

评级：买入 维持评级

业绩点评

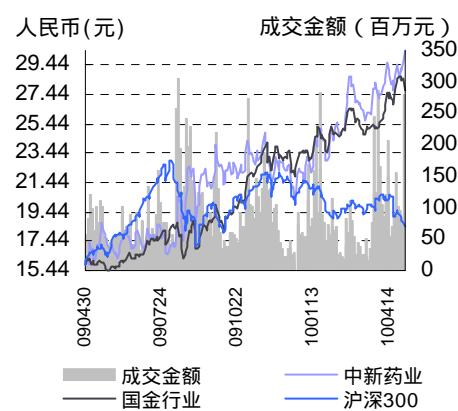
市价（人民币）：30.45 元

目标（人民币）：元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	86.28
总市值(百万元)	11,255.98
年内股价最高最低(元)	30.45/15.80
沪深 300 指数	3060.06
上证指数	2868.43



相关报告

- 《三季报一般,关注明年业绩的持续性》, 2009.11.1
- 《改革进入稳定期,业绩有望具备持续性》, 2009.8.16
- 《今年改革持续推进,效果有望明年显现》, 2009.8.2

李敬雷 联系人
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号 : S1130208070242
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

李龙俊 联系人
(8621)61038315
lijl@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.493	0.697	0.808	1.102	1.449
每股净资产(元)	3.34	4.11	4.92	5.64	7.08
每股经营性现金流(元)	0.42	0.23	1.84	1.10	1.46
市盈率(倍)	18.15	30.97	37.67	27.64	21.02
行业优化市盈率(倍)	35.34	66.23	66.23	66.23	66.23
净利润增长率(%)	N/A	41.60%	15.89%	36.29%	31.51%
净资产收益率(%)	14.74%	16.97%	16.43%	19.55%	20.45%
总股本(百万股)	369.65	369.65	369.65	369.65	369.65

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司公布 2010 年一季报，实现全面摊薄后主业每股收益 0.302 元，在去年高基数的情况下实现了 20% 的增长，高于市场的一致预期。
- 公司一季度实现销售收入 7.41 亿元，同比增长 9.28%；实现营业利润 1.22 亿元，同比增长 32.29%；实现归属于母公司的净利润 1.12 亿元，同比增长 21.81%。

经营分析

- 公司一季度销售收入同比增长 9.28%，增速不快，主要原因是公司一季度仍然采取对主要产品速效救心丸的限货策略，进行渠道库存的清理，为营销改革铺路。在这样的情况下，仍然实现了 10% 的增长，显示了其他产品销售状况较好。
- 公司一季度毛利率同比提升了 4 个百分点，主要原因是主要产品速效救心丸一季度数次上调出厂价。
- 公司一季度各个子公司经营状况普遍好转，中美史克度业绩恢复，同比增长 30%，大幅超我们的预期，由此也导致了公司营业利润增速超过毛利增速 10 个点。
- 随着连续两年利润的积累，公司一季度首次出现正的税赋，导致净利润增速低于利润总额增速。

投资建议

- 公司还是处在营销改革过程中，有长期配置的价值。公司过去两年一直在营销改革的过程中，随着改革措施的变动业绩也产生逐季波动（去年呈现前高后低走势），我们认为这是营销改革过程的正常现象。我们认为公司的营销改革有望今年结束并取得成果，这样公司未来的业绩将变得稳定，这两年业绩的波动性也有望转为业绩弹性。如果今年公司营销改革顺利结束，速效救心丸有望实现量价齐升的局面，最终有望成为过 10 亿品种（在去年基数上翻倍），公司利润的成长空间比较广阔。
- 在目前改革还有不确定性的背景下，我们仍然采取保守预测，我们预测公司 2010、2011 年主业 EPS 为 0.808 元、1.102 元，同比增长 42%、36%，目前估值 38 倍。对于处于转型期的公司，未来业绩有超预期的可能，短期的估值压力下仍然有配置的价值，维持“买入”评级。
- 其他股价刺激因素：10 送 10 获批。

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	2,258	2,365	2,881	3,226	3,645	4,070
增长率		4.7%	21.8%	12.0%	13.0%	11.7%
主营业务成本	-1,467	-1,474	-1,778	-1,895	-2,077	-2,277
% 销售收入	65.0%	62.3%	61.7%	58.7%	57.0%	55.9%
毛利	791	891	1,103	1,331	1,568	1,793
% 销售收入	35.0%	37.7%	38.3%	41.3%	43.0%	44.1%
营业税金及附加	-17	-18	-21	-23	-29	-33
% 销售收入	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%
营业费用	-522	-519	-623	-710	-787	-855
% 销售收入	23.1%	22.0%	21.6%	22.0%	21.6%	21.0%
管理费用	-322	-260	-291	-316	-343	-366
% 销售收入	14.3%	11.0%	10.1%	9.8%	9.4%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	-70	94	167	283	409	540
% 销售收入	n.a	4.0%	5.8%	8.8%	11.2%	13.3%
财务费用	-78	-74	-49	-42	-43	-46
% 销售收入	3.4%	3.1%	1.7%	1.3%	1.2%	1.1%
资产减值损失	-114	4	4	0	-16	-14
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	199	74	88	120	145	170
% 税前利润	-698.1%	43.8%	34.4%	33.2%	29.3%	26.2%
营业利润	-63	98	209	361	495	650
营业利润率	n.a	4.2%	7.3%	11.2%	13.6%	16.0%
营业外收支	34	71	47	0	0	0
税前利润	-29	169	256	361	495	650
利润率	n.a	7.1%	8.9%	11.2%	13.6%	16.0%
所得税	-21	29	19	-51	-74	-98
所得税率	n.a	-17.4%	-7.5%	14.0%	15.0%	15.0%
净利润	-49	198	275	311	421	553
少数股东损益	24	16	17	12	14	17
归属于母公司的净利润	-73	182	258	299	407	536
净利率	n.a	7.7%	8.9%	9.3%	11.2%	13.2%

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	356	362	365	380	420	678
应收账款	533	520	690	706	784	865
存货	395	441	516	571	626	686
其他流动资产	50	63	70	97	106	116
流动资产	1,335	1,387	1,641	1,754	1,936	2,345
% 总资产	38.4%	40.2%	44.7%	48.2%	48.2%	50.8%
长期投资	709	601	630	631	630	630
固定资产	1,256	1,234	1,136	1,046	1,238	1,421
% 总资产	36.2%	35.8%	31.0%	28.8%	30.8%	30.8%
无形资产	172	202	215	211	217	217
非流动资产	2,137	2,058	2,026	1,884	2,082	2,270
% 总资产	61.6%	59.8%	55.3%	51.8%	51.8%	49.2%
资产总计	3,472	3,445	3,667	3,638	4,017	4,615
短期借款	970	932	778	105	94	0
应付款项	836	854	792	1,169	1,284	1,406
其他流动负债	105	151	154	165	161	177
流动负债	1,911	1,937	1,724	1,439	1,540	1,584
长期贷款	120	0	100	100	100	101
其他长期负债	96	36	55	0	0	0
负债	2,127	1,972	1,879	1,539	1,640	1,685
普通股股东权益	1,110	1,236	1,520	1,818	2,083	2,619
少数股东权益	236	237	268	280	294	311
负债股东权益合计	3,472	3,445	3,667	3,638	4,017	4,615

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	-0.197	0.493	0.697	0.808	1.102	1.449
每股净资产	3.002	3.343	4.111	4.919	5.635	7.084
每股经营现金净流	0.050	0.421	0.226	1.836	1.103	1.465
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	-6.56%	14.74%	16.97%	16.43%	19.55%	20.45%
总资产收益率	-2.10%	5.29%	7.03%	8.21%	10.14%	11.61%
投入资本收益率	-4.95%	4.58%	6.70%	10.56%	13.53%	15.14%
增长率						
主营业务收入增长率	5.04%	4.73%	21.79%	11.98%	12.99%	11.66%
EBIT增长率	-80.36%	#####	77.11%	69.74%	44.62%	31.89%
净利润增长率	-80.72%	N/A	41.60%	15.89%	36.29%	31.51%
总资产增长率	-0.98%	-0.79%	6.45%	-0.79%	10.42%	14.87%
资产管理能力						
应收账款周转天数	45.7	45.7	48.3	46.0	46.0	46.0
存货周转天数	110.2	103.6	98.3	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	73.1	72.1	76.5	75.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	201.9	184.1	149.0	122.7	113.0	108.8
偿债能力						
净负债/股东权益	54.52%	38.70%	28.70%	-8.31%	-9.49%	-19.68%
EBIT利息保障倍数	-0.9	1.3	3.4	6.8	9.5	11.8
资产负债率	61.25%	57.25%	51.24%	42.31%	40.82%	36.51%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	1	1	3
买入	0	1	1	1	4
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.50	1.50	1.50	1.54

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-02-13	买入	10.89	11.00 ~ 11.00
2 2009-03-31	买入	13.28	N/A
3 2009-04-27	买入	15.81	N/A
4 2009-05-18	买入	18.51	N/A
5 2009-08-02	买入	16.82	20.00 ~ 20.00
6 2009-08-16	买入	18.68	N/A
7 2009-11-01	买入	23.54	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：200011
地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层

北京

电话：(8610)-66215599-8832
传真：(8610)-61038200
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100032
地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：(86755)-82805115
传真：(86755)-61038200
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室