

2010年8月6日

亚宝药业

高增长有望持续

A
买入

600351.SS - 人民币 9.54

目标价: 人民币 12.45 (↑28.16)

贺长明

(8610) 6622 9080

changming.he@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300208080281

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(%)	14	36	(10)	38
相对新华富时A50指数(%)	38	28	(3)	67

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	633
流通股(%)	83
流通股市值(人民币 百万)	5,018
3个月日均交易额(人民币 百万)	118
净负债比率(%) (2010E)	净现金
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

中银国际证券有限责任公司

2010年上半年, 公司实现销售收入 6.52 亿元, 由于合并报表变化的因素, 收入同比下降 7.9%; 实现归属于母公司的净利润 9,235 万元, 同比增长 32.3%; 每股收益 0.146 元, 每股经营性净现金流 0.009 元, 业绩基本符合预期。由于分红送股以及丁桂儿脐贴生产线建设低于预期等因素, 我们调整公司医药主业 2010-12 年的每股盈利预测至 0.316、0.445 和 0.581 元, 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, 调整目标价至 12.45 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 公司医药工业收入同比增长 16.84%, 保持了较快的增长势头。
- 占地 400 亩的亚宝芮城工业园已经奠基, 未来产能储备丰富。
- 与中科院北京分院合作, 北京亚宝药物研究院成为重要研发平台, 未来产品储备丰富。

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

- 我们预计, 公司未来三年净利润复合增长率为 41.7%, 基于 35 倍 2010 年市盈率, 下调目标价由 28.16 元至 12.45 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	1,204	1,282	1,591
变动(%)	27	19	(19)	6	24
净利润(人民币 百万)	85	129	200	282	368
全面摊薄每股收益(人民币)	0.540	0.409	0.316	0.445	0.581
变动(%)	59.5	(24.4)	(22.8)	41.1	30.6
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.387	0.518	0.703
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.667	0.983	1.225
调整幅度(%)	-	-	(52.7)	(54.7)	(52.5)
核心每股收益(人民币)	0.521	0.400	0.312	0.441	0.577
变动(%)	55.6	(23.2)	(22.1)	41.7	30.8
全面摊薄市盈率(倍)	17.7	23.4	30.2	21.4	16.4
核心市盈率(倍)	18.3	23.8	30.6	21.6	16.5
每股现金流量(人民币)	0.65	1.16	0.51	0.37	0.70
价格/每股现金流量(倍)	14.7	8.2	18.8	26.0	13.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.3	14.0	19.3	13.7	10.3
每股股息(人民币)	0.200	0.100	0.095	0.178	0.291
股息率(%)	2.1	1.0	1.0	1.9	3.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

业绩符合预期，调整目标价至 12.45 元

2010 年上半年，公司实现销售收入 6.52 亿元，由于合并报表变化的因素，收入同比下降 7.9%；实现归属于母公司的净利润 9,235 万元，同比增长 32.3%；每股收益 0.146 元，每股经营性净现金流 0.009 元，业绩基本符合预期。由于分红送股以及丁桂儿脐贴生产线建设低于预期等因素，我们调整公司医药主业 2010-12 年的每股盈利预测至 0.316、0.445 和 0.581 元，未来三年净利润复合增长率为 41.7%，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，下调目标价至 12.45 元，维持**买入**评级。

图表 2.业绩摘要

(人民币, 百万)	09 年上半年	10 年上半年	同比变动(%)
营业收入	708.1	652.0	(7.9)
营业成本	458.4	371.0	(19.1)
营业税及附加	4.4	4.4	0.1
分销成本	88.6	94.5	6.7
管理费用	60.1	65.9	9.7
财务成本	14.1	14.0	(0.9)
资产减值损失	1.9	4.9	164.1
投资收益/(亏损)	0.2	4.9	2,319.4
营业利润	80.9	102.2	26.3
税前利润	84.2	107.8	28.0
所得税	13.9	16.0	15.1
归属母公司净利润	69.8	92.4	32.3
少数股东损益	0.5	(0.6)	(232.1)
每股收益(人民币)	0.110	0.146	32.3
主要比率 (%)			
毛利率	34.6	42.4	
经营利润率	11.4	15.7	
净利率	9.9	14.2	

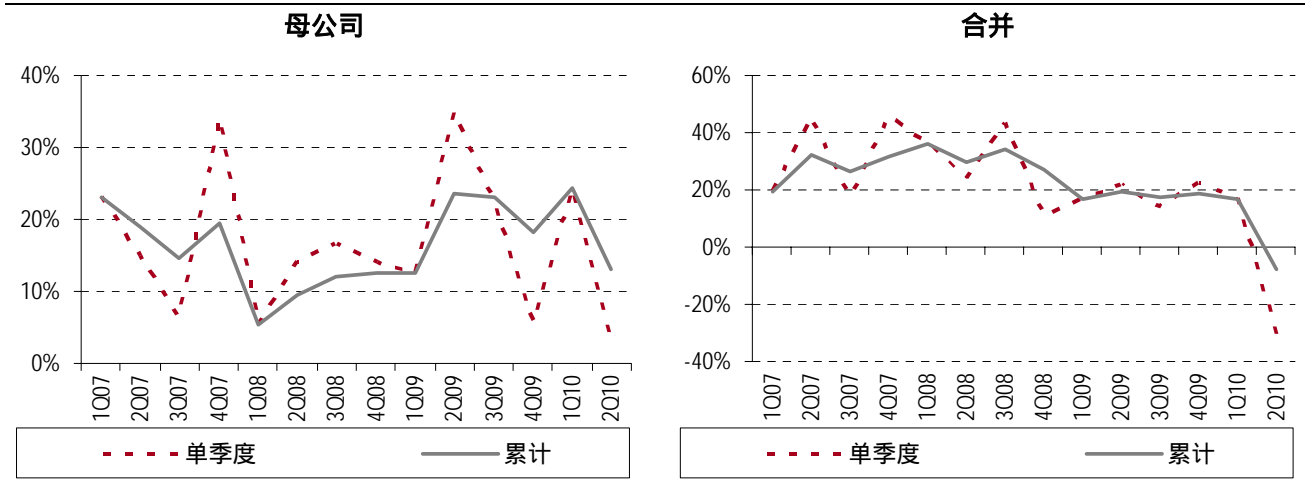
资料来源：公司数据

医药工业保持增长势头，募投项目即将投产

公司的中报披露，医药工业的销售收入同比增长 16.84%，保持了较快的增长势头。从下图可以看出，虽然 2 季度的增速有所放缓，以医药工业为主的母公司销售收入仍保持了较快的增长势头。公司 08 年公开增发的投资项目中，北京亚宝生物公司已经开始投入试生产，而以风陵渡缓控释生产线也已经基本建成，这两个项目预计将于 2010 年年底正式建成投产。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

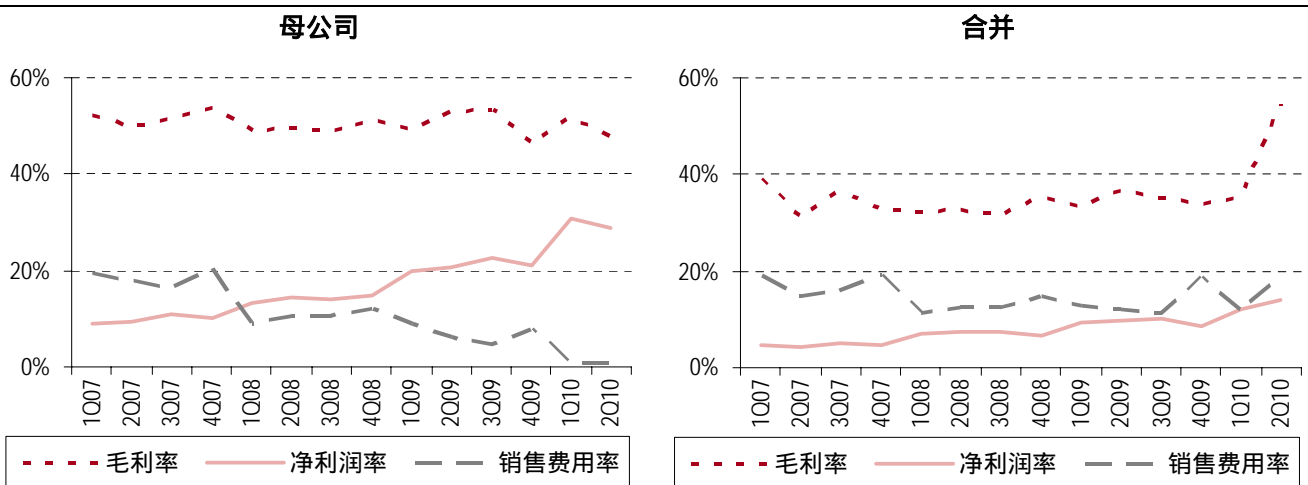


资料来源：公司数据，中银国际研究

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09年4季度有一定下滑外，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

芮城工业园奠基，产能储备充足

亚宝芮城工业园项目已经于7月28日正式奠基，该项目总投资7亿元，占地近400亩，严格按照新GMP标准规划，主要生产中药注射液、抗肿瘤药冻干粉、抗肿瘤药化学原料及中西药贴剂系列产品。亚宝工业园项目分两期建设。一期投资4亿元，主要建设10条中西药生产线。该项目投产后，亚宝集团的拳头产品红花注射液、冠心宁注射液的产量将跃居全国第一，成为全国最大的抗肿瘤药生产基地。与此同时，公司主导产品丁桂儿脐贴的自动化生产线也将入驻芮城工业园，预计将在2011年底建成投产。

注重研发，产品储备丰富

6月1日，公司与中科院北京分院在亚宝北京药物研究院正式签署了科技合作协议，亚宝北京药物研究院也正式挂牌成立，中科院优秀药物学专家查丽杭博士出任该研究院副院长。研究院现有博士（后）9人、硕士65人，已建立起缓控释制剂、生物制剂、纳米制剂等8个新药研发专业机构。公司将加大对国家一、二类新药以及填补国际国内空白的高端产品的研发，重点研发治疗多发病、疑难病的新剂型药品。

09年11月，公司与药物制剂国家工程研究中心合作，成立亚宝药业集团分中心，将重点开展透皮给药新制剂和新型注射剂的研究开发。目前，该中心已经选定了首批研发课题，重点开发的新产品有：治疗支气管哮喘的盐酸妥洛特罗贴片、治疗化疗呕吐的盐酸格拉司琼透皮贴片、治疗膀胱过动尿崩症的奥昔布宁透皮贴片、治疗精神分裂症的注射用利培酮长效微球。

亚宝北京药物研究院和药物制剂国家工程研究中心亚宝药业集团分中心将成为公司重要的研发平台，为公司产能充足的生产线源源不断地提供新的产品。

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	1,204	1,282	1,591
销售成本	(840)	(969)	(612)	(558)	(695)
运营费用	(239)	(296)	(281)	(293)	(344)
息税折旧前利润	176	223	311	431	552
折旧与摊销	(43)	(45)	(52)	(66)	(80)
营业利润(息税前利润)	133	178	259	366	472
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	234	338	441
所得税	(25)	(28)	(35)	(54)	(71)
少数股东损益	(1)	1	1	(2)	(2)
净利润	85	129	200	282	368
核心净利润	82	127	197	279	366
每股收益(人民币)	0.540	0.409	0.316	0.445	0.581
核心每股收益(人民币)	0.521	0.400	0.312	0.441	0.577
每股股息(港币)	0.200	0.100	0.095	0.178	0.291
收入增长(%)	27	19	(19)	6	24
息税前利润增长(%)	52	34	45	41	29
息税折旧前利润增长(%)	38	27	40	39	28
每股收益增长(%)	60	(24)	(23)	41	31
核心每股收益增长(%)	56	(23)	(22)	42	31

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	568	584	754
应收帐款	163	189	170	178	209
库存	304	340	214	195	243
其它流动资产	87	138	31	28	35
流动资产合计	916	1,195	983	985	1,242
固定资产	562	795	817	796	761
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	1,023
总资产	1,674	2,210	2,041	2,032	2,265
应付账款	189	442	291	113	141
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	689	477	472
长期债	117	301	281	261	241
其它长期负债	70	72	30	30	30
股本	158	316	633	633	633
资本公积	640	557	383	605	860
股东权益	798	873	1,016	1,237	1,493
少数股东权益	32	26	25	27	29
负债权益总计	1,674	2,210	2,041	2,032	2,265
每股账面价值(人民币)	5.05	2.76	1.60	1.96	2.36
每股有形资产(人民币)	4.08	2.23	1.33	1.67	2.07
净负债/(现金)(人民币)	0.72	0.30	(0.06)	(0.20)	(0.58)

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	234	338	441
折旧与摊销	43	45	52	66	80
净利息费用	25	26	28	31	34
营运资本变动	(55)	167	42	(148)	(41)
支付所得税	(25)	(28)	(35)	(54)	(71)
其它经营现金流	3	3	0	0	0
经营活动产生的现金流	103	369	321	232	443
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	0	(32)	(32)	(60)	(113)
其它筹资现金流	(28)	(30)	(70)	(31)	(34)
筹资活动产生的现金流	339	85	(196)	(161)	(217)
现金余额变动	292	166	40	16	171
年初现金	69	361	527	568	584
公司自由现金流	(47)	81	237	177	388
股权自由现金流	(65)	202	113	76	284

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	25.8	33.7	34.7
息税前利润率	10.6	12.0	21.5	28.5	29.7
税前利润率	8.9	10.5	19.4	26.4	27.7
净利率	6.8	8.7	16.6	22.0	23.1
流动性(倍)					
流动比率	1.4	1.3	1.4	2.1	2.6
利息覆盖倍数	5.3	7.0	9.2	11.8	13.8
净权益负债率(%)	13.7	10.5	净现金	净现金	净现金
速动比率	0.9	0.9	1.1	1.7	2.1
估值(倍)					
市盈率	17.7	23.4	30.2	21.4	16.4
核心业务市盈率	18.3	23.8	30.6	21.6	16.5
目标价对应核心业务市盈率	23.9	31.1	40.0	28.2	21.6
市净率	1.9	3.5	5.9	4.9	4.0
价格/现金流	14.7	8.2	18.8	26.0	13.6
企业价值/息税折旧前利润	9.3	14.0	19.3	13.7	10.3
周转率					
存货周转天数	94.8	121.3	165.2	134.0	115.1
应收帐款周转天数	52.2	43.2	54.5	49.6	44.4
应付帐款周转天数	42.8	77.4	111.1	57.5	29.2
回报率(%)					
股息支付率	37.0	24.5	30.0	40.0	50.0
净资产收益率	10.7	14.8	19.7	22.8	24.7
资产收益率	6.2	6.6	10.8	15.1	17.5
已运用资本收益率	10.2	11.7	16.5	21.3	24.7

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(iii)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。中银国际集团涉及以下上市法团证券的做市活动：中国人寿。

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8月4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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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(无论有否修改)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。除非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(“上市集团”)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