

方正证券研究所证券研究报告

行业高级研究员：陈光尧

证书编号：S1220511020005

联系人：李元元 蒯学章 刘亚明

TEL: (8610) 68584823

E-mail: kuaixuezhang@foundersec.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	381.24	517.36	641.49	818.08
(+/-)	9.5%	35.7%	24.0%	27.5%
净利润	48.56	43.96	60.70	93.35
(+/-)	179.7%	-9.5%	38.1%	53.8%
EPS(元)	0.24	0.22	0.30	0.47
P/E	45.96	50.78	36.77	23.91

相关研究

羚锐制药(600285)三季报点评

羚锐制药(600285)

点评报告

2011.11.07

投资评级：增持（首次）

医药行业

投资要点

※口服药占比增大，成为公司近期主要利润来源

前三季度收入 3.42 亿元，同比增长 21.8%。整体毛利率 53.8%，同比下降 3.2 个百分点；销售费用率 28.8%，同比小幅上升 0.2 个百分点；由于收入增长，管理费用率下降较大，由去年同期的 17% 下降至 14.6%。

就单季度而言，实现收入 1.09 亿元，环比下降 17.9%，但同比增长 5%。毛利率 50.8%，环比下降 3.5 个百分点，销售费用率 24.5%，环比下降 9.2 个百分点。由此可见，代理制销售的口服药占比逐步增大，将成为公司近期的主要利润来源。

※培元通脑胶囊和丹鹿通督片仍有巨大的拓展空间

口服药由信阳羚锐分公司生产，此前由于经营管理问题，公司经营困难，处于亏损状态。程剑军就任总经理后，加大营销工作投入，第二年就扭亏为盈，使公司步入快速发展轨道。目前将培元通脑胶囊和丹鹿通督片作为核心产品推广，两者均列入国家医保目录，独家品种，分别针对中风后遗症和椎管狭窄，有广泛的患者群体，市场潜力巨大，终端均有望超 10 亿元。但目前还处于推广初期，仅在少数省份销售，两个产品上半年公司销售收入不足 5000 万，拓展空间巨大。公司正着力寻找各地代理商，建立营销网络，预计未来两三年内仍将保持高速增长。

此外，信阳羚锐还拥有结石康胶囊、胃疼宁片等独家品种，参芪降糖批文较少，随着销售渠道的理顺，未来也将贡献一定收益。

※新型化药贴片是公司未来新的推动力

长期以来，公司一直专注于外用贴膏，但由于此领域技术进步慢，门槛低，竞争企业众多，导致公司陷入价格战。鉴于此，经过长期考察，公司决定上马目前正在建的芬太尼贴剂项目，以此进入化学药透皮制剂领域，建立技术壁垒。目前工程已全部完工，芬太尼临床实验也已完成，预计明年将获批文，未来将成为公司新的推动力。

※盈利预测与评级

预计 2011-2013 年净利润分别为 0.44、0.61、0.93 亿元，同比增速分别为 -9.5%、38.1%、53.8%，2011 年下降主要是由于去年出售武汉健民股权投资收益 4516 万元，而今年数额较小所致。不考虑增发，三年 EPS 分别为 0.22、0.30、0.47 元，对应 PE 为 51、37、24 倍，高于行业平均水平。但我们认为公司目前处于快速增长的初期，成长空间大，应享受估值溢价，给予增持评级。

※风险提示

药品价格下降；原材料上涨；

附表 公司财务报表预测与重要指标

利润表					现金流量表				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	381	517	641	818	净利润	163	233	170	185
营业成本	167	229	286	366	资产减值损失	13	18	10	2
营业税金及附加	4	5	7	8	折旧与摊销	19	19	18	25
销售费用	118	150	176	225	财务费用	1	3	1	1
管理费用	64	78	90	106	存货变动	-15	-14	-25	-42
财务费用	1	3	1	1	经营性应收变动	-52	-36	-52	-99
资产减值损失	13	18	10	2	经营性应付变动	30	22	54	70
营业利润	61	52	71	110	经营活动现金流	-4	18	67	50
利润总额	62	52	71	110	投资活动现金流	17	-71	-50	-50
减: 所得税	13	8	11	16	筹资活动现金流	58	40	40	40
净利润	48	44	61	93	现金净变动额	71	-13	57	40
少数股东损益	0	0	0	0	期初货币资金	181	251	239	296
归母公司净利润	49	44	61	93	期末货币资金	251	239	296	336
资产负债表					主要财务比率				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	251	239	296	336	成长能力(YoY)				
应收账款	31	43	53	67	营业收入	9.46%	35.70%	23.99%	27.53%
预付款项	24	31	33	48	营业利润	110.52%	-14.25%	36.46%	53.79%
存货	84	97	122	165	归属母公司净利润	65.68%	-9.48%	38.08%	53.79%
其他	181	192	231	301	盈利能力				
流动资产合计	571	602	736	917	销售毛利率	56.31%	55.70%	55.37%	55.30%
长期股权投资	97	102	102	102	销售净利率	12.68%	8.50%	9.46%	11.41%
固定资产	217	214	212	300	ROE	6.81%	4.74%	5.98%	7.95%
无形资产	57	59	59	59	ROIC	4.93%	4.69%	5.66%	7.55%
其他	257	199	209	169	偿债能力				
非流动资产合计	628	574	582	630	资产负债率	40.81%	21.12%	22.94%	24.06%
资产总计	1199	1175	1317	1547	流动比率	1.46	3.00	2.89	2.82
短期借款	243	30	30	30	速动比率	0.78	1.55	1.50	1.39
应付账款	27	36	45	59	营运能力				
预收账款	38	42	54	72	资产周转率	0.32	0.44	0.49	0.53
其他	84	93	126	164	存货周转率	1.99	2.36	2.34	2.22
流动负债合计	392	201	255	325	应收账款周转率	12.15	12.15	12.15	12.15
长期借款	45	45	45	45	每股指标				
其他	53	2	2	2	每股收益	0.24	0.22	0.30	0.47
非流动负债合计	98	47	47	47	每股经营现金流	-0.02	0.09	0.34	0.25
负债合计	489	248	302	372	每股净资产	3.54	4.62	5.06	5.85
资本公积	278	250	270	300	估值指标				
留存收益及其他	231	476	545	674	PE	45.96	50.78	36.77	23.91
所有者权益合计	710	927	1015	1175	PB	3.15	2.41	2.20	1.90
负债和权益合计	1199	1175	1317	1547	EV/EBITDA	30.96	31.11	25.39	16.97

资料来源: 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com