

## 亚宝药业（600351）

### ——二次腾飞的开始

#### 基本数据 2010-05-13

收盘价（元）	19.93
市盈率	48.78
市净率	6.873
每股净资产（元）	2.91
资产负债率%	59.28%
总股本（亿股）	3.1648
流通 A 股（亿股）	3.1648
流通 A 股市值（亿元）	63.296

#### 一年内股价走势：



研究员：李权兵

电话：020-37865072

EMAIL：liqb@wlzq.com.cn

报告日期：2010-5-13

#### 投资要点：

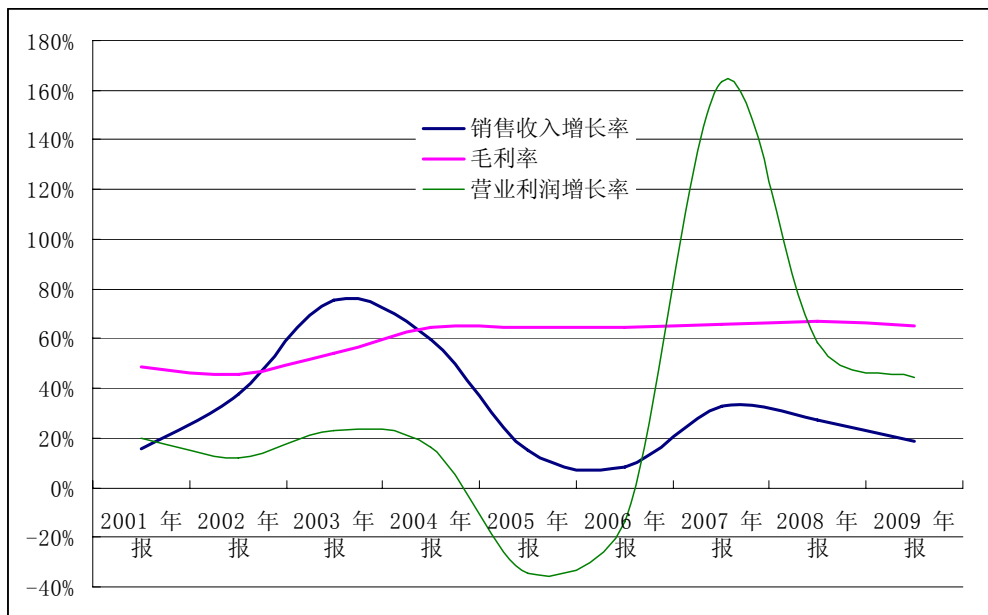
- 亚宝药业进入08、09年后，在产能和产品上又遇到了瓶颈，因此公司于2008年5月公开增发2511.3万股，募集资金345,257,557.00元，对多个项目进行投资，其中主要有：中药透皮制剂丁桂儿脐贴全自动生产线项目、缓控释类制剂生产线项目。这两个项目均将在年内建成投产。
- 目前丁桂儿脐贴主要通过OTC销售，主要市场在二级及以下城市，在大城市中销售占比较低。为此公司多方着手，开拓市场：1、公司在巩固原有市场的同时专门成立了100人左右的销售队伍，针对一级市场进行营销。2、针对医院市场开发了专门的产品，有针对性的对妇幼医院等进行营销。3、增加了消食等适应症，使丁桂儿脐贴不仅可以治疗小儿泄泻、腹痛，也同时具有增加小儿食欲等功能。
- 丁桂儿脐贴是比较有特点的产品，在市场上基本没有同类产品，公司的主要竞争对手是口服制剂，如果营销策略得当，在一级市场将会有较好的表现。同时，与竞争产品相比，公司产品的价格相对较低，仍存在着一定的提价空间。因此我们认为丁桂儿脐贴有望在今后几年内保持较高的增长。
- 项目总投资近2亿的控缓释生产线，主要设备均由国外进口，完全按照美国FDA的GMP标准建设，预计将于6月底建成。控缓释制剂在国内的发展前景广阔，因其技术较新、门槛相对较高，因此产品毛利率相对较高，吸引了国内较多的企业进入到此领域。但总体来讲产品质量上与国外同类产品相比仍有一定差距，此次亚宝药业新生产线的投产将会使其产品质量达到国外同类产品的水平，有助于公司产品的推广及价格维护。同时公司在生产线建成后将积极申请FDA及欧盟的GMP认证，为公司走向国际化打下坚实的基础。
- 在不计算房地产收益的情况下，我们预计公司10、11年实现每股收益0.61、0.75元，目前公司股价约为20元，对应的11年动态市盈率为26倍。考虑到控缓释产品今后的发展前景，我们看好公司的未来，给予公司“增持”评级。

亚宝药业山西省最大的医药生产企业之一，主要生产中药、西药、原料药等 300 多个品种，下设 6 个分公司，11 个子公司，员工 5200 多人。公司目前的利润主要来自于两个方面，一是中药产品“丁桂儿脐贴”，丁桂儿脐贴主要用于小儿泄泻，腹痛的辅助治疗，为国内独家产品，09 年销售约 2.58 亿元，占公司 09 年主营业务毛利的 43%。公司另一个主要利润来源是心血管类药品，公司在心血管领域的产品较多，其中珍菊降压片 09 年销售过亿，硝苯地平缓释片销售超过 6000 万。

## 一、遭遇发展瓶颈

从历史上看，公司在 04-06 年销售收入增长率及营业利润增长率都出现了下降，主要原因在于产能跟不上销售收入的增长。随着募投项目的完成，公司在 06 以后销售增长率逐步恢复，同时公司加强了产品结构调整和内部管理，销售毛利率稳中有升，费用率下降，因此营业利润的增长要远高于销售收入的增长率。

图一、亚宝药业销售收入增长率、毛利率及营业利润增长率对比



进入 08、09 年后，公司在产能和产品上又遇到了瓶颈，因此公司于 2008 年 5 月公开增发 2511.3 万股，募集资金 345,257,557.00 元，对多个项目进行投资，其中主要有：中药透皮制剂丁桂儿脐贴全自动生产线项目、缓控释类制剂生产线项目。这两个项目均将在年内建成投产。

## 二、主打产品丁桂儿脐贴——仍有上升空间

丁桂儿脐贴是目前儿童腹泻药市场的头号品牌，主要适用于小儿泄泻、腹痛的辅助治疗。目前丁桂儿脐贴主要通过 OTC 销售，主要市场在二级及以下城市，在大城市中销售占比较低。募投项目建成后，丁桂儿脐贴

的产能将翻倍，对市场开拓的要求更为迫切。为此公司多方着手，开拓市场：

- 1、公司在巩固原有市场的同时专门成立了 100 人左右的销售队伍，针对一级市场进行营销。
- 2、针对医院市场开发了专门的产品，有针对性的对妇幼医院等进行营销。
- 3、增加了消食等适应症，使丁桂儿脐贴不仅可以治疗小儿泄泻、腹痛，也同时具有增加小儿食欲等功能。

丁桂儿脐贴是比较有特点的产品，在市场上基本没有同类产品，公司的主要竞争对手是口服制剂，如果营销策略得当，在一级市场将会有较好的表现。同时，与竞争产品相比，公司产品的价格相对较低，仍存在着一一定的提价空间。因此我们认为丁桂儿脐贴有望在今后几年内保持较高的增长。

### 三、缓控释药品——高速成长的领域

缓控释制剂的研究开发始于 20 世纪 70 年代初期，缓控释技术是指控制药物释放速度，减少或避免血药浓度的“峰谷”波动，使药物较平稳地持续发挥疗效。但控释药物与缓释药物的区别在于释药规律与血药浓度上有所区别。控释制剂侧重于在特定的生理状态如定时控制药物释放及其浓度，缓释制剂侧重于长效稳定的浓度。两种药物针对体内吸收、分布、代谢、排泄平衡及影响因素的假设条件不同，控释剂型更严格、更全面地针对体内诸多影响因素，更符合药物充分利用规律。但由于二者区别并不十分明显，因此大多数时候对其名称并未严格区分，统称为控缓释药物。

与以往的常规给药相比，控缓释制剂的主要优点有：在体液内长期保持有效治疗浓度；减少给药次数，方便患者服药；减少血药浓度的峰谷现象，降低毒副作用，提高疗效；增加药物治疗的稳定性，采用多种药物联合应用，减少耐药性产生；减少药物剂量，采用特定靶器官直接释药，避免全身副作用。

由于这些优点，控缓释制剂被称为继常规制剂后的第二代和第三代药物制剂，是目前国际医药领域发展最快、产业化水平最高的新型药物制剂。

近年来缓控释制剂研究发展十分迅速，2000-2005 年缓控释制剂的全球释药系统销售额增长率为 87.86%。国外上市的该类制剂品种达 200 余种、500 多个规格；国内也在不断增加，随着康泰克、芬必得、洛赛克等药品的畅销，人们对控缓释药物的认知逐渐增强，2005 年版药典中已收录达 10 多种。

亚宝药业目前的控缓释药品主要是硝苯地平缓释片，其销售额在 2008 年仅为 3500 万左右，到 09 年已经增长到 6000 万以上，从一季度的销售情况来看，今年销售超过 1 亿元的可能性较大。在此次募集资金投资项目中，缓控释类制剂生产线项目是重中之重，项目总投资近 2 亿。该项目在山西及北京按照美国的 GMP 标准兴建，主要设备均由国外进口，为国内最先进的控缓释生产线。生产线将于 6 月底建成，如果一切正常的话，

年底将可以正式投产。投产后，片剂产能问题将完全解决。从产品来看，公司除了现有的硝苯地平缓释片外，今年将会有 5 个左右的控缓释品种获得批文。

控缓释制剂在国内的发展前景广阔，因其技术较新、门槛相对较高，因此产品毛利率相对较高，吸引了国内较多的企业进入到此领域。但总体来产品质量上与国外同类产品相比仍有一定差距，此次亚宝药业新生产线的投产将会使其产品质量达到国外同类产品的水平，有助于公司产品的推广及价格维护。同时公司在生产线建成后将积极申请 FDA 及欧盟的 GMP 认证，为公司走向国际化打下坚实的基础。

## 四、多元化发展

**儿科产品：**除了丁桂儿脐贴、葡萄糖酸锌、葡萄糖酸钙口服液外，公司还有两个巴布剂新产品（退热贴和醒脑贴）目前已经投产。

**中药注射剂：**09 年公司中药注射剂的销售规模约为 1.1 亿元，主要产品有红花注射液、冠心宁注射液以及收购北京中医药大学药厂后获得的清开灵注射液。中药注射剂行业经过 08 年的低谷后，正在恢复发展，同时中药注射剂作为中药现代化的一条探索路径，发展前景看好。公司利用与北京中医药大学合资经营企业的关系，与北京中医药大学开展了全面合作，获得大学的科研力量支持，为中药注射剂的后续发展奠定了基础。

**妇科类产品：**公司目前妇科类产品的品种及销售较少，今年有两个产品将分别完成二期、三期临床，新产品的进入将增强公司在妇科方面的竞争力。

**保健品：**公司目前正在筹划保健品的生产及销售，估计今年将会有 8 个左右的产品生产。公司涉足保健品的目的在于消化富余的生产人员，培育新的增长点。

**医药商业：**公司的医药商业主要集中于太原亚宝药业及原控股子公司亚宝新龙。由于亚宝新龙专注于批发与公司对医药商业的定位不符，因此，今年 4 月份公司将合计 51% 的山西亚宝新龙药业有限公司股权以 2846 万元的价格转让给新龙药业集团有限公司，退出了亚宝新龙。目前医药商业业务主要集中于太原亚宝。

公司将医药商业的范围定位于山西省内，公司利用其在山西省内的特殊地位，拿到了山西省内几个市的基本药物配送权，虽然目前基本药物的配送并不能为公司带来太多的利润，但公司借此加强了在山西省的渠道控制力，为公司产品在山西省内的销售奠定了良好的基础。同时公司通过对商业渠道的运作，加深了对渠道的理解，使公司能够及时对销售政策进行调整。

在加强自身建设的同时，公司一直在与山西医药集团商谈整合事宜，虽然目前谈判因为山西医药集团的领导层变更而暂时处于搁置状态，仍存在着较大的成功可能性。一但完成对山西医药集团的收购，则公司在山西省内的渠道力量将大大加强，形成与国药、双鹤三足鼎立的态势。另外，公司在近期收购了天慈大药房，天慈

大药房是运城本地的医药零售企业，销售收入并不高，公司收购的目的仍然在于加强在本地的渠道建设。

**房地产：**公司在北京的房地产项目今年 6 月底即将封顶，已经销售完毕，明年 6 月份前可以交楼，项目结算将在 2011 年，估计净利润在 2 个亿左右。成都项目正在筹划中，随着工厂搬迁接近尾声，估计 10 月份可以动工。公司表示不会将房地产做为主业来抓，有合适项目的时候才考虑进入。

## 业绩预测与评级

在不计算房地产收益的情况下，我们预计公司 10、11 年实现每股收益 0.61、0.75 元，目前公司股价约为 20 元，对应的 11 年动态市盈率为 26 倍。考虑到控缓释产品今后的发展前景，我们看好公司的未来，给予公司“增持”评级。

## 风险提示

- 1、 过份多元化将分散管理层精力，影响主营业务的发展。
- 2、 生产线的调试、GMP 认证等进度低于预期。
- 3、 产品出现质量问题。

**投资评级说明：**

买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数15%以上
增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数5%-15%之间
观望	预计6个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数5%以上

**免责声明：**

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归万联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。