

中药行业

报告原因：三季报公布

2013年10月30日

市场数据：2013年10月29日

收盘价(元)	6.15
一年内最高/最低(元)	7.28/4.28
市净率	2.55
市盈率	26.9
流通A股市值(百万元)	3893

基础数据：2013年9月30日

每股净资产(元)	2.41
资产负债率%	43.61
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)中报点评：产能受限致业绩低于预期，但改善趋势不变》，20130830
- 《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

业绩基本符合预期，新产能释放在即

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	37.9
2013E	1623.21	776.45	154.37	0.22	27.6
2014E	2036.84	969.41	209.04	0.30	20.4
2015E	2524.41	1204.38	266.10	0.38	16.0

注：市盈率是指目前股价除以各年业绩

事件：公司公布2013年三季报，1-9月公司实现营业收入11.85亿元，同比增长29.98%，归属于母公司股东的净利润1.06亿元，同比增长76.94%，扣非后净利润7104.17万元，同比增长36.45%，EPS 0.15元，经营性现金流量净额5755.07万元，同比大幅增长166.35%。

● **经营持续改善，业绩基本符合预期。**报告期内，公司营业收入、净利润、扣非净利润分别同比增长29.98%、76.94%、36.45%，EPS 0.15元，公司经营持续改善，基本符合此前我们的判断。公司净利润增速远高于收入增速的主要原因是去年同期基数较低（去年第三季度丁桂儿渠道控货致销售大幅下降）、以及上半年太原子公司出售土地、第三季度四川子公司出售孙公司所获非经常损益大幅增加所致。近年来公司逐步整合旗下资产，清理子公司负担，开始聚焦医药主业，值得关注。

● **主要品种增长良好，新产能释放在即。**前三季度，公司主要品种增势良好，其中预计丁桂儿收入3.1亿元左右，增长40%以上（去年第三季度基数较低），全年实现含税收入5亿问题不大，明年起公司将启用2条全自动生产线（产能2亿贴）；公司重点推广的潜力品种消肿止痛贴大幅增长实现收入1200万元左右，明年将继续高增长；红花注射液第三季度已开始受益于竞争格局的有利变化（实施国家新标准后由原先16家竞争减少至5家）开始加速增长，预计增长25%左右（上半年增长16%），预计全年收入在8000万元以上，同时红花新生产线（产能扩增至1.8亿支）即将通过新版GMP认证投产，产能偏紧状况得以解决，充分保障未来几年高增长；硫辛酸注射液继续高增长，预计在50%以上。

● **维持“买入”评级。**公司独家品种丁桂儿脐贴是全国知名的儿科用药品牌，我们认为未来几年在丁桂儿和红花双轮驱动、以及潜力品种消肿止痛贴和硫辛酸高增长带动下，公司经营将持续改善，恢复高增长可期。我们预计13-15年公司净利润分别同比增长37.5%、36.4%、26.7%，EPS分别为0.22元、0.30元、0.38元，我们维持“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: 13/10/29					
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/ (减少)	-233.67	25.65	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)						公司债券发行/ (偿还)	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	计入循环贷款前循环贷款的增加/ (减少)	-323.76	319.35	-46.31	-62.71	-79.83
估值比率						融资活动现金流	-37.52	517.91	-141.42	-64.09	-135.93
P/E	20.9	37.9	27.6	20.4	16.0	现金净变动额	-173.40	291.22	-110.50	80.00	96.00
P/B	3.4	2.7	2.5	2.3	2.1						

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。