

2013年08月09日

中药II

证券研究报告--公司点评报告

收盘价(元): 27.30

汉森制药(002412)

产品结构丰富，新增产能是未来发展推动力

投资评级：买入(持续)

医药及生物制品组

分析师：林兴秋

执业证书编号：S0290513070001

邮箱：linxingqiu@zszq.com

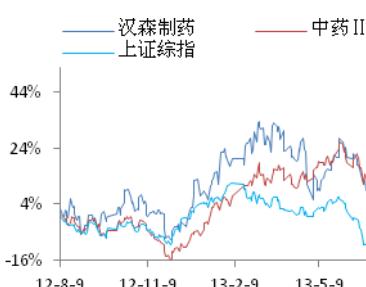
联系人：殷越

电话：021-61681566

公司基本数据

总股本(万股)	14800.00
流通 A 股/B 股(万股)	14222.50/0.00
资产负债率(%)	10.94
每股净资产(元)	6.69
市净率(倍)	4.08
净资产收益率(加权)	2.58
12个月内最高/最低价	28.30/15.58

股价走势图



相关研究报告

◎事项：

公司发布了2013年半年报。

◎主要观点：

◆**业绩略超预期。**2013上半年公司实现营业收入28,622.14万元，利润总额5,690.52万元，净利润4,862.26万元，比上年同期分别增长23.99%、30.67%和31.71%。每股收益0.33元，业绩略超我们的预期。

◆**产品线丰富，增长势头良好。**主导产品四磨汤口服液、缩泉胶囊和银杏叶胶囊销售持续增长。四磨汤是公司的核心品种，是独家专利品种，主要有3种包装，十支装四磨汤口服液营业收入为0.78亿元，同比增长19.21%，八支装四磨汤口服液营业收入为1.24亿元，同比增长32.03%，六支装四磨汤口服液营业收入为380万元，同比增长3.99%。缩泉胶囊是国家基药品种，营业收入为2802万元，同比增长22.31%，银杏叶胶囊营业收入为2048万元，同比增长15.30%。愈伤灵胶囊营业收入为723万元，同比增长0.6%。

◆**公司主要亮点。**亮点是募投项目投产之后的新增产能，公司募投项目口服液及胶囊生产线技术改造工程需经GMP认证通过后方能正式投产，目前募投项目已进入试机生产阶段，正在申报GMP审核认证，我们预计最快今年下半年可以投产，新增产能将带来公司业绩的快速增长。公司另一亮点是缩泉胶囊进入新版基药目录，有望迎来该产品的快速增长。

◆**盈利预测。**公司产品结构合理，销售能力强，建立了自己的销售团队，并有完善的销售渠道及网络，能完全有效的掌控市场，新产能投产之后，业绩有望快速增长，预计2013-2015年公司营业收入分别为6.18亿元、8.25亿元、11.19亿元，净利润分别为0.97亿元、1.19亿元、1.52亿元，EPS分别为0.66、0.81、1.03元，对应PE为42.15、34.33、26.98倍，给予买入评级。

◆风险提示

新增产能释放时间低于预期。

	2011A	2012A	2013Q1	2013E	2014E	2015E
主营收入(百万)	400.79	489.46	143.66	618.19	825.28	1119.08
同比增速(%)	16.71	22.13	11.53	26.30	33.50	35.60
净利润(百万)	58.83	81.46	25.26	97.23	119.37	151.92
同比增速(%)	-5.14	38.47	12.63	19.36	22.77	27.26
毛利率(%)	76.01	74.95	74.23	74.80	74.90	74.90
每股盈利(元)	0.40	0.55	0.17	0.66	0.81	1.03
ROE(%)	6.60	8.81	2.55	9.59	10.88	12.66
PE(倍)	57.60	31.17		42.15	34.33	26.98

附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E	单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	842.66	1266.38	1595.07	2079.85	营业收入	489.46	618.19	825.28	1119.08
现金	638.85	1016.39	1252.37	1666.26	营业成本	122.62	155.78	207.15	280.89
应收账款	78.50	95.69	129.86	176.26	营业税金及附加	7.95	9.97	13.32	18.10
其它应收款	0.68	3.14	0.78	3.44	营业费用	244.81	298.09	398.61	539.40
预付账款	39.27	0.00	34.24	13.34	管理费用	35.29	44.57	60.25	81.69
存货	32.25	36.71	51.88	70.14	财务费用	-16.32	-2.89	5.76	19.93
其他	53.11	114.45	125.94	150.42	资产减值损失	1.23	1.05	1.32	2.17
非流动资产	199.21	228.11	278.37	354.69	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	53.20	91.29	133.72	184.78	营业利润	93.88	111.61	138.88	176.90
无形资产	22.00	25.05	30.85	39.06	营业外收入	2.64	3.33	2.33	2.76
其他	124.02	111.77	113.79	130.86	营业外支出	0.22	0.12	0.13	0.16
资产总计	1041.87	1494.49	1873.43	2434.55	利润总额	96.29	114.82	141.07	179.51
流动负债	73.23	429.47	738.27	1163.69	所得税	14.83	17.59	21.70	27.59
短期借款	0.00	362.29	629.77	1047.84	净利润	81.46	97.23	119.37	151.92
应付账款	18.52	26.82	30.42	45.97	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	54.70	40.36	78.08	69.88	归属母公司净利润	81.46	97.23	119.37	151.92
非流动负债	3.53	2.68	2.78	3.00	EBITDA	86.35	111.49	153.38	210.21
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.55	0.66	0.81	1.03
其他	3.53	2.68	2.78	3.00					
负债合计	76.76	432.15	741.05	1166.69					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
归属母公司股东权益	965.11	1062.34	1132.38	1267.86					
负债和股东权益	1041.87	1494.49	1873.43	2434.55					

现金流量表					主要财务比率				
单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	100.23	52.10	90.24	132.73	成长能力				
净利润	81.46	97.23	119.37	151.92	营业收入	22.13%	26.30%	33.50%	35.60%
折旧摊销	9.22	10.63	16.58	24.15	营业利润	36.86%	18.89%	24.43%	27.38%
财务费用	-16.32	-2.89	5.76	19.93	归属母公司净利润	38.47%	19.36%	22.77%	27.26%
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
营运资金变动	5.38	-52.23	-51.38	-63.55	毛利率	74.95%	74.80%	74.90%	74.90%
其它	20.49	-0.64	-0.09	0.27	净利率	16.64%	15.73%	14.46%	13.58%
投资活动现金流	7.44	-38.90	-66.75	-100.75	ROE	8.81%	9.59%	10.88%	12.66%
资本支出	92.02	29.13	50.06	76.38	ROIC	6.74%	5.98%	6.56%	6.79%
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力				
其他	99.46	-9.77	-16.68	-24.37	资产负债率	7.37%	28.92%	39.56%	47.92%
筹资活动现金流	0.66	2.06	-55.00	-36.16	净负债比率	0.00%	34.10%	55.61%	82.65%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	11.51	2.95	2.16	1.79
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	11.07	2.86	2.09	1.73
其他	0.66	2.06	-55.00	-36.16	营运能力				
现金净增加额	108.33	15.25	-31.50	-4.18	总资产周转率	0.49	0.49	0.49	0.52
					应收账款周转率	0.16	0.15	0.16	0.16
					应付帐款周转率	7.95	6.87	7.24	7.35
					每股指标(元)				
					每股收益	0.55	0.66	0.81	1.03
					每股经营现金	0.68	0.35	0.61	0.90
					每股净资产	6.52	7.18	7.65	8.57
					估值比率				
					P/E	31.17	42.15	34.33	26.98
					P/B	2.63	3.86	3.62	3.23
					EV/EBITDA	22.05	30.92	22.68	16.57

资料来源：港澳资讯、中山证券研究所

分析师介绍

林兴秋：林兴秋 医药生物行业高级研究员，浙江大学细胞生物学硕士，从事临床医师、新药研发等医药实业工作6年，具有执业医师资格证书。2010年开始医药生物行业研究，3年证券从业经历。2013年加入中山证券。

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告列明的日期后3个月内，以行业股票指数相对同期市场基准指数（中证800指数）收益率的预期表现为标准，区分为以下四级：

强于大市：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在5%以上；

同步大市：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告列明的发布日期后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：强于行业指数15%以上；

持有：强于行业指数5%~15%；

中性：相对于行业指数表现在-5%~5%之间；

卖出：弱于行业指数5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

要求披露

本报告由中山证券有限责任公司（简称“中山证券”或者“本公司”）研究所编制。中山证券有限责任公司是经监管部门批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

机构业务部咨询经理

上海

殷越

021-61681566

北京

深圳

风险提示及免责声明：

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。本报告提及的证券、金融工具的价格、价值及收入均有可能下跌，以往的表现不应作为日后表现的暗示或担保。您有可能无法全额取回已投资的金额。
- ★ 本报告无意针对或者打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。
- ★ 本报告是机密的，仅供本公司的个人或者机构客户（简称客户）参考使用，不是或者不应当视为出售、购买或者认购证券或其他金融工具的要约或者要约邀请。本公司不因收件人收到本报告而视其为本公司的客户，如收件人并非本公司客户，请及时退回并删除。若本公司之外的机构发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，本公司及本公司雇员不为前述机构之客户因使用本报告或者报告载明的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。
- ★ 任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等都只是研究观点的简要沟通，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。
- ★ 本报告基于已公开的资料或信息撰写，但是本公司不保证该资料及信息的准确性、完整性，我公司将随时补充、更新和修订有关资料和信息，但是不保证及时公开发布。本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告列明的发布日期当日的判断，本公司可以在不发出通知的情况下做出更改。本报告所包含的分析基于各种假设和标准，不同的假设和标准、采用不同的观点或分析方法可能导致分析结果出现重大的不同。本公司的销售人员、交易人员或者其他专业人员、其他业务部门也可能给出不同或者相反的意见。
- ★ 本报告可能附带其他网站的地址或者超级链接，对于可能涉及的地址或超级链接，除本公司官方网站外，本公司不对具体内容负责，客户需自行承担浏览这些网站的费用及风险。
- ★ 本公司或关联机构可能会持有本报告所提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能已经、正在或者争取向这些公司提供投资银行业务等各类服务。在法律许可的情况下，本公司的董事或者雇员可能担任本报告所提及公司的董事。撰写本报告的分析师的薪酬不是基于本公司个别投行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。因此，客户应当充分注意，本公司可能存在对报告客观性产生影响的利益冲突。
- ★ 在任何情况下，本报告中的信息或者所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，任何人不应当将本报告作为做出投资决策的惟一因素。投资者应当自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不就本报告的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。除法律强制性规定必须承担的责任外，本公司及雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。
- ★ 本报告版权归本公司所有，保留一切权利。除非另有规定外，本报告的所有材料的版权均属本公司所有。未经本公司事前书面授权，任何组织或个人不得以任何方式发送、转载、复制、修改本报告及其所包含的材料、内容。所有于本报告中使用的商标、服务标识及标识均为本公司所有。