

中药行业

亚宝药业 (600351)

首次

报告原因：公司调研

主业加速增长，经营持续改善

买入

2013年6月14日

公司报告/调研简报

市场数据：2013年6月14日

盈利预测：

单位：百万元、元、倍

收盘价(元)	6.40
一年内最高/最低(元)	7.37/4.31
市净率	2.71
市盈率	36.4
流通A股市值(百万元)	4050.88

	营业收入	营业成本	净利润	每股收益	市盈率
2012A	1266.57	617.27	112.29	0.16	40
2013E	1623.21	776.45	150.17	0.22	29
2014E	2036.84	969.41	204.95	0.30	21
2015E	2524.41	1204.38	262.06	0.38	17

注：市盈率是指目前股价除以各年业绩

基础数据：2013年3月31日

每股净资产(元)	2.36
资产负债率%	44.21
总股本/流通A股(百万)	692/633
流通B股/H股(百万)	

相关研究

分析师：裴云鹏

执业证书编号：S0760511010009

Email: peiyunpeng@sxzq.com

研究助理：林小伟

Email: linxiaowei@sxzq.com

021-38529769

联系人：张小玲

zhangxiaoling@sxzq.com

地址：上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦7层

<http://www.i618.com.cn>

● **公司主业加速增长，经营持续改善。**2012年，公司实现营业收入12.67亿元(-23.83%)，医药主业增长10.85%，归属于母公司净利润1.12亿元(-39.77%)，扣非净利润8365万元(-52.41%)，EPS 0.17元。业绩下降较大主要原因是2011年有5.2亿元的地产收入、主动控货清理渠道库存导致“丁桂儿”终端销量下降、销售费用大幅增加等所致。随着公司渠道去库存的逐步完成以及新包装推广顺利，今年以来公司主业加速增长。2013Q1，公司实现营业收入4.52亿元(+58.49%)，扣除子公司合并收入6000万元左右的影响预计增长在40%左右，归属于母公司净利3195万元(+41.91%)，EPS 0.05元。预计Q2继续保持良好增长势头，我们判断经过前两年缓慢增长期的调整，13年是公司主业加速增长起始年，未来经营将持续改善，这也符合我们此前的判断，值得期待。

● **旧包装渠道库存清理基本完成，新包装投放顺利，丁桂儿恢复高增长。**12年丁桂儿收入3.17亿元(-12%)，扣除去年初提价的影响，销量出现了一定程度的下滑。丁桂儿收入下滑主要是去年6月份开始公司控制发货清理渠道库存中旧包装，为了重新规划推广新包装所致。从公司今年出货情况看渠道中的库存已基本清理完成，丁桂儿新包装投放顺利。我们预计2013Q1丁桂儿脐贴销售同比增长在50%左右，这其中有部分原因是渠道补库存及年初上调出厂价推动。我们判断今年丁桂儿能保持50%以上的增长，预计能达到接近5亿元的收入。

● **片剂稳定增长。**12年公司片剂收入4.73亿元(+13%)，继续保持稳定增长。公司片剂品种很多，主要有珍菊降压片、硝苯地平缓释片、复方利血平片、曲克芦丁片、尼莫地平片等，其中珍菊和硝苯含税收入均在1亿元左右，2013Q1珍菊增长良好有20%多的增速，复方利血平片12年收入达到了6000万元，增长50%左右，其他品种较小且小幅稳定增长。

- **注射剂新产能即将投产，未来有望成公司重要利润增长点。**12 年公司注射剂收入 2.10 亿元 (+33%)，增长势头良好。公司注射剂主要品种红花注射液 12 年收入 6800 万元，同比增长达到 50%以上，目前市场上红花注射液需求非常旺盛但公司受现有产能限制及 GMP 认证改造等影响供不应求，新产能红花质量控制示范项目即将建成，产能扩大 5 倍，能满足市场需求，预计未来几年红花能保持高速增长，达到 2-3 亿元不成问题。二线注射剂品种硫酸注射液保持高速增长，12 年收入有 2000 多万元，2013Q1 增速在 50%以上。目前公司注射剂生产线总产能在一亿支左右，产能偏紧，计划扩增至八亿支。随着公司新产能逐步投产，考虑注射剂良好的增长势头，预计未来注射剂将成为公司重要的利润增长点。
- **重磅院长加盟，期待抗肿瘤领域突破。**公司重视新产品研发，去年公司研发支出有 4200 万元，逐年增加研发投入，去年北京研究院增加了 36 名研发人员，目前共有 130 多人，而且今年公司花重金从先声药业挖来了具有丰富研发经验的首席科学官王鹏担任院长，公司期望在抗肿瘤领域有所突破，目前公司有好几个处于临床前研究的抗肿瘤药物项目。此外，公司临床项目进展顺利，专利产品归元片处于 II 期临床，鼻咽癌疫苗 I 期临床。
- **在建项目即将投产，未来几年支出较少。**公司在建的红花质量控制示范项目已基本建设完毕，处于设备安装阶段，预计 10 月份开始试生产并申请新版 GMP 认证，年底通过认证问题不大。固体制剂塑料瓶项目大体建设完成，已有部分生产。此外，公司的原料药项目已建成投产，并且国内认证已通过，计划申请 FDA 认证。随着这些在建项目逐步建成投产，未来几年公司的资本投入较少，最多也就是在原有的基础上增加生产线但开支不大。
- **业绩与评级。**我们预计 2013-2015 年公司实现 EPS 分别为 0.22 元、0.30 元、0.38 元，分别同比增长 37.5%、36.4%、26.7%，考虑公司经营改善明显、主业开始加速增长，丁桂儿及红花注射液增长空间较大，未来几年增势良好，我们首次给予公司“买入”评级。
- **风险提示。**二线品种降价风险；注射剂新产能投产进度低于预期。

### 1. 公司主业加速增长，经营持续改善

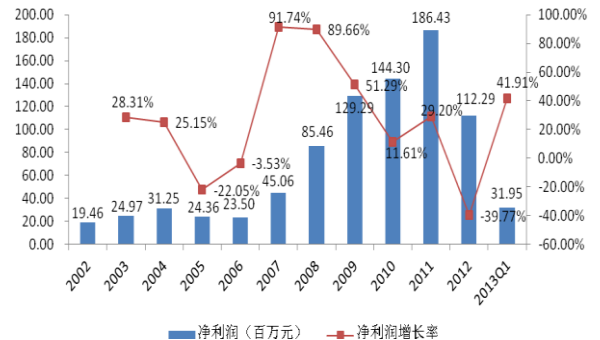
2012年，公司实现营收12.67亿元，同比下降23.83%，剔除2011年地产收入5.2亿元影响其实主业增长10.85%，归属于母公司净利润1.12亿元，同比下降39.77%，扣非净利润8365万元，同比下降52.41%，EPS 0.17元。业绩出现较大下降主要原因是11年公司有地产收入5.2亿元、主导产品“丁桂儿”控货清理渠道库存致终端销量下降较多、销售费用大幅增加等所致。随着公司渠道去库存的逐步完成以及新包装推广顺利，今年以来公司医药主业加速增长。2013Q1，公司实现营业收入4.52亿元，同比大幅增长58.49%，扣除子公司合并收入6000万元左右的影响预计增长在40%左右，归属于母公司净利润3195万元，同比增长41.91%，EPS 0.05元。我们预计二季度继续维持良好增长势头，公司经过前两年的主业增长缓慢期的调整，对营销进行改革和渠道调整，医药主业逐步加速增长，我们判断13年是公司是公司加速增长的起始年，未来经营将持续改善向好，这也符合我们此前的判断。

公司利润主要来源于软膏剂、片剂、注射剂三大剂型药品，12年毛利贡献分别为42.57%、35.64%、14.36%。软膏剂主要是丁桂儿，片剂主要是珍菊降压片、硝苯地平缓释片、复方利血平片、尼莫地平缓释片、曲克芦丁片等，注射剂主要是红花注射液、冠心宁注射液、香丹注射液、清开灵注射液等。

图表 1 亚宝药业历年营业收入（百万元）

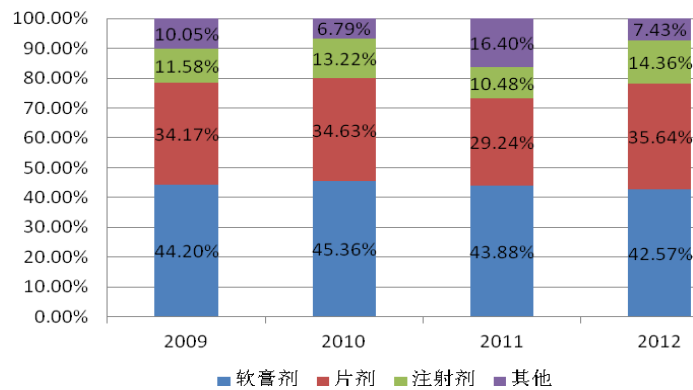


图表 2 亚宝药业历年净利润（百万元）



数据来源：wind 山西证券研究所

图表 3 亚宝药业各产品毛利构成



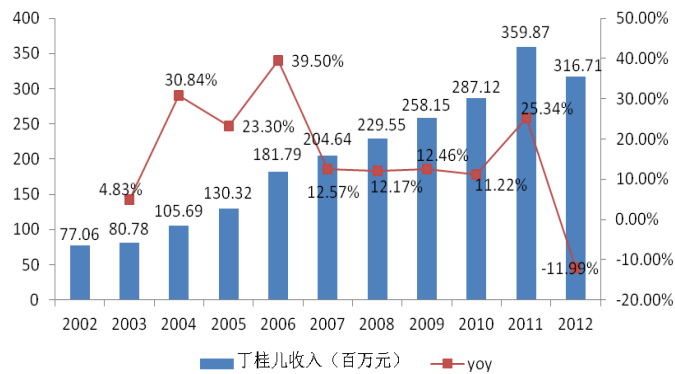
数据来源: wind 山西证券研究所

## 2. 丁桂儿新包装、提价效应、新产能投产叠加，打开成长空间

丁桂儿脐贴是公司的独家品种，是全国著名的儿童治腹泻品牌。12 年丁桂儿收入 3.17 亿元，同比下降 12%，扣除去年初提价 30% 的影响，销量出现了一定程度下滑，毛利率 85.62%，小幅上升 0.96 个百分点，是公司主要利润来源。

由于公司推出了丁桂儿“助消化”新功能装，自去年 6 月份开始控制发货清理渠道库存中治腹泻的旧包装“红、黄、白”三种包装，重新规划成红装“治腹泻（由原先的 3 贴装变 2 贴装）”和绿装“助消化（3 贴装）”两种功能装，再无其他颜色包装。从公司今年出货情况看渠道中的库存已基本清理完成，“治腹泻”新包装销售恢复非常好，出于销售策略考虑公司绿装“助消化”出货很少。我们预计 2013Q1 丁桂儿脐贴销售收入在 1.2 亿元左右，同比增长 50% 左右，Q2 继续保持良好增长，这其中有渠道补库存的因素影响，但从公司库存流转看主要还是终端销售恢复增长的影响，加上年初丁桂儿出厂价上调 10.53% 的影响（由含税价 9.50 元/盒调至 10.50 元/盒）。参考公司历年提价历史及与同类产品妈咪爱相比价格偏低的情况看，我们预期未来丁桂儿出厂价仍有上调空间。因此受终端销售大幅增长和出厂价上调的推动，我们认为今年丁桂儿能保持 50% 以上的增长，预计能达到接近 5 亿元的收入。

图表 4 丁桂儿历年收入（百万元）



数据来源: wind 山西证券研究所

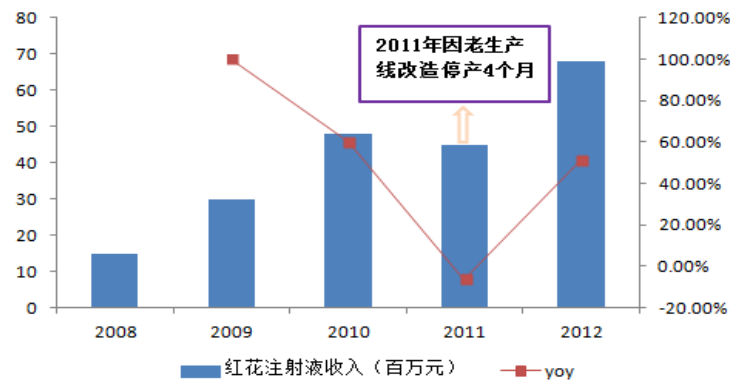
公司从德国引进的全自动化贴剂生产线已经投产，产能由 1 亿贴增至 2 亿贴，今年能完全达产。公司预计丁桂儿市场规模在 5 亿贴，根据公司目前的产能和销售情况来看该品种成 10 亿元大品种不成问题，空间巨大。因此我们预计随着丁桂儿新包装投放、提价效应显现、新产能投放的叠加，丁桂儿成长空间逐步打开。

此外，公司对二线贴膏剂消肿止痛贴（仅 2 家生产）重新规划销售，目前增势非常好，供不应求，公司正着力扩充生产线，该品种 12 年收入 400-500 万元，预计今年能达到 1000-2000 万元，我们预计该品种今后几年能保持高增长势头。

### 3. 中药注射剂将成公司未来重要利润增长点

12 年公司注射剂收入 2.10 亿元，同比增长 33%，毛利率 43.64%，下降 2.4 个百分点。公司注射剂主要品种是红花注射液、冠心宁注射液、香丹注射液、清开灵注射液、硫辛酸注射液等，这些均是市场竞争较充分的品种，其中红花注射液是公司主推的产品之一，目前该产品处于供不应求的状态。公司红花 12 年收入 6800 万元左右，同比增长 50% 以上，主要是受现有产能限制及 GMP 认证改造等因素影响增速。公司正在建设的红花注射液产业化项目是国家示范项目按照国家最高质量标准建设，红花目前产能为 3600 万支/年，新项目建成后将扩展至 1.8 亿支/年。新项目的建成将提升公司行业地位，目前红花注射液生产企业有 17 家，而在新版 GMP 认证过后，预计会有 10 余家资质不良的公司退出，市场集中度将大幅提高，未来公司的红花注射液收入达到 2-3 亿不成问题。

图表 5 公司红花收入（百万元）



数据来源：公司公告 山西证券研究所

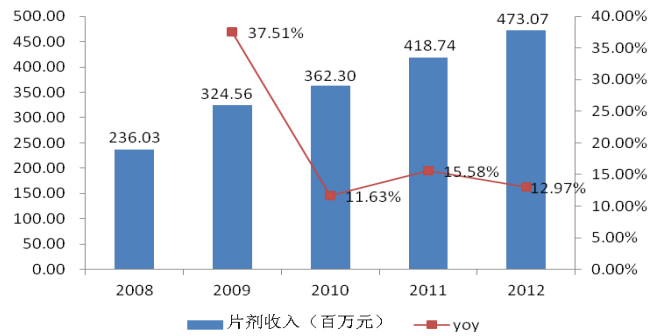
同时近年来受国家政策利好硫酸注射液保持高速增长，12 年收入达到了 2000 多万元，2013Q1 增速在 50%以上。目前公司注射剂生产线总产能在一亿支左右，产能偏紧，计划扩增至八亿支。随着公司新产能逐步投产，随着公司产品质量逐步提升毛利率进一步下降的可能性不大，考虑注射剂良好的增长势头，预计注射剂将成为公司未来重要的利润增长点。

此外，清开灵注射液由收购北京中医药大学药厂所得，但由于国内最大竞争对手神威药业（清开灵销售额超过 5 亿元）在招标中采取了低价战略，导致该产品利润空间很小，公司目前对该产品采取停产观望的态度，也不计划对原生产线进行改造通过新版 GMP，若是未来市场竞争状况好转，该产品可在公司新建的红花生产线生产。其他几个注射剂品种如冠心宁注射液、香丹注射液增长也都不错。

#### 4. 片剂稳定增长，公司缓控释技术成熟

片剂是公司最大的收入来源，12 年公司片剂收入 4.73 亿元，同比增长 13% 继续保持稳定增长，片剂综合毛利率 47.99%，小幅下降 0.5 个百分点。公司片剂品种众多，主要有珍菊降压片、硝苯地平缓释片、复方利血平片、曲克芦丁片、尼莫地平片等，其中珍菊和硝苯含税收入均在 1 亿元左右，2013Q1 珍菊有 20% 多的增长，复方利血平片 12 年收入达到了 6000 万元，12 年增长在 50% 左右，曲克芦丁片收入近 6000 万元，尼莫地平 2000 万元左右收入，其他品种均是小幅稳定增长。受药品降价的影响，片剂产品的毛利率也是趋于下降，不过未来随着公司逐步将一些老品种开发成新剂型如缓控释剂将重新获得一定的价格溢价空间，毛利率进一步下降的空间不大。

图表 6 公司片剂收入（百万元）



数据来源: wind 山西证券研究所

缓控释制剂是老品种二次开发的主要方向之一，公司拥有非常成熟的缓控释技术，目前公司拥有缓控释品种 17 个，主要有硝苯地平、尼莫地平、氨茶碱、马洛替酯、盐酸二甲双胍等。公司凭借成熟的缓控释技术，对老品种进行二次开发增强竞争力，因此公司片剂业务未来有望继续保持稳步增长。

## 5. 重磅院长加盟，期待抗肿瘤领域突破

近年来公司一直比较重视新产品研发，去年公司研发支出有 4200 万元，逐年增加研发投入，去年北京研究院增加了 36 名研发人员，其中 3 名医学博士，而且今年公司花重金从先声药业挖来了具有丰富研发经验的首席科学官王鹏担任院长，期望王院长为公司带来国际先进的研发理念以及按国际标准来构建公司的研发体系和组织架构，并期望在抗肿瘤领域有所突破，目前公司有好几个处于临床前研究的抗肿瘤药物项目。此外，公司的临床项目进展顺利，专利产品归元片处于 II 期临床，鼻咽癌疫苗 I 期临床。同时，公司今年申报了盐酸法舒地尔（原料药和注射液）、奥拉西坦（原料药、胶囊剂、注射液）、对乙酰氨基酚颗粒等几个化药 6 类仿制药的生产申请，目前均处于在审评阶段。

财务报表预测与财务指标						更新日期: 13/06/14					
单位: 百万											
利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,662.75	1,266.57	1,623.21	2,036.84	2,524.41	现金	219.28	510.50	400.00	480.00	576.00
YOY(%)	40.7%	-23.8%	28.2%	25.5%	23.9%	交易性金融资产	0.00	1.70	1.70	1.70	1.70
营业成本	909.64	617.27	776.45	969.41	1,204.38	应收款项净额	365.45	337.42	432.43	542.62	672.51
营业税金及附加	58.78	12.32	15.42	19.35	23.98	存货	221.84	288.52	351.47	439.00	559.32
销售费用	214.51	282.45	357.11	448.10	555.37	其他流动资产	31.33	52.53	67.32	84.48	104.70
占营业收入比(%)	12.9%	22.3%	22.0%	22.0%	22.0%	流动资产总额	837.90	1,190.67	1,252.92	1,547.80	1,914.24
管理费用	179.49	202.70	243.48	305.53	378.66	固定资产净值	1,056.90	1,005.48	1,341.04	1,318.35	1,220.02
占营业收入比(%)	10.8%	16.0%	15.0%	15.0%	15.0%	减:资产减值准备	(18.75)	(5.27)	(7.03)	(6.91)	(6.39)
EBIT	292.18	143.65	222.48	286.17	353.74	固定资产净额	1,038.15	1,000.21	1,334.01	1,311.44	1,213.63
财务费用	44.72	47.29	48.51	45.65	43.40	工程物资	0.37	0.02	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	2.7%	3.7%	3.0%	2.2%	1.7%	在建工程	95.94	393.56	74.00	32.08	4.85
资产减值损失	(18.75)	(5.28)	(5.00)	(5.00)	(5.00)	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.38	0.06	0.00	0.00	0.00	固定资产总额	1,134.46	1,393.79	1,408.00	1,343.52	1,218.48
营业利润	229.09	91.14	163.96	230.53	300.34	无形资产	219.56	206.86	198.59	190.31	182.04
营业外净收入	12.31	37.88	20.00	20.00	20.00	长期股权投资	14.00	19.00	24.00	29.00	34.00
利润总额	241.40	129.02	183.96	250.53	320.34	其他长期资产	64.43	74.06	74.06	74.06	74.06
所得税	43.99	19.16	27.59	37.58	48.05	资产总额	2,270.35	2,884.38	2,957.57	3,184.69	3,422.81
所得税率(%)	18.2%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%	循环贷款	660.00	815.17	718.03	714.56	656.29
净利润	197.41	109.86	156.37	212.95	272.29	应付款项	112.52	99.24	120.89	151.00	192.39
占营业收入比(%)	11.9%	8.7%	9.6%	10.5%	10.8%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	10.98	(2.42)	(6.20)	(8.00)	(10.23)	其他流动负债	164.90	149.53	183.54	229.75	288.94
归属母公司净利润	186.43	112.29	150.17	204.95	262.06	流动负债	937.42	1,063.94	1,022.47	1,095.31	1,137.62
YOY(%)	29.2%	-39.8%	33.7%	36.5%	27.9%	长期借款	67.23	92.88	92.88	92.88	92.88
EPS (元)	0.29	0.16	0.22	0.30	0.38	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	106.93	112.14	117.35	122.56	127.77
主要财务比率	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	负债总额	1,111.58	1,268.96	1,232.70	1,310.75	1,358.27
成长能力						少数股东权益	17.95	15.53	19.87	25.47	32.63
营业收入	40.7%	-23.8%	28.2%	25.5%	23.9%	股东权益	1,140.82	1,599.89	1,705.01	1,848.47	2,031.91
营业利润	43.5%	-60.2%	79.9%	40.6%	30.3%	负债和股东权益	2,270.35	2,884.38	2,957.57	3,184.69	3,422.81
净利润	29.2%	-39.8%	33.7%	36.5%	27.9%	现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
获利能力						税后利润	186.43	112.29	150.17	204.95	262.06
毛利率(%)	45.3%	51.3%	52.2%	52.4%	52.3%	加: 少数股东损益	-5.67	1.23	4.34	5.60	7.16
净利率(%)	11.9%	8.7%	9.6%	10.5%	10.8%	公允价值变动	18.75	5.28	5.00	5.00	5.00
ROE(%)	16.3%	7.0%	8.8%	11.1%	12.9%	折旧和摊销	73.66	89.54	132.30	162.88	173.83
ROA(%)	8.2%	3.9%	5.1%	6.4%	7.7%	营运资金的变动	-186.31	-106.40	-110.12	-133.47	-165.17
偿债能力						经营活动现金流	86.86	101.94	186.69	249.96	287.89
流动比率	0.89	1.12	1.23	1.41	1.68	短期投资	0.00	-1.70	0.00	0.00	0.00
速动比率	0.66	0.85	0.88	1.01	1.19	长期股权投资	4.60	-5.00	-5.00	-5.00	-5.00
资产负债率%	49.0%	44.0%	41.7%	41.2%	39.7%	固定资产投资	-227.34	-321.93	-150.00	-100.00	-50.00
营运能力						投资活动现金流	-222.74	-328.63	-155.00	-105.00	-55.00
总资产周转率	73.2%	43.9%	54.9%	64.0%	73.8%	股权融资	0.00	348.78	0.00	0.00	0.00
应收账款周转天数	80.22	97.24	97.24	97.24	97.24	长期贷款的增加/	-233.67	25.65	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	89.68	192.09	192.09	192.09	192.09	公司债券发行/	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)						股利分配	-90.09	-55.08	-45.05	-61.48	-78.62
每股收益	0.29	0.16	0.22	0.30	0.38	计入循环贷款前副	-323.76	319.35	-45.05	-61.48	-78.62
每股净资产	1.80	2.31	2.46	2.67	2.94	循环贷款的增加/	610.00	227.99	-97.14	-3.47	-58.27
估值比率						融资活动现金流	-37.52	517.91	-142.19	-64.96	-136.89
P/E	21.7	39.4	29.9	21.9	17.1	现金净变动额	-173.40	291.22	-110.50	80.00	96.00
P/B	3.6	2.8	2.6	2.4	2.2						

数据来源: 山西证券研究所



## 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

## 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。