

特色营销和新药上市将推进快速增长

公司调研快报

报告关键点:

- 公司2010年上半年销售增长38.30%，利润增长28%
- 公司拥有独特强大的营销能力，未来新药将有惊喜表现
- 给予“增持-A”的首次评级，12个月目标价73元

报告摘要:

- **2010年上半年收入增长38%，利润增长28%。**2010年上半年，公司营业收入为2.36亿元，同比增长38.30%。扣除非经常性损益后归属母公司的净利润为6,214万元，同比增长28.02%，实现每股收益0.60元。上半年公司自产产品鹿瓜多肽销售收入增长了27%，吉西他滨销量增长了40%以上。公司代理产品较自产产品增长更快，其中前列地尔销售收入增长了500%，由于代理产品的毛利率较低，使得公司的整体毛利率同比降低了1.44个百分点，同时公司的费用率提高了1.68个百分点，因此公司上半年的净利润增速小于收入的增速。
- **公司管理团队营销经验丰富，拥有独特强大的营销能力。**公司管理团队由多位医药营销界的资深人士加盟，“TRP”代理制的营销模式在业内独树一帜，即地面销售队伍(T)、电话营销(R)和学术推广(P)三维一体的新型销售模式。这种模式的精髓在于将代理商定位为利益攸关的合作伙伴，在强化终端控制的同时，提供全新销售理念、销售思维以及必要的学术营销支持。与公司合作的经销商有2,000多个，随着新产品的上市数量还在不断增加，公司一贯秉承的是按医院细分市场的精细化营销战略。
- **公司后续上市优质产品丰富，未来将有惊喜表现。**公司已经形成了丰富而优质的产品储备，为公司后续发展奠定了良好的基础。公司的一类新药银杏内酯B目前已经完成III期临床，临床总结和统计已结束，试验结果证明该药疗效明显优于对照药金纳多。银杏内酯B是纯度在97%以上的单体注射剂，安全性高，上市后市场潜力巨大。一类新药秦龙苦素的III期临床试验已完成了三分之二，还有100多例就要结束，该药疗效明显优于对照药茵陈蒿，对于治疗黄疸效果非常突出，在目前做过的500例试验中，没有出现一例有不良反应。一类新药人神经生长因子已经完成III期临床，正在申报生产批件，该药疗效和安全性优于市场已有的鼠神经生长因子，有很大的市场潜力。此外，公司与日本明治制药合作的头孢米诺10月份可以开始正常供货，日本市场的供应量是10吨左右。
- **给予“增持-A”的首次评级，12个月目标价79元。**在特色营销和新产品上市的推动下，公司未来几年将继续保持快速增长，我们预计公司2010-2012年摊薄后EPS分别为1.32元、1.94元和2.58元，CAGR(2009-2012)约为40%。若按照2011年业绩给予35-40倍PE，则未来12个月目标价为73元，给予公司“增持-A”的首次评级。
- **风险提示：**新药审批的不确定性。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	275.6	429.9	607.9	863.8	1,199.5
Growth(%)	67.9%	56.0%	41.4%	42.1%	38.9%
净利润	106.0	130.2	185.4	270.9	361.7
Growth(%)	41.7%	22.9%	42.3%	46.2%	33.5%
毛利率(%)	63.8%	56.4%	55.0%	54.7%	55.4%
净利润率(%)	38.4%	30.3%	30.5%	31.4%	30.2%
每股收益(元)	1.01	1.24	1.32	1.94	2.58
每股净资产(元)	1.39	2.05	15.14	16.82	19.07
市盈率	62.9	51.2	48.0	32.8	24.6
市净率	45.8	30.9	4.2	3.8	3.3
净资产收益率(%)	54.6%	45.3%	8.7%	11.5%	13.6%
ROIC(%)	74.7%	59.5%	54.9%	36.5%	22.9%
EV/EBITDA	56.4	40.9	33.0	23.4	16.7
股息收益率	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.3%

评级:
增持-A

上次评级:

目标价格: 73.00 元

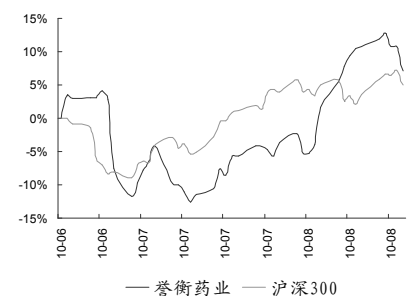
期限: 12 个月 上次预测:

现价: 63.50 元
报告日期: 2010-08-23

市场数据

总市值(百万元)	9,193.80
流通市值(百万元)	1,838.76
总股本(百万股)	140.00
流通股本(百万股)	28.00
12 个月最高/最低	50.00/67.28 元
十大流通股东(%)	
股东户数	

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	12.81	4.70	18.09
绝对收益	25.09	10.69	10.69

研究员

洪露	首席行业分析师
021-68766073	honglu@essence.com.cn
证书编号	S1450210010306
李秋实	行业分析师
021-68765361	liqs@essence.com.cn
证书编号	S1450210070003

前期研究成果

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 10-8-20

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	275.6	429.9	607.9	863.8	1,199.5	成长性					
减: 营业成本	99.7	187.3	273.8	390.9	535.5	营业收入增长率	67.9%	56.0%	41.4%	42.1%	38.9%
营业税费	0.8	1.9	2.8	4.1	5.8	营业利润增长率	40.7%	39.6%	42.9%	46.3%	37.7%
销售费用	38.2	50.2	70.8	100.2	138.5	净利润增长率	41.7%	22.9%	42.3%	46.2%	33.5%
管理费用	24.6	32.8	49.4	65.6	90.9	EBITDA 增长率	41.5%	38.2%	38.3%	52.1%	45.5%
财务费用	3.3	3.8	-8.7	-16.9	-10.7	EBIT 增长率	41.9%	38.9%	33.8%	44.3%	41.9%
资产减值损失	0.3	1.7	2.0	2.0	2.0	NOPLAT 增长率	42.9%	22.3%	33.3%	44.2%	37.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	53.6%	44.4%	116.9%	119.5%	40.1%
投资和汇兑收益	-	-0.4	-1.0	-0.5	-0.5	净资产增长率	40.2%	48.2%	637.0%	11.1%	13.4%
营业利润	108.7	151.7	216.9	317.3	437.0	利润率					
加: 营业外净收支	0.6	1.2	0.8	0.8	0.8	毛利率	63.8%	56.4%	55.0%	54.7%	55.4%
利润总额	109.4	152.9	217.7	318.1	437.8	营业利润率	39.4%	35.3%	35.7%	36.7%	36.4%
减: 所得税	3.4	22.7	32.3	47.2	76.1	净利润率	38.4%	30.3%	30.5%	31.4%	30.2%
净利润	106.0	130.2	185.4	270.9	361.7	EBITDA/营业收入	43.1%	38.1%	37.3%	39.9%	41.8%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	40.6%	36.2%	34.2%	34.8%	35.5%
货币资金	42.3	88.0	1,487.0	888.4	610.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	111	84	104	174	241
应收帐款	55.8	47.6	57.2	70.2	81.9	流动营业资本周转天数	101	95	77	69	64
应收票据	0.2	0.3	0.2	0.2	0.3	流动资产周转天数	181	166	562	580	300
预付帐款	46.5	72.0	93.9	117.3	144.1	应收帐款周转天数	0	0	1	0	0
存货	19.9	23.6	29.9	38.4	49.6	存货周转天数	23	18	16	14	13
其他流动资产	-0.0	-	0.0	0.0	0.0	总资产周转天数	323	302	790	980	794
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	242	230	304	468	556
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	1.1	70.7	96.8	135.8	175.0	ROE	54.6%	45.3%	8.7%	11.5%	13.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	37.9%	29.4%	8.3%	11.0%	12.9%
固定资产	87.7	113.7	237.1	598.0	1,006.1	ROIC	74.7%	59.5%	54.9%	36.5%	22.9%
在建工程	3.6	1.8	181.1	576.1	691.9	费用率					
无形资产	15.9	16.8	35.5	40.2	44.8	销售费用率	13.8%	11.7%	11.7%	11.6%	11.6%
其他非流动资产	2.5	3.3	3.4	3.6	3.8	管理费用率	8.9%	7.6%	8.1%	7.6%	7.6%
资产总额	279.2	442.5	2,227.1	2,473.7	2,814.1	财务费用率	1.2%	0.9%	-1.4%	-2.0%	-0.9%
短期债务	52.0	92.0	24.2	10.0	10.0	三费/营业收入	24.0%	20.2%	18.3%	17.2%	18.2%
应付帐款	23.8	34.5	44.3	55.7	66.0	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	30.5%	35.0%	4.8%	4.8%	5.1%
其他流动负债	9.1	28.4	39.5	53.2	68.5	负债权益比	43.9%	53.9%	5.1%	5.0%	5.4%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.94	1.49	15.45	9.38	6.13
其他非流动负债	0.3	-	-	-	-	速动比率	1.71	1.34	15.18	9.05	5.79
负债总额	85.2	154.9	107.9	118.9	144.5	利息保障倍数	34.09	40.52	-23.85	-17.77	-39.80
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	105.0	105.0	140.0	140.0	140.0	DPS(元)	-	-	0.11	0.15	0.21
留存收益	89.0	182.5	1,979.1	2,214.8	2,529.5	分红比率	0.0%	0.0%	8.0%	8.0%	8.0%
股东权益	194.0	287.5	2,119.1	2,354.8	2,669.5	股息收益率	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.3%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	106.0	130.2	185.4	270.9	361.7	EPS(元)	1.01	1.24	1.32	1.94	2.58
加: 折旧和摊销	9.8	11.9	18.6	44.4	75.3	BVPS(元)	1.39	2.05	15.14	16.82	19.07
资产减值准备	0.3	1.7	2.0	2.0	2.0	PE(X)	62.9	51.2	48.0	32.8	24.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	45.8	30.9	4.2	3.8	3.3
财务费用	1.5	3.3	3.9	-8.7	-16.9	P/FCF	-	126.0	-34.0	-15.2	-34.5
投资收益	-	0.4	1.0	0.5	0.5	P/S	32.3	20.7	14.6	10.3	7.4
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	56.4	40.9	33.0	23.4	16.7
营运资金的变动	-59.0	42.1	-19.2	-20.2	-24.3	CAGR(%)	36.7%	40.6%	39.6%	44.6%	38.9%
经营活动产生现金流量	57.8	170.8	179.0	280.7	404.5	PEG	1.7	1.3	1.2	0.7	0.6
投资活动产生现金流量	-18.0	-124.5	-367.8	-845.5	-645.5	ROIC/WACC	7.6	6.1	5.6	3.7	2.3
融资活动产生现金流量	-39.0	-0.6	1,596.4	-19.0	-18.2	REP	3.9	3.4	1.9	1.4	1.7

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

洪露，首席医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有 10 年医药行业从业经验，2007 年 6 月加盟安信证券研究中心。2009 年《新财富》最佳分析师。

李秋实，医药行业研究员，北京大学药学和经济学双学位，中国人民大学金融学硕士，曾就职于德国拜耳医药保健有限公司，具有 2 年证券行业从业经验，2010 年 3 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；

增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；

中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；

卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

潘艳

021-68766516

朱贤

021-68765293

凌洁

021-68765237

潘冬亮

010-59113590

马正南

010-59113593

律烨

0755-82558076

胡珍

0755-82558073

上海联系人

panyan@essence.com.cn

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

lyye@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

黄方祥

021-68765913

梁涛

021-68766067

张勤

021-68763879

李昕

010-59113565

周蓉

010-59113563

曹加

0755-82558045

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

深圳联系人

caojia@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034