



主营稳定，中美史克无一次性收益

增持 下调

投资要点:

- 一季度实现 EPS0.16 元，净利润同比增长 24.62%
- 销售毛利率下降 4bp 导致销售净利率下降 4bp
- 盈利预测与估值，下调评级至增持

报告摘要:

- 一季度实现 EPS0.16 元，净利润同比下降 19.96%，主营业务净利润增长 8.9%。公司今日发布一季报，报告期内实现营业收入 14.49 亿元，同比增加 17.52%；实现归母净利润为 1.18 亿元，同比下降 19.96%；其中主营业务净利润 0.95 亿元，同比增长 8.9%。实现 EPS 为 0.16 元，低于市场预期。
- 销售毛利率下降 4bp 导致销售净利率下降 4bp。公司一季度毛利率下降 4bp 至 37.45%，销售费用率下降 2bp 至 21.51%，管理和财务费用保持稳定。去年四季度进行控货而部分收入延期至今年一季度确认，一季度收入环比增长 13.68% 达 14.49 亿元，为近年来单季度收入高峰。中美史克正常经营，业绩基本没有受到麻黄碱的影响，单季度贡献利润 2300 万，比去年 6000 万利润下降 62% 主要是由于去年约有 3500 万的一次性收益。应收账款较年报增加 1 亿达 9 亿元，主要是由于公司主要产品向医院渠道拓展的力度再加大。短期借款增加 1.2 亿元用于分红，主要是由于公司贷款成本较低。其他应付款增加 7 亿元主要是应付销售费用的增加。
- 盈利预测与估值，下调评级至增持。由于医院渠道费用高，单品种营收 1 亿元是医院渠道的盈亏平衡点，相对一线中药公司来说公司销售能力较弱，但是随着公司过亿元产品的增加，公司赢利速度将会加快。我们认为在三大考核指标的情况下（三年翻一番、5522 和 125 规划），公司未来三年主业的增长将成为公司业绩增长的主要推动力。我们预计 13-15 年 EPS 分别为 0.517、0.612 和 0.747 元，同比分别增长 -13.47%、18.58% 和 21.96%，对应 PE 为 26、22 和 18 倍。我们下调了 13 年的盈利预测，下调评级至增持。

主要经营指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	4391.89	5129.93	6155.91	7510.21	9162.46
增长率(%)	26.44%	16.80%	20.00%	22.00%	22.00%
归母净利润(百万)	247.65	441.30	381.87	452.80	552.25
增长率(%)	-15.56%	78.19%	-13.47%	18.58%	21.96%
每股收益	0.335	0.597	0.517	0.612	0.747
市盈率	40.09	22.50	26.00	21.93	17.98

医药研究组

分析师:

卫雯清(S1180512080003)

电话: 010-88085985

Email: weiwending@hysec.com

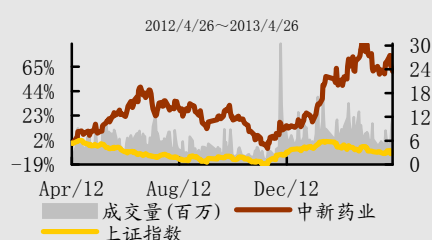
研究助理:

王晓锋

电话: 010-88013569

Email: wangxiaofeng@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《同仁堂：三百年铸就的金字招牌》
2013/4/26
- 《昆明制药：血塞通市场份额逐步提高》
2013/4/25
- 《常山药业：低钙制剂继续保持高增长》
2013/4/24
- 《红日药业双轮驱动，继续高增长》
2013/4/24
- 《汉森制药：新产能释放的业绩提升》
2013/4/24
- 《贵州百灵：银丹心脑通将迈向基层市场》
2013/4/23
- 《医药行业周报 130421》
2013/4/21
- 《常山药业：2012 年报业绩点评》
2013/4/1

盈利预测

利润表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	3473.47	4391.89	5129.93	6155.91	7510.21	9162.46
减: 营业成本	2136.56	2825.67	3339.11	4006.93	4888.46	5963.92
营业税金及附加	25.05	35.64	40.58	48.69	59.41	72.48
营业费用	749.22	900.66	1106.14	1327.21	1619.20	2015.74
管理费用	320.04	334.90	352.94	430.30	524.96	577.23
财务费用	41.22	51.66	54.43	49.69	50.19	48.13
资产减值损失	1.76	15.91	13.73	3.00	3.00	22.00
加: 投资收益	106.12	44.09	276.91	150.00	160.00	180.00
营业利润	305.73	271.53	499.91	440.09	524.99	642.96
加: 其他非经营损益	47.05	10.10	17.53	0.00	0.00	0.00
利润总额	352.77	281.63	517.44	440.09	524.99	642.96
减: 所得税	31.93	15.05	59.15	43.51	54.75	69.44
净利润	320.84	266.59	458.29	396.57	470.24	573.51
减: 少数股东损益	27.55	18.94	16.99	14.71	17.44	21.27
归属母公司股东净利润	293.29	247.65	441.30	381.87	452.80	552.25
资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	265.92	343.46	265.16	361.56	475.10	391.62
应收和预付款项	796.46	1018.01	1307.65	1565.54	1787.72	2222.07
存货	597.98	729.61	771.91	769.22	860.27	1127.70
长期股权投资	551.28	507.18	674.01	824.01	984.01	1164.01
投资性房地产	33.61	29.63	28.63	24.95	21.27	17.59
固定资产和在建工程	1141.28	1105.21	909.41	765.65	608.89	426.13
无形资产和开发支出	209.27	203.68	178.90	154.45	130.00	105.54
其他非流动资产	80.45	65.51	43.84	38.83	33.83	33.83
资产总计	3676.25	4002.28	4179.51	4504.20	4901.09	5488.50
短期借款	648.00	692.00	874.00	472.64	304.38	317.13
应付和预收款项	724.63	897.12	974.06	1151.40	1294.16	1543.17
长期借款	144.00	1.16	0.00	300.00	400.00	300.00
其他负债	72.71	206.94	52.68	52.68	52.68	52.68
负债合计	1589.34	1797.22	1900.74	1976.72	2051.22	2212.98
股本	739.31	739.31	739.31	739.31	739.31	739.31
资本公积	611.44	594.54	555.74	555.74	555.74	555.74
留存收益	448.98	548.77	841.85	1075.86	1380.80	1785.19
归属母公司股东权益	1799.73	1882.62	2136.90	2370.90	2675.85	3080.23
少数股东权益	287.19	322.44	141.88	156.58	174.02	195.29
股东权益合计	2086.92	2205.06	2278.77	2527.48	2849.87	3275.52
负债和股东权益合计	3676.25	4002.28	4179.51	4504.20	4901.09	5488.50
现金流量表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	142.66	180.42	30.23	416.34	388.91	201.42
投资性现金净流量	11.79	33.73	22.41	-30.00	-20.00	-15.00
筹资性现金净流量	-120.90	-197.72	-75.32	-289.94	-255.37	-269.89
现金流量净额	33.55	16.35	-22.63	96.40	113.54	-83.48

作者简介:

卫雯清: 宏源证券医药行业分析师, 中国科学技术大学生物学硕士。主要研究覆盖公司有红日药业、戴维医疗、康缘药业、中新药业等。

机构销售团队

华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。