

中药行业

报告原因: 中报公布

2013年8月30日

市场数据: 2013年8月30日

收盘价(元)	6.29
一年内最高/最低(元)	7.28/4.28
市净率	2.67
市盈率	34.4
流通A股市值(百万元)	3981

基础数据: 2013年6月30日

每股净资产(元)	2.35
资产负债率%	41.85
总股本/流通A股(百万)	692/633
流通B股/H股(百万)	

相关研究

- 《亚宝药业(600351)调研简报: 主业加速增长, 经营持续改善》
20130614

分析师: 裴云鹏

执业证书编号: S0760511010009
E-mail: peiyunpeng@sxzq.com

研究助理: 林小伟

E-mail: linxiaowei@sxzq.com
021-38529769

销售联系人: 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>

请务必阅读正文之后的特别声明部分

亚宝药业 (600351)

维持

产能受限致业绩低于预期, 但改善趋势不变

买入

公司研究/点评报告

盈利预测:

单位: 百万元、元、倍

	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	38.8
2013E	1623.21	776.45	154.37	0.22	28.2
2014E	2036.84	969.41	209.04	0.30	20.8
2015E	2524.41	1204.38	266.10	0.38	16.4

注: 市盈率是指目前股价除以各年业绩

事件: 2013年8月27日公司公布半年报, 上半年公司实现营业收入8.44亿元, 同比增长34.54%, 实现利润总额7636.95万元, 同比增长29.12%, 归属于上市公司股东的净利润6366.01万元, 同比增长28.57%, 扣非后净利润4997.86万元, 同比增长9.72%, EPS0.09元, 经营性现金流量净额4144.09万元, 同比增长12.75%。

● **去年同期 Q2 基数较高影响上半年业绩增速, 但改善趋势不变。** 上半年公司实现收入8.44亿元, 同比增长34.54%, 低于Q1增速, 主要是去年同期Q1收入较低、Q2收入较高及今年Q1有6000多万元的煤炭贸易收入从而导致今年Q1高增长而H1增速放缓。其中上半年医药制造业收入6.47亿元, 同比增长11.61%, 毛利率56.18%, 同比提升2.83个百分点; 医药商业及其他贸易1.82亿元, 同比大幅增长295.65%, 商业收入占比提升导致公司综合毛利率下降5.15个百分点至44.75%从而影响公司利润增速。但分季度来看, 公司Q2收入3.92亿元, 同比增长14.62%, 环比略高于Q1主业收入(扣除6000多万元其他贸易收入), 并且今年上半年两个单季度的收入水平均高于去年四个单季度的收入, 可见公司基本面继续向好, 改善趋势未变。

● **软膏剂恢复增长良好, 丁桂儿产能受限增长约20%。** 公司上半年软膏剂收入2.11亿元, 同比增长24.03%, 恢复增长良好, 毛利率84.84%, 与去年同期基本持平。我们预计丁桂儿收入超过2亿元, 同比增长约20%, 丁桂儿增速未能保持高增长主要是受限于新产能未释放(从德国引进的全自动化贴剂生产线2亿贴产能还未投产), 目前公司丁桂儿基本没库存供应紧张, 待下半年新产能逐步释放, 全年销售5亿元(含税)问题不大。此外潜力品种消肿止痛贴上半年增长较快, 已有500万左右收入, 今年能实现翻番以上的增长。

● **冻干粉针剂生产线停产改造及红花产能受限致注射剂增速下降, 红花将受益新标准认证及新产能投产后高增长可期。** 上半年公司注射液收入9863万元, 同比下降10.48%, 毛利率53.90%, 同比提升11.06个百分点(低毛利品种停产改造销售占比减少)。注射液出现下降主要是公司冻



干粉针剂生产线认证停产改造影响部分品种销售所致，随着下半年改造完成通过新版 GMP 认证后将逐步恢复原有增长水平。不过上半年公司注射剂品种中较具看点的红花和硫辛酸均保持较好增长势头，其中红花虽受限于产能仍取得 20%左右增长达到 4000 多万元收入，硫辛酸保持 50%以上增速。另一个对公司极大利好的是，7 月初国家对全国 16 家红花厂家进行了新标准认证，公司是仅有的 3 家通过认证的企业之一（另 2 家是太原华卫药业和雅安三九药业），而未通过新标准认证的厂家要停产改造达标才能生产，由于改造成本较高及年底新版 GMP 认证大限预计很多小厂家将退出红花市场，市场集中度将大幅提高，红花市场竞争格局会越来越好，待公司国家质量示范新项目投产后受益将非常明显，未来几年高增长可期。

● **片剂保持平稳增长。**上半年公司片剂收入 2.44 亿元，同比增长 8.93%，继续保持平稳增长，毛利率 41.70%，同比小幅下滑 1.60 个百分点。公司片剂主要些是较老的高血压药物，预计珍菊今年收入能达到 1 亿元，保持 20% 增长，其他品种小幅增长，这些品种毛利已较低进一步下降的空间不大。

● **业绩与评级。**我们预计 2013-2015 年公司实现净利润 1.54 亿元、2.09 亿元、2.66 亿元，分别同比增长 37.5%、36.4%、26.7%，EPS 分别为 0.22 元、0.30 元、0.38 元，以 8 月 30 日收盘价 6.29 元/股计算，对应 PE 分别为 29 倍、21 倍、17 倍。公司基本面改善趋势不变，主业将开始进入加速增长阶段，丁桂儿及红花注射液增长空间较大，未来几年增势良好，我们给予公司维持“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。



财务报表预测与财务指标						更新日期: 13/08/30					
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	1,914.23
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	1,346.04	1,328.42	1,235.18
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)	(7.05)	(6.96)	(6.47)
EBIT	292.18	143.65	222.48	286.17	353.74	固定资产净额	1,038.15	1,000.21	1,338.98	1,321.46	1,228.71
财务费用	44.72	47.29	48.57	45.83	43.71	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	32.01	4.68
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	1,412.98	1,353.46	1,233.38
营业利润	229.09	91.14	168.90	235.35	305.04	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	188.90	255.35	325.04	其他长期资产	64.43	74.06	74.06	74.06	74.06
所得税	43.99	19.16	28.34	38.30	48.76	资产总额	2,270.35	2,884.38	2,962.55	3,194.63	3,437.71
所得税率(%)	18.2%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%	循环贷款	660.00	815.17	720.06	718.69	662.59
净利润	197.41	109.86	160.57	217.04	276.28	应付款项	112.52	99.24	120.89	151.00	192.38
占营业收入比(%)	11.9%	8.7%	9.9%	10.7%	10.9%	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)	(10.18)	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	154.37	209.04	266.10	流动负债	937.42	1,063.94	1,024.50	1,099.44	1,143.91
YOY(%)	29.2%	-39.8%	37.5%	35.4%	27.3%	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	1,234.73	1,314.88	1,364.56
成长能力						少数股东权益	17.95	15.53	19.87	25.47	32.60
营业收入	40.7%	-23.8%	28.2%	25.5%	23.9%	股东权益	1,140.82	1,599.89	1,707.95	1,854.28	2,040.55
营业利润	43.5%	-60.2%	85.3%	39.3%	29.6%	负债和股东权益	2,270.35	2,884.38	2,962.55	3,194.63	3,437.71
净利润	29.2%	-39.8%	37.5%	35.4%	27.3%						
获利能力						现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
毛利率(%)	45.3%	51.3%	52.2%	52.4%	52.3%	税后利润	186.43	112.29	154.37	209.04	266.10
净利率(%)	11.9%	8.7%	9.9%	10.7%	10.9%	加: 少数股东损益	-5.67	1.23	4.34	5.60	7.13
ROE(%)	16.3%	7.0%	9.0%	11.3%	13.0%	公允价值变动	18.75	5.28	5.00	5.00	5.00
ROA(%)	8.2%	3.9%	5.2%	6.5%	7.7%	折旧和摊销	73.66	89.54	132.30	162.88	173.85
偿债能力						营运资金的变动	-186.31	-106.40	-110.09	-133.44	-165.14
流动比率	0.89	1.12	1.22	1.41	1.67	经营活动现金流	86.86	101.94	185.92	249.09	286.93
速动比率	0.66	0.85	0.88	1.01	1.18	短期投资	0.00	-1.70	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	49.0%	44.0%	41.7%	41.2%	39.7%	长期股权投资	4.60	-5.00	-5.00	-5.00	-5.00
营运能力						固定资产投资	-227.34	-321.93	-150.00	-100.00	-50.00
总资产周转率	73.2%	43.9%	54.8%	63.8%	73.4%	投资活动现金流	-222.74	-328.63	-155.00	-105.00	-55.00
应收账款周转天数	80.22	97.24	97.24	97.24	97.24	股权融资	0.00	348.78	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	89.68	192.09	192.09	192.09	192.09	长期贷款的增加/	-233.67	25.65	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)						公司债券发行/	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	0.29	0.16	0.22	0.30	0.38	股利分配	-90.09	-55.08	-46.31	-62.71	-79.83
每股净资产	1.80	2.31	2.47	2.68	2.95	计入循环贷款前	-323.76	319.35	-46.31	-62.71	-79.83
估值比率						循环贷款的增加	610.00	227.99	-95.11	-1.37	-56.10
P/E	21.4	38.8	28.2	20.8	16.4	融资活动现金流	-37.52	517.91	-141.42	-64.09	-135.93
P/B	3.5	2.7	2.5	2.3	2.1	现金净变动额	-173.40	291.22	-110.50	80.00	96.00

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。