    | 成长性        |       |        |        |        |
| 其他应付款   | 65   | 72    | 79    | 87    | 营收增长率      | 13.2% | 54.5%  | 25.1%  | 21.0%  |
| 其他流动负债  | 0    | 0     | 0     | 0     | EBIT增长率    | -3.9% | 100.0% | 31.8%  | 19.5%  |
| 长期借款    | 0    | 0     | 0     | 0     | 净利润增长率     | 8.4%  | 80.2%  | 35.4%  | 20.3%  |
| 负债合计    | 322  | 366   | 385   | 435   | 盈利性        |       |        |        |        |
| 股东权益合计  | 562  | 631   | 720   | 821   | 销售毛利率      | 36.5% | 38.8%  | 39.7%  | 39.5%  |
| 现金流量表   | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | 销售净利率      | 11.6% | 13.5%  | 14.7%  | 14.6%  |
| 净利润     | 44   | 79    | 107   | 129   | ROE        | 7.8%  | 12.5%  | 14.9%  | 15.7%  |
| 折旧与摊销   | 10   | 18    | 19    | 17    | ROIC       | 6.02% | 10.82% | 13.09% | 13.88% |
| 经营活动现金流 | 47   | 32    | 58    | 64    | 估值倍数       |       |        |        |        |
| 投资活动现金流 | -76  | -25   | -26   | -27   | PE         | 46.3  | 51.4   | 37.9   | 31.5   |
| 融资活动现金流 | -68  | -19   | -42   | -26   | P/S        | 5.4   | 7.0    | 5.6    | 4.6    |
| 现金净变动   | -98  | -13   | -10   | 12    | P/B        | 3.62  | 5.64   | 4.94   | 4.30   |
| 期初现金余额  | 397  | 188   | 175   | 165   | 股息收益率      | 0.5%  | 0.2%   | 0.5%   | 0.7%   |
| 期末现金余额  | 299  | 175   | 165   | 177   | EV/EBITDA  | 33.3  | 34.5   | 27.1   | 23.3   |

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                                                |
|---------------------------------------------------|----------------------------------------------------|----------------------------------------------------|-----------------------------------------------------|
| <b>曾利洁</b><br>010-88085790<br>zenglijie@hysec.com | <b>郭振举</b><br>010-88085798<br>guozhenju@hysec.com  | <b>张珺</b><br>010-88085978<br>zhangjun3@hysec.com   | <b>崔秀红</b><br>010-88085788<br>cuixiuhong@hysec.com  |
| <b>贾浩森</b><br>010-88085279<br>jiahaozen@hysec.com | <b>牟晓凤</b><br>010-88085111<br>muxiaofeng@hysec.com | <b>王俊伟</b><br>021-51782236<br>wangjunwei@hysec.com | <b>雷增明</b><br>010-88085989<br>leizengming@hysec.com |
|                                                   | <b>孙利群</b><br>010-88085756<br>sunliqun@hysec.com   | <b>赵佳</b><br>010-88085291<br>zhaojia@hysec.com     | <b>罗云</b><br>010-88085760<br>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。