



产能即将释放，业绩将加速

买入 维持

投资要点:

- 二季度四磨汤等主要品种继续保持平稳增长
- 槟榔事件对公司影响已基本消除
- 募投产能虽延期，但即将释放，业绩增长将加速

报告摘要:

- 产能基本满足终端需求，主要品种继续保持稳定增长。4月份技改完成后，四磨汤日产量100万支，年产能2.9亿支，预计全年销量达到2.7亿支，比去年2.1亿支产能增加30%以上，目前产能基本保证终端需求。二季度主要产品四磨汤口服液、银杏叶胶囊和缩泉胶囊销售同比增长20%以上。受槟榔事件影响，公司股价和业绩出现短期波动，5月初除东北新开拓地区有个别下架外，其他地区不受影响。在公司积极主动的销售策略带动下，目前为止影响基本消除，终端销售影响不大。
- 产能释放略晚于预期，但即将释放，业绩增长将加速。募投项目新产能由于施工方工期拖延，工程进度迟于预期。产能将与10月通过，较之前9月份募投产能达产略有延迟，但产能即将释放，业绩增长将加速。
- 盈利预测。公司独家产品四磨汤口服液终端销售良好，公司销售渠道队伍稳定高效，公司在10和11年大幅扩张销售人员为今年产能释放做准备，12年销售人员已达1500人，目前为止没有继续扩招销售的想法，产能释放之后，终端销售增长外加销售费用率的降低，业绩有望大幅度提升。公司经营现金流一直稳定，产品销售以先款后货为主。我们预计13-15年EPS为0.72、1.06和1.33，同比增长31%、50%和24%，维持买入评级。

主要经营指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	400.79	489.46	611.83	807.61	1009.51
增长率(%)	16.71%	22.13%	25.00%	32.00%	25.00%
归母净利润(百万)	58.83	81.46	107.19	156.79	196.34
增长率(%)	-5.15%	38.47%	31.58%	46.28%	25.23%
每股收益	0.40	0.55	0.72	1.06	1.33
市盈率	57.86	41.79	31.76	21.71	17.34

医药研究组

分析师:

卫雯清(S1180512080003)

电话: 010-88085985

Email: weiwending@hysec.com

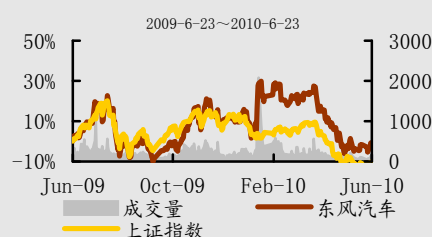
研究助理:

王晓锋

电话: 010-88085990

Email: wangxiaofeng@hysec.com

市场表现



相关研究

《13年下半年策略报告：寻找政策承压下业绩确定性公司》

2013/7/14

《泰格医药：在手订单充裕，业务稳步增长》

2013/6/18

《益佰制药：收购百祥药业，品种进一步丰富》

2013/6/16

《戴维医疗：经营稳健，毛利率持续提升》

2013/6/14

《常山药业：原料药到制剂企业的华丽转身》

2013/6/4

《益佰制药：县级医院增长加速，费用率保持稳定》

2013/5/27

利润表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	343.42	400.79	489.46	611.83	807.61	1009.51
减: 营业成本	80.66	96.15	122.62	146.84	185.75	232.19
营业税金及附加	5.54	6.43	7.95	9.94	13.12	16.40
营业费用	164.81	217.39	244.81	303.16	387.65	483.56
管理费用	33.68	26.15	35.29	42.22	56.53	70.67
财务费用	-8.77	-14.17	-16.32	-15.73	-19.20	-23.59
资产减值损失	0.68	0.24	1.23	0.30	0.30	0.30
营业利润	66.82	68.59	93.88	125.10	183.46	229.99
加: 其他非经营损益	6.27	0.95	2.42	1.00	1.00	1.00
利润总额	73.09	69.55	96.29	126.10	184.46	230.99
减: 所得税	11.07	10.72	14.83	18.92	27.67	34.65
净利润	62.02	58.83	81.46	107.19	156.79	196.34
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	62.02	58.83	81.46	107.19	156.79	196.34
资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	690.82	646.85	638.89	772.80	947.59	1162.96
应收和预付款项	143.15	143.74	150.40	148.61	157.54	161.32
存货	15.42	24.30	32.25	31.59	35.95	37.76
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	67.04	84.22	174.43	152.09	129.74	107.40
无形资产和开发支出	15.29	19.85	22.00	18.57	15.15	11.73
其他非流动资产	0.76	0.35	1.41	0.71	0.00	0.00
资产总计	932.47	919.29	1019.38	1124.37	1285.98	1481.17
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	31.27	33.52	50.77	48.58	53.40	52.25
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	2.37	2.13	3.49	3.49	3.49	3.49
负债合计	33.64	35.64	54.27	52.08	56.90	55.74
股本	74.00	148.00	148.00	148.00	148.00	148.00
资本公积	664.48	590.48	590.48	590.48	590.48	590.48
留存收益	160.34	145.17	226.63	333.82	490.61	686.95
归属母公司股东权益	898.82	883.65	965.11	1072.30	1229.08	1425.43
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	898.82	883.65	965.11	1072.30	1229.08	1425.43
负债和股东权益合计	932.47	919.29	1019.38	1124.37	1285.98	1481.17
现金流量表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营性现金净流量	21.45	54.09	100.36	117.18	154.58	190.77
投资性现金净流量	-3.57	15.22	7.44	0.85	0.85	0.85
筹资性现金净流量	620.12	-73.63	0.66	15.88	19.35	23.74
现金流量净额	637.99	-4.33	108.46	133.92	174.79	215.36

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

北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	蒋晓彦		18602191021	jiangxiaoyan@hysec.com
广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	赵越	0755-33352301	18682185141	zhao Yue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
	周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
银行/信托	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@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。