

2010年3月5日

亚宝药业

募投项目即将贡献收益

A
买入

600351.SS - 人民币 21.65

目标价: 人民币 25.95 (↑22.04)

贺长明

(8610) 6622 9080

changming.he@bocigroup.com

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	30	19	22	123
相对新华富时A50指数(%)	41	19	35	87

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	316
流通股(%)	83
流通股市值(人民币 百万)	5,694
3个月日均交易额(人民币 百万)	136
净负债比率(%)	12
主要股东(%)	
山西芮城欣钰盛科技公司	17

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

09年, 公司实现销售收入 14.88 亿元, 同比增长 18.6%; 实现归属于母公司的净利润约 1.29 亿元, 同比增长 51.3%; 每股收益 0.41 元, 每股经营性净现金流 1.16 元, 业绩基本符合预期。公司 2008 年公开增发的投资项目将陆续建成投产, 为公司的持续增长提供产能保障。我们小幅上调公司医药主业 2010-12 年的盈利预测至 0.661、0.896 和 1.134 元, 未来三年净利润复合增长率到达 40.6%, 基于 35 倍 2010 年市盈率, 并考虑地产业务利润以及其他大额非经常性损益的价值, 上调目标价至 25.95 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 09 年医药工业销售收入同比增长 18.9%, 募投项目投产将支撑未来的持续增长。
- 对下属子公司的营销整合逐步见效, 对北京中医药大学药厂的并购将增厚公司利润。
- 公司是营销渠道完善的普药生产企业, 有望受益于医改的推进。

影响评级的主要风险

- 公司产品销售受政策影响较大, 可能低于预期。

估值

- 考虑到公司收购北京中医药大学药厂, 以及募投项目投产等因素, 我们小幅上调 2010-12 年每股盈利预测至 0.661、0.896 和 1.134 元, 目标价由 22.04 元上调至 25.95 元, 维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	1,255	1,488	1,826	2,215	2,650
变动(%)	27	19	23	21	20
净利润(人民币 百万)	85	129	209	283	359
全面摊薄每股收益(人民币)	0.540	0.409	0.661	0.896	1.134
变动(%)	59.5	(24.4)	61.8	35.4	26.7
市场预期每股收益(人民币)	-	0.485	0.679	0.880	-
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.641	0.805	1.034
调整幅度(%)	-	-	3.1	11.2	9.7
核心每股收益(人民币)	0.521	0.400	0.653	0.888	1.126
变动(%)	55.6	(23.2)	63.3	35.9	26.9
全面摊薄市盈率(倍)	40.1	53.0	32.7	24.2	19.1
核心市盈率(倍)	41.5	54.1	33.1	24.4	19.2
每股现金流量(人民币)	0.65	1.16	0.75	0.17	2.36
价格/每股现金流量(倍)	33.3	18.6	28.8	131.0	9.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.2	31.2	21.2	16.5	7.4
每股股息(人民币)	0.200	0.200	0.331	0.448	0.567
股息率(%)	0.9	0.9	1.5	2.1	2.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

业绩符合预期，提高目标价至 25.95 元

09 年，公司实现销售收入 14.88 亿元，同比增长 18.6%；实现归属于母公司的净利润约 1.29 亿元，同比增长 51.3%；每股收益 0.41 元，每股经营性净现金流 1.16 元，业绩基本符合预期。公司 2008 年公开增发募集资金的投资项目将陆续建成投产，为公司的持续增长提供产能保障。我们小幅上调公司医药主业 2010-12 年的盈利预测至 0.661、0.896 和 1.134 元，未来三年净利润复合增长率到达 40.6%，基于 35 倍 2010 年市盈率，并考虑地产业务利润以及其他大额非经常性损益的价值，上调目标价至 25.95 元，维持**买入**评级。

图表 2. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2008	2009	同比变动%
营业收入	1,254.7	1,488.3	18.6
营业成本	840.0	969.3	15.4
营业税及附加	8.0	9.0	13.3
分销成本	160.6	207.6	29.3
管理费用	113.2	124.4	9.9
财务成本	25.1	25.6	2.1
资产减值损失	1.5	(0.3)	(119.0)
投资收益/(亏损)	(0.3)	0.3	(221.6)
营业利润	106.1	153.0	44.3
税前利润	111.4	155.7	39.7
所得税	24.7	27.5	11.6
归属母公司净利润	85.5	129.3	51.3
少数股东损益	1.3	(1.1)	(186.5)
每股收益(人民币)	0.27	0.41	51.3
主要比率 (%)			
毛利率	32.4	34.3	
经营利润率	8.5	10.3	
净利率	6.8	8.7	

资料来源：公司数据

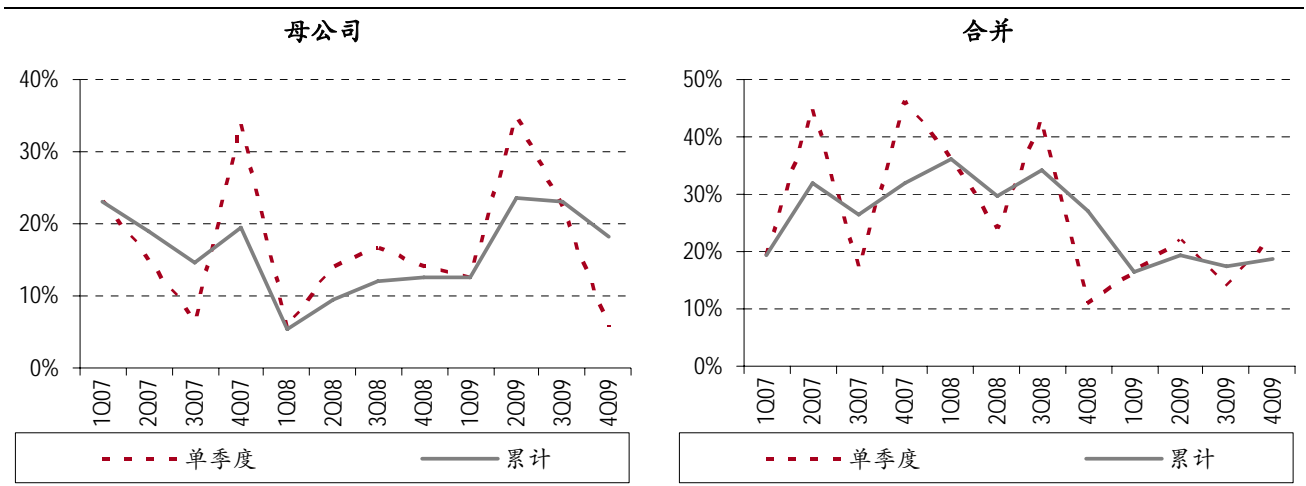
募投资项目陆续投产，医药工业维持快速增长势头

2009 年，公司医药生产业务同比增长 18.89%，保持了较高的增长速度。从下图可以看出，以医药工业为主的母公司销售收入在 2、3 季度均超过了 20%，但可能由于结算方面的因素，4 季度的同比增速有所下降。公司 09 年医药商业的销售增速为 20.4%，与行业水平相当。主要产品方面，丁桂儿脐贴增长平稳，而硝苯地平缓释片销售过亿元，成为公司第二个过亿元的产品。

目前，公司 2008 年公开增发的投资项目中，冻干粉针生产线和软胶囊生产线都已经建成投产，北京亚宝生物药业已经完工等待 GMP 认证，缓控释生产线也即将完工，丁桂自动生产线也有望 2010 年下半年建成投产。随着这些项目的逐步投产以及新产品的大量上市，我们预计，公司良好的增长势头还将延续。

09 年，公司新上市的产品包括退热贴、醒脑贴等巴布剂，也包括安神补脑胶囊、葫芦素片等 10 多个品种，缓控释方面公司已经获得批文的包括硝苯地平、阿司匹林双嘧达莫、二甲双胍、氯化钾、氨茶碱等缓释片，公司的产品集群进一步壮大。

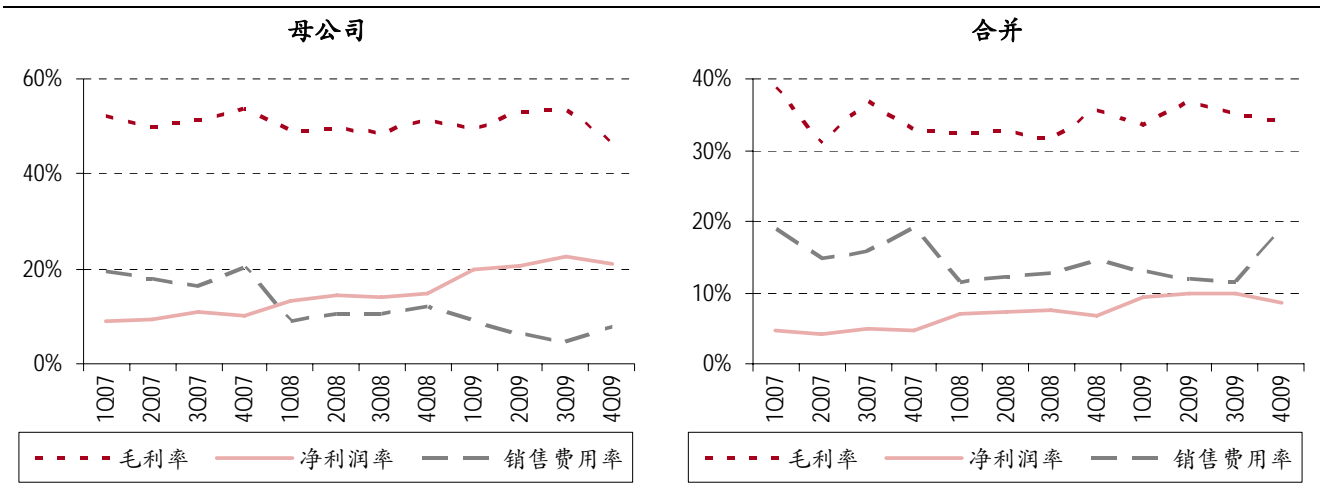
图表 3. 亚宝药业母公司及合并报表的季度销售收入同比增速变动情况



资料来源：公司数据，中银国际研究

利润率稳步提升

从下图可以看出，不管是母公司还是合并报表，除了 4 季度有一定下滑外，2009 年前 3 季度公司的毛利率和净利率水平均稳步提升，公司的销售费用率则逐步下降。我们预计，随着公司销售收入的快速增长，以及产品结构的改善，公司的利润水平将平稳上升。

图表 4. 亚宝药业母公司及合并报表的利润率变动情况


资料来源：公司数据，中银国际研究

子公司业绩好转，并购增厚利润

从下图可以看出，随着公司营销整合的逐步见效，公司下属各子公司的业绩均有一定程度的好转。虽然由于内部结算的原因，部分子公司的业绩有一定的波动，但是整体而言，下属子公司逐步走上了正确的增长轨道，未来将贡献更大的利润。

图表 5. 亚宝药业主要子公司情况

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
亚宝药业四川制药 销售收入		2,832	2,785	3,681	5,060	5,719
净利润	(490)	(974)	(660)	(103)	(325)	234
亚宝药业太原制药 销售收入		208	1,279	2,464	4,216	4,045
净利润		(736)	(1,199)	(876)	(14)	(90)
亚宝药业大同制药 销售收入		2,489	2,480	2,651	3,302	3,054
净利润	343	344	273	202	259	347
亚宝药业经销公司 销售收入		5,436	22,234	41,683	47,720	76,461
净利润		55	(3)	311	940	56
太原亚宝医药公司 销售收入					15,149	21,972
净利润					1,818	2,022
亚宝新龙药业公司 销售收入		26,297	27,573	42,612	51,450	58,226
净利润		(8)	22	439	17	48

资料来源：公司数据

公司将以 6,532 万元的价格收购北京中医药大学药厂 70% 的股权，未来随着公司对北京中医药大学药厂产品的整合，该收购将会增厚公司的净利润。由于现金流充沛，公司未来还将寻求合适的并购目标。

未来业绩有望持续高增长

为了应对医改带来的机遇，公司 2010 年将从研发、生产、营销甚至财务方面加强管理，构筑更强的竞争力。公司募投项目的建成投产将为公司提供产能保障，由于公司大量普药品种进入基本药物目录和医保目录，公司又是具有区域优势的医药企业，因此我们认为，公司将明显受益于医改的推进。

与此同时，公司主导产品丁桂儿脐贴具有一定的提价空间，为了配合脐贴 2010 年进军大型城市的战略转移，公司有可能对脐贴的出厂价进行一定的上调，由此带来业绩的超预期。公司地产项目的巨额利润和大量非经常性损益也为公司业绩提供了较大的弹性。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	1,255	1,488	1,826	2,215	2,650
销售成本	(840)	(969)	(1,177)	(1,423)	(1,708)
运营费用	(239)	(296)	(321)	(359)	(45)
息税折旧前利润	176	223	328	433	897
折旧与摊销	(43)	(45)	(52)	(66)	(436)
营业利润(息税前利润)	133	178	276	368	461
净利息收入(费用)	(25)	(26)	(28)	(31)	(34)
其它盈利/(亏损)	4	3	3	3	3
税前利润	111	156	251	340	430
所得税	(25)	(28)	(43)	(54)	(69)
少数股东损益	(1)	1	1	(2)	(2)
净利润	85	129	209	283	359
核心净利润	82	127	207	281	356
每股收益(人民币)	0.540	0.409	0.661	0.896	1.134
核心每股收益(人民币)	0.521	0.400	0.653	0.888	1.126
每股股息(港币)	0.200	0.200	0.331	0.448	0.567
收入增长(%)	27	19	23	21	20
息税前利润增长(%)	52	34	55	33	25
息税折旧前利润增长(%)	38	27	47	32	107
每股收益增长(%)	60	(24)	62	35	27
核心每股收益增长(%)	56	(23)	63	36	27

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	111	156	251	340	430
折旧与摊销	43	45	52	66	436
净利息费用	25	26	28	31	34
营运资本变动	(55)	167	(51)	(330)	(85)
支付所得税	(25)	(28)	(43)	(54)	(69)
其它经营现金流	3	3	0	0	0
经营活动产生的现金流	103	369	238	52	747
购建固定资产净额	(148)	(270)	(80)	(50)	(50)
投资减少/(增加)	1	4	0	0	0
其它投资现金流	(3)	(21)	(5)	(5)	(6)
投资活动产生的现金流	(150)	(288)	(85)	(55)	(56)
净股本增加	360	0	0	0	0
净负债增加	7	146	(95)	(70)	(70)
支付股息	(32)	(63)	(105)	(142)	(179)
其它筹资现金流	4	2	(70)	(31)	(34)
筹资活动产生的现金流	339	85	(269)	(243)	(284)
现金余额变动	292	166	(116)	(246)	407
年初现金	69	361	527	411	165
公司自由现金流	(47)	81	153	(3)	691
股权自由现金流	(65)	202	30	(104)	587

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及等价物	362	527	411	165	573
应收帐款	163	189	233	272	315
库存	304	340	412	498	598
其它流动资产	87	138	59	71	85
流动资产合计	916	1,195	1,115	1,006	1,571
固定资产	562	795	817	796	405
无形资产	152	167	173	179	184
其它长期资产	44	53	68	73	79
长期资产合计	758	1,015	1,058	1,048	667
总资产	1,674	2,210	2,173	2,054	2,238
应付账款	189	442	486	278	334
短期债	358	321	246	196	146
其它流动负债	109	175	153	168	185
流动负债合计	656	938	884	642	664
长期债	117	301	281	261	241
其它长期负债	70	72	30	30	30
股本	158	316	316	316	316
资本公积	640	557	636	777	957
股东权益	798	873	952	1,094	1,273
少数股东权益	32	26	25	27	29
负债权益总计	1,674	2,210	2,173	2,054	2,238
每股账面价值(人民币)	5.05	2.76	3.01	3.46	4.02
每股有形资产(人民币)	4.08	2.23	2.46	2.89	3.44
净负债/(现金)(人民币)	0.72	0.30	0.37	0.92	(0.59)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	14.0	15.0	18.0	19.6	33.9
息税前利润率	10.6	12.0	15.1	16.6	17.4
税前利润率	8.9	10.5	13.7	15.3	16.2
净利率	6.8	8.7	11.5	12.8	13.5
流动性(倍)					
流动比率	1.4	1.3	1.3	1.6	2.4
利息覆盖倍数	5.3	7.0	9.8	11.9	13.5
净权益负债率(%)	13.7	10.5	11.9	26.0	净现金
速动比率	0.9	0.9	0.8	0.8	1.5
估值(倍)					
市盈率	40.1	53.0	32.7	24.2	19.1
核心业务市盈率	41.5	54.1	33.1	24.4	19.2
目标价对应核心业务市盈率	48.0	63.5	39.2	29.0	22.9
市净率	4.3	7.8	7.2	6.3	5.4
价格/现金流	33.3	18.6	28.8	131.0	9.2
企业价值/息税折旧前利润	20.2	31.2	21.2	16.5	7.4
周转率					
存货周转天数	94.8	121.3	116.6	116.7	117.1
应收帐款周转天数	52.2	43.2	42.2	41.5	40.4
应付帐款周转天数	42.8	77.4	92.8	63.0	42.2
回报率(%)					
股息支付率	37.0	49.0	50.0	50.0	50.0
净资产收益率	10.7	14.8	22.0	25.9	28.2
资产收益率	6.2	6.6	10.5	15.0	17.3
已运用资本收益率	10.2	11.7	18.3	23.3	27.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 3 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话:(8621) 6860 4866
传真:(8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话:(8610) 6622 9000
传真:(8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话:(4420) 7022 8888
传真:(4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话:(1) 212 259 0888
传真:(1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话:(65) 6412 8856 / 6412 8630
传真:(65) 6534 3996 / 6532 3371