

业绩增长平稳，期待募投资项目投产

——仙琚制药(002332)调研简报

核心观点

1. 营销实力根深底厚。公司早于2001年就确立走发展国内制剂之路。经过近十年的发展，公司的销售实力可谓根深底厚。目前公司一线销售队伍约600人，其中药店销售代表约300人，医院销售代表约150人，商务代表约50人。公司销售网络完善，麻醉类和妇科计生类产品基本进入了国内所有的三甲医院。

2. 皮质激素产品逐步升级。公司目前皮质激素产品主要面向中低端市场，未来公司将逐步进军欧美等高端市场。募投资项目中的甲泼尼龙、环索奈德和塞托溴铵等高级皮质激素也具有良好发展前景。按照当前建设进度，预计募投资项目最快于2011年底投产。同时，公司也在加快新产品的注册和国际认证工作。目前，甲泼尼龙和塞托溴铵已获得生产批件，而环索奈德仍在临床阶段。

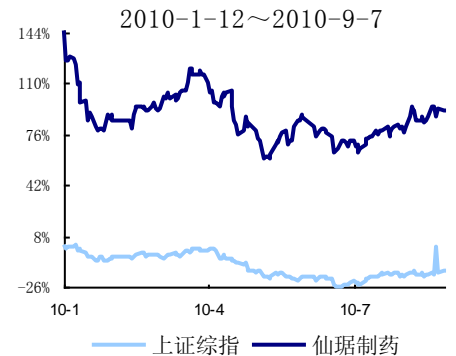
3. 原料价格上升驱动皮质激素继续提价。因为环保等因素，皮质激素的主要原料皂素出现价格大幅上升。公司虽然逐步提高了地塞米松的出厂价格，同时也增加了原料的储备，但上半年产品提价速度依然低于原料的提价速度。随着低价库存的消耗完毕，原料涨价的压力可能会逐步体现，因此我们不排除公司有进一步提价的可能。

4. 妇科计生类增长平稳，新产品益玛欣是亮点。米非司酮是公司妇科产品线中的主导产品，其主要用于抗早孕和紧急避孕。因为观念上的原因，国内紧急避孕药的使用率仍较低。随着人们认识的提高，我国紧急避孕药市场将逐步扩容。米非司酮作为主要的紧急避孕药之一，将实现稳步增长。其他妇科计生产品中，益玛欣是一大亮点。上半年益玛欣收入实现较快增长。

5. 麻醉肌肉松弛类增长低于预期。目前麻醉肌松类的主导产品是维库溴铵。07年之前，公司生产的维库溴铵为国内独家品种。但随着专利到期，竞争加剧导致产品价格下跌。新产品罗库溴铵也因为各省招标的时间窗口问题，增长低于预期。明年各省招标全面启动后，罗库溴铵对业绩的贡献将逐步体现。

6. 首次给予公司“中性-A”的投资评级。我们预计公司2010-2012年的EPS分别为0.33、0.42和0.57元。按照9月8日收盘价计算对应的市盈率为47倍、37倍和27倍。公司具有较强的销售实力和丰富的产品储备，我们看好公司的长远发展。但短期内业绩的释放仍受制于募投资项目的进度。考虑到当前的估值水平已较为合理，我们给予公司“短期_中性，长期_A”的投资评级。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	34140.00
流通A股(万股)	8540.00
52周内股价区间(元)	12.36-20.26
总市值(亿元)	52.34
总资产(亿元)	18.78
每股净资产(元)	3.17
目标价	6个月
	12个月

相关报告

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	1277	1423	1659	2016
同比增速(%)	12.63	11.46	16.58	21.53
净利润(百万)	85	109	141	195
同比增速(%)	36.23	28.90	29.71	38.16
EPS(元)	0.26	0.33	0.42	0.57
P/E	59	47	37	27

研究员:徐昊

电话: 010-84183363

Email: xuhao@guodu.com

执业证书编号: S0940210060003

联系人:潘蕾

电话: 010-84183157

Email: panlei@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

表 1 仙琚制药分产品收入预测

单位: 百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
皮质激素	433	488	570	661	794	1032
增长率	26.79%	12.61%	16.88%	16.00%	20.00%	30.00%
妇科及计生用药	240	300	347	399	471	556
增长率	16.14%	25.02%	15.52%	15.00%	18.00%	18.00%
麻醉及肌松用药	64	60	79	87	113	142
增长率	-6.43%	-5.56%	31.34%	10.00%	30.20%	25.40%
其他药品	222	257	270	276	281	287
增长率	60%	15.58%	5%	2.00%	2.00%	2.00%

资料来源: 公司公告、国都证券研究所

表 2 仙琚制药盈利预测表

单位: 百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,134	1,277	1,423	1,659	2,016
增长率(%)	17.25	12.63	11.46	16.58	21.53
营业成本	697	743	816	934	1,106
毛利率(%)	38.55	41.82	0.43	0.44	0.45
营业税金及附加	7	8	9	11	13
资产减值准备	11	13	1	2	2
销售费用	186	230	263	307	373
管理费用	112	141	159	182	218
财务费用	46	36	40	46	56
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5	8	8	8	8
营业利润	80	113	142	185	256
增长率(%)	-15.51	41.27	25.23	30.03	38.54
期间费用率(%)	30.36	31.89	32.50	11.55	32.10
加: 营业外收入	7	8	10	12	14
减: 营业外支出	4	5	6	7	9
利润总额	83	116	145	189	261
增长率(%)	-11.31	39.57	25.38	29.71	38.16
减: 所得税	21	31	36	47	65
实际税负比率(%)	25.26	27.04	14.20	29.71	15.20
净利润	62	85	109	141	195
增长率(%)	-11.31	39.57	25.38	29.71	38.16
减: 少数股东损益	-3	-4	-2	-1	0
属于母公司的净利润	65	89	111	143	195
同比增长	0.62	36.60	25.24	28.43	36.79
每股收益(元)	0.19	0.26	0.33	0.42	0.57
市盈率(倍)	0	59	47	37	27

资料来源: 公司公告、国都证券研究所

国都证券投资评级
国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com	傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装	liyun@guodu.com	吕爱兵		lvaiying@guodu.com
姚小军	基金	yaoxiaojun@guodu.com	陈薇	衍生品	chenwei@guodu.com
苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
赵荣杰	衍生品	zhaorongjie@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com