

# 缓控释产能下半年有望释放

**买入 (维持)**

目标价格: 11.4 元

**投资要点:**

- 📖 优化营销网络, 业绩快速增长, 中药注射液有望成为新增长点
- 📖 新增缓控释产能下半年有望释放
- 📖 收购中医药大学、出售亚宝新龙, 优化资产配置

**报告摘要:**

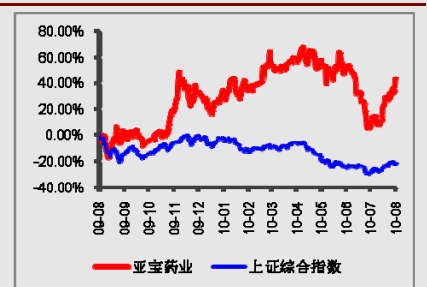
- **2010 年中期净利润增长 32%，业绩符合预期。** 2010 年上半年，公司实现营业收入 6.52 亿元，同比下降 7.93%，实现归属上市公司净利润 9234.8 万元，同比增长 32.33%，实现 EPS0.15 元。
- **优化营销保证主打产品快速增长，中药注射剂有望成为新增长点。** 公司优化营销网络，保证了贴剂营收同比增长 14%，片剂营收同比增长 7%；红花注射液营收实现 40% 的高速增长。上半年公司收购北京中医药大学药厂，其主打产品清开灵注射液有望实现 30% 的增长。未来中药注射剂有望成为新增长点。
- **新增缓控释产能下半年有望投产。** 公司缓控释类制剂项目完成进度低于预期，但目前已在进行试产，下半年有望投产。2009 年硝苯地平缓释片收入 6000 万元，随着新产能投产，有望成为继丁桂儿脐贴、珍菊降压片之后又一过亿品种，还将享受外资药品优质优价待遇。
- **出售亚宝新龙 51% 股权，优化资本配置。** 公司上半年出售了专门从事医药批发业务的山西亚宝新龙有限公司的 51% 股权，退出医药批发业务。对公司净利润影响不大，但有利于公司优化资本配置。
- **风险提示。** 营销方式改变，应收账款增多，警惕坏账风险。投资项目不能达产，主要品种产能受限。
- **盈利预测。** 预计 2010~2012 年公司 will 实现 EPS 为 0.3、0.39、0.49 元，对应当前估值为 32、25、20。考虑公司业绩增长点不断，并不断优化整合主营业务，并考虑公司具有较多非经常性损益项目，给予 38 倍 PE，目标价 11.4 元，维持“买入”评级。

**医药行业分析师**

孙伟娜、张磊 (实习)

电话: 010-88085269

Email: sunweina@hysec.com

**市场表现**

**相关研究**

公告点评 \* 亚宝药业: 甲流题材+主打产品扩产+产业整合

2009.11

深度研究 \* 亚宝药业: 三大动力提升公司业绩

2009.8

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百)	1255	1488	1339	1540	1786
增长率(%)	58.7%	18.6%	-10.0%	15.0%	16%
净利润(百万)	85	126	189	245	311
增长率(%)	90%	47%	50%	30%	27%
EPS (元)	0.27	0.40	0.30	0.39	0.49

## 1、优化营销保证了业绩快速增长，中药注射液有望成为新增长点。

公司通过加强营销，加大终端铺货力度，实现了营业利润和净利润的快速增长。报告期内实现营业利润 1.02 亿元，同比增长 26.34%，实现归属上市公司公司净利润 9234.8 万元，同比增长 32.33%。公司的主要产品丁桂儿脐贴、珍菊降压片、硝苯地平缓释片等维持了较高的毛利率，以丁桂儿脐贴为主的贴剂营业收入同比增加了 14%，以珍菊降压片为主的片剂营业收入同比增加 7%，在健康网最近对 22 城市的终端零售状况的监测中，丁桂儿脐贴和珍菊降压片在同类药物中稳居销售份额前 10 名；公司的中药注射液品种如红花注射液等的营业收入实现了 40% 增长，未来有望成为公司收入和利润的另一支柱。

**表 1: 2010 年 6 月 22 城市高血压类产品零售销售前 10 位排行**

排序	药品名称	22 城市市场占有率	环比
1	酒石酸美托洛尔片	11.03%	128.94%
2	苯磺酸氨氯地平片	9.18%	-30.19%
3	硝苯地平缓释片	6.73%	18.73%
4	复方利血平氨苯蝶啶片	5.43%	9.21%
5	硝苯地平控释片	5.10%	-38.09%
6	珍菊降压片	5.05%	56.25%
7	非洛地平缓释片	4.46%	-36.40%
8	缬沙坦胶囊	4.28%	-47.33%
9	马来酸依那普利片	3.34%	12.99%
10	尼莫地平片	2.96%	-11.50%
	其它	42.43%	

资料来源：健康网、宏源证券

**表 2: 2010 年 5 月 22 城市小儿腹泻便秘类产品零售销售前 10 位排行**

排序	药品名称	22 城市市场占有率	环比
1	妈咪爱颗粒	30.47%	0.14%
2	丁桂儿脐贴	14.50%	24.70%
3	乳酸菌素片	10.69%	-35.58%
4	健儿消食口服液	10.01%	36.07%
5	王氏保赤丸	6.66%	-14.31%
6	肠炎宁片	5.63%	-6.93%
7	山麦健脾口服液	4.23%	34.34%
8	醒脾养儿颗粒	3.47%	4.67%
9	常乐康胶囊	2.37%	-19.67%
10	婴儿健脾散	1.99%	1.67%
	其它	9.98%	

资料来源：健康网、宏源证券

## 2、完成中医药大学药厂收购提升研发能力，清开灵增厚业绩

公司今年上半年完成了对北京中医药大学药厂 70% 股权的收购，北京中医药大学药厂是“清开灵注射液”的

原研制单位，在中药研发领域具有很强的实力。完成收购后，依靠北京中医药大学的人才和研发优势，有利于公司研发平台的进一步完善。

清开灵注射液的主要生产厂商为神威药业 (02877.HK)，08 年度的收入 3.1 亿元，同比增长 23.8%，09 年收入 4.2 亿元，同比增长 36.4%。清开灵注射液是北京中医药大学的药厂的主要产品，2008 年收入达 4 千万，实现利润 200 万元。因此，我们相信在完成收购后，随着对该厂的改造和营销投入的加大，该品种的营销收入有望实现 30% 以上的增长。

### 3、新增缓控释产能下半年有望投产

公司 2008 年增发募集资金的主要投资项目缓控释类制剂项目已完成全部项目投资，目前正在进行试产，下半年有望投产。据健康网 22 城市高血压药物零售监测，硝苯地平缓释片市场占有率 6.73%，环比增长 18%。此外，公司产品复方利血平氨苯蝶啶片、珍菊降压片也位于市场占有率前十名。公司 2009 年度硝苯地平缓释片销售收入 6000 万元，随着新产能投产，有望成为继丁桂儿脐贴、珍菊降压片之后又一销售过亿的品种。此外，新建生产线不但扩充缓释片产能，还兼顾未来控释片生产，目标是一步到位，直接按照美国 FDA 标准建造如通过 FDA 认证，未来还将享受外资药品优质优价的待遇。

### 4、出售亚宝新龙 51% 股权，优化资本配置

公司上半年以 2846 万元的价格向新龙药业集团出售了专门从事医药批发业务的山西亚宝新龙有限公司的 51% 股权，此后公司将不再持有亚宝新龙的股权。该公司 2009 年度收入 5.8 亿元，净利润仅 50 万元。出售该公司股权对公司净利润影响不大。此次出售有利于公司进一步整合主营业务，做大医药生产主业，提高盈利能力。

### 5、风险因素

(1) **营销方式改变，应收账款增多，警惕坏账风险。**公司铺货力度加大，销售政策变化导致应收账款增加，公司对此表示高度关注，确保应收账款及时回收。

(2) **投资项目不能达产，主要品种产能受限。**公司投资的中药透皮制剂丁桂儿脐贴全自动生产线项目因德国定制进口设备尚未到位，目前仅完成投资进度的 35%，年内能否投产存在疑问。如不能投产丁桂儿脐贴将面临产能瓶颈。

### 6、盈利预测

由于公司主打产品增长快速，有望明年释放产能，为业绩提供了保障；中药注射液包括红花注射液和清开灵注射液都将是公司新的利润增长点；缓控释产能下半年释放后有望再次打造过亿品种，预计 2010~2012 年公司将实现 EPS 为 0.3、0.39、0.49 元，对应当前估值为 32、25、20。考虑公司业绩增长点不断，并不断优化整合主营业务，并考虑公司具有较多非经常性损益项目，给予 38 倍 PE，目标价 11.4 元，维持“买入”评级。

**表 3: 亚宝药业利润表预测**

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1488	1339	1540	1771
增长率	19%	-10%	15%	15%
营业成本	969	790	878	974
营业税金及附加	9	8	9	11

销售费用	208	174	200	230
管理费用	124	111	128	147
财务费用	26	23.4	26.9	30.9
资产减值损失	0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动收益	0			
投资净收益				
营业利润	153	232	298	378
利润总额	156	232	298	378
减：所得税(百万元)	28	42	51	64
所得税率	17.95%	17.95%	17.00%	17.00%
净利润(百万元)	128	191	247	314
增长率	48%	49%	30%	27%
减：少数股东损益	2	2	2	2
归属于母公司所有者的净利润	126	189	245	311
增长率	47.45%	49.86%	29.88%	26.99%
总股本	316.00	633.00	633.00	633.00
每股收益(元)	0.40	0.30	0.39	0.49
摊薄每股收益(元)	0.20	0.30	0.39	0.49

**分析师简介:**

**分析师姓名:** 宏源证券研究所医药行业研究员, 清华大学工学博士, 2008 年加盟宏源证券研究所。

**主要研究覆盖公司:** 天方药业、亚宝药业、天士力、福瑞股份、千金药业等。

**机构销售团队**

华北区域	华东区域	华南区域
<b>李晔</b> 010-88085756 liye@hysec.com	<b>曾利洁</b> 010-88085790 zenglijie@hysec.com	<b>雷增明</b> 010-88085989 leizengming@hysec.com
<b>牟晓凤</b> 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	<b>刘爽</b> 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	<b>孙利群</b> 010-88085096 sunliqun@hysec.com	

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。