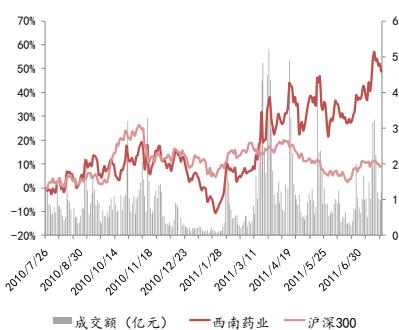


投资评级

谨慎推荐（首次评级）

近一年股价走势图



公司基本情况

总股本(万股)	29,015
流通股本(万股)	29,015
每股净资产(元)	1.58
资产负债率(%)	66.15

研发部

宋凯

SAC 执业证书编号: S1340511070001

联系电话: 010-68858138

Email: songkai@cnpsec.com

盈利能力下降，未来看资产整合

——西南药业 (600666) 半年报点评

事件:

公司公布了 2011 年中报，报告期公司实现营业收入 4.66 亿元，同比增长了 17.09%；营业利润 3623 万元，同比增长了 5.72%，利润总额 3618 万元，同比增长了 7.72%，归属于母公司净利润 3239 万元，同比增长了 11.71%；扣除非经常性损益后归属于母公司净利润增速为 9.29%。基本每股收益 0.11 元。

点评:

● **综合毛利率下降。**公司报告期内综合毛利率为 30.61%，同比减少了 2.59 个百分点。我们认为公司综合毛利率的下降主要是由于公司大输液产品整体盈利能力下降造成。这也导致了公司净利润增速低于收入增速。

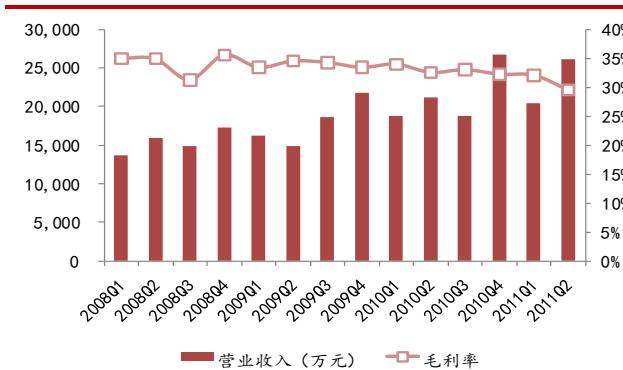
● **解热镇痛药销量下滑，麻药收入稳增，大输液毛利率下降。**公司主要产品复方对乙酰氨基酚片(II)(散列通)实现营业收入 3377 万元，同比下降了 12.22%，毛利率为 70.94%，基本保持稳定；盐酸吗啡缓释片(美菲康)实现营业收入 2231 万元，同比增长了 10.78%，毛利率为 91.17%，保持稳定。该产品毛利率较高，增长稳定，是公司未来主要看点之一。注射用头孢唑肟钠(益保世灵)营业收入 5963 万元，同比增长 11.62%，毛利率 20.34%，同比减少了 7.51 个百分点。该产品是公司目前最大的单个品种，大输液也是公司主要的产品剂型之一，该产品毛利率的大幅下降对公司整体盈利能力造成了较大的负面影响。

● **费用率略有下降，出售子公司股权获得稳定投资收益。**报告期内公司期间费用率为 20.32%，同比减少了 1.61 个百分点。公司于 2011 年 3 月将旗下从事房地产开发的大易房地产公司 86.68% 的股权转让给太极集团，作价 2.70 亿元，太极集团将分别在 2011-2014 年年底之前向公司支付 1000 万元转让款，2015 年年底之前支付完全部剩余转让款。公司未来可获得稳定投资收益。

● **盈利预测与投资评级。**按照公司分红除权后总股本 2.90 亿股计算，我们预计公司 2011-2013 年每股收益为 0.17 元、0.20 元和 0.23 元，对应前一交易日收盘价 9.80 元的动态市盈率为 58 倍、49 倍和 42 倍。公司目前估值较高，考虑到公司作为太极系旗下上市公司，未来具有较强的资产整合预期，我们给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

● **风险提示。**资产整合具有较大不确定性。

图表 1: 单季度营业收入及毛利率情况



图表 2: 单季度净利润和净利润率情况



数据来源: 公司公告, 中邮证券研发部

图表 3: 西南药业盈利预测 (单位: 万元)

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	71,380	85,322	99,810	116,798	136,922
增长率	15.92%	19.53%	16.98%	17.02%	17.23%
营业成本	47,207	57,294	68,380	79,866	93,559
毛利率	33.87%	32.85%	31.49%	31.62%	31.67%
营业税金及附加	717	702	822	961	1,127
销售费用	11,218	14,136	16,019	18,828	22,017
管理费用	4,184	5,093	6,019	6,763	7,983
财务费用	2,634	2,789	3,214	3,854	4,505
期间费用率	25.27%	25.81%	25.30%	25.21%	25.20%
资产减值损失	381	342	423	450	520
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-9	131	1,200	1,250	1,300
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	-48	109	100	187	220
营业利润	5,030	5,097	6,134	7,325	8,512
加: 营业外收入	248	217	0	0	0
减: 营业外支出	148	112	0	0	0
其中: 非流动资产处置净损失	14	2	0	0	0
利润总额	5,130	5,202	6,134	7,325	8,512
减: 所得税	1,079	1,150	1,341	1,639	1,902
所得税率	21.03%	22.11%	21.87%	22.37%	22.35%
净利润	4,051	4,051	4,792	5,687	6,609
减: 少数股东损益	-19	-124	-80	-79	-85
归属于母公司所有者的净利润	4,070	4,176	4,872	5,766	6,694
增长率	9.42%	2.61%	16.68%	18.34%	16.11%
基本每股收益(元)	0.21	0.22	0.17	0.20	0.23

数据来源: 公司公告, 中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来6个月内，股票涨幅高于沪深300指数20%以上；
谨慎推荐： 预计未来6个月内，股票涨幅高于沪深300指数10%—20%；
中性： 预计未来6个月内，股票涨幅介于沪深300指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来6个月内，股票涨幅低于沪深300指数10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来6个月内，行业指数涨幅高于沪深300指数5%以上；
中性： 预计未来6个月内，行业指数涨幅介于沪深300指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来6个月内，行业指数涨幅低于沪深300指数5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来6个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数10%以上；
谨慎推荐： 预计未来6个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数5%—10%；
中性： 预计未来6个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来6个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为5.6亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于2002年，从事单一经纪业务。2006年4月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009年3月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009年10月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009年10月21日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010年11月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工200余名，保有客户数量5万余人，管理客户资产逾50亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。