

汉森制药 2011 年半年度报告点评

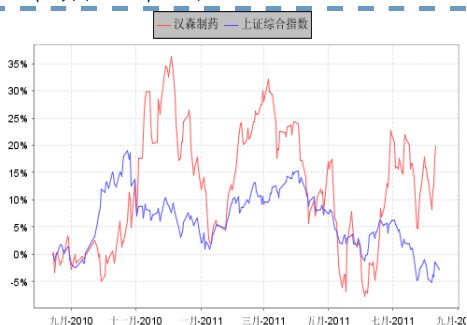
报告日期: 2011-08-29

 评级: 中性
 上次评级: 回避

 目标价: 暂无
 上次预测: 暂无

 当前价格 (元) 23.74
 52 周价格区间 (元) 18.17-54.8
 总市值 (百万) 3489.84
 流通市值 (百万) 896.04
 总股本 (万股) 14800.00
 流通股 (万股) 3800.00
 公司网址 www.hansenzu.com

一年期收益率比较



表现%	1m	3m	12m
汉森制药	-0.25	24.95	25.25
上证综合指数	-4.64	-4.93	-1.31

财富证券研究发展中心

 何畅 黄溪
 0731-84403421 0731-84779566
 hechang@cfzq.com huangxi@cfzq.com
 S0530511050002

相关研究报告:

 《汉森制药半年度业绩快报点评报告》
 2011-07-20
 《汉深制药 (002412) 调研报告: 短期产能制约公司发展》2011-05-16

预测指标	2010A	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	343.41	369.96	487.7
净利润 (百万元)	62.02	75.7	98.92
每股收益 (元)	0.42	0.51	0.67
市盈率	56.52	46.55	35.43

资料来源: 财富证券

点评原因: 公司发布 2011 年半年度报告。

- 公司主要经营数据:** 公司上半年实现营业收入 1.76 亿元, 同比增长 16.23%; 营业成本为 4275 万元, 同比增长 17.94%, 毛利率为 75.67%, 去年同期为 76.02%, 基本保持稳定; 三费合计为 9445 万元, 同比增长 19.06%, 其中增长较快的是销售费用, 今年上半年为 8956.97 万元, 同比增长 27.78%。公司上半年净利润为 2936.96 万元, 同比降低 9.61%, 对应 EPS 为 0.198 元, 扣除非经常性损益后的净利润为 2893 万元, 同比增长 7.66%, 对应 EPS 为 0.195 元。
- 公司主营业务稳定增长:** 公司主要产品为四磨汤口服液, 分为六支、八支与十支装三种规格, 其中六支装与八支装为非处方药, 十支装为处方药。其中销售最好的规格为八支装, 在上半年销售收入中占比达到 40%。公司的四磨汤口服液上半年销售收入合计为 1.24 亿元, 在销售收入中占比为 70.31%。

图表 1: 公司 2011 年上半年主要产品情况

产品	2011H1 收入	收入同比增长	毛利率
八支四磨汤	7,030.55	18.96%	80.81%
六支四磨汤	491.42	24.59%	80.77%
十支四磨汤	4837.69	16.87%	81.06%
银杏叶胶囊	1424.41	40.78%	77.59%
缩泉胶囊	1410.2	--	84.20%
愈伤灵胶囊	967.17	-17.11	74.35%

资料来源: 公司公告 财富证券

- **成本控制情况良好：**公司主要产品四磨汤口服液的主要原材料为木香、枳壳、槟榔、乌药。这些中药材的价格在上半年均有比较明显的涨幅，但公司在成本方面仍基本保持在与去年持平的水平之上。公司的八支装与六支装四磨汤口服液的毛利率去年同期相比，还有小幅提升，仅有十支装的四磨汤口服液毛利率下降 0.22%。
- **公司费用增长情况：**公司的销售费用在近两年增长速度较快，销售费用率也维持在较高的水平之上，2011 年上半年为 50.97%。较去年同期增加了 4.6%。我们认为增加的主要原因是公司在去年开始对销售队伍进行“扩建”，用来保证公司新产能达产后的销售。
- **公司短期发展限制：**公司目前面临的最大问题是公司产能问题。公司在 2010 年的产能利用率已经超过 100%，达到了 140%左右的水平。公司在这种背景下只能通过对产品的生产结构进行调整以提高高盈利能力产品的生产量，但考虑到药品的特殊性，其生产活动不能中止，否者会给公司的销售带来巨大负面影响，所以我们认为公司现阶段仅能通过结构性调整来取得一定的增长，而这种增长对于公司成长的推动是有限的。

结论：

- 我们认为公司上半年的经营情况基本符合我们前期的预期，净利润低于去年同期水平的主要原因是今年的各种补贴收入尚未到帐，扣除非经常性损益的净利润实现增长表明了公司经营情况正常。短期来看我们认为缺乏对于股价的刺激因素，长期来看，公司新产能将是主要的看点。
- 在公司业绩增长方面，我们认为公司受限于产能瓶颈，2011 年与 2012 年的增速在 5%—10%区间内，保持平稳增长。其中 2012 年存在超预期的可能，主要是募投项目产能提前达产。

公司估值

- 我们对公司 2011 年与 2012 年 EPS 的预测为 0.51 元和 0.67 元，2011 年 EPS 对应现阶段股价的 PE 为 46.55 倍，处于较高水平之上，且近期缺乏对股价的刺激因素，但考虑到公司业绩增长的稳定性，我们给予公司“中性”评级。

投资评级系统说明:

以报告发布日后的 6 - 12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10%以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5% - 10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为 -5% - 5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5%以上;

免责声明

本报告是财富证券研发中心的分析师通过深入研究，对公司的投资价值做出的评判，谨代表财富证券研发中心的观点，投资者需根据情况自行判断，我们对投资者的投资行为不负任何责任。财富证券研发中心无报告更新的义务，如果报告中的具体情况发生了变化，我们将不会另行通知。本报告版权属财富证券有限责任公司及其研发中心所有。未经许可，严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by Fortune R & D Center and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and Fortune Securities R & D Center is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of Fortune Securities Co. Ltd.