

中药 III



王晞

医药行业研究员

021-38565926

wangx@xyzq.com.cn

江中药业（600750）

新品推广见成效

公司剥离东风，集中主业，未来稳定增长

推荐

（维持）

2009-3-4

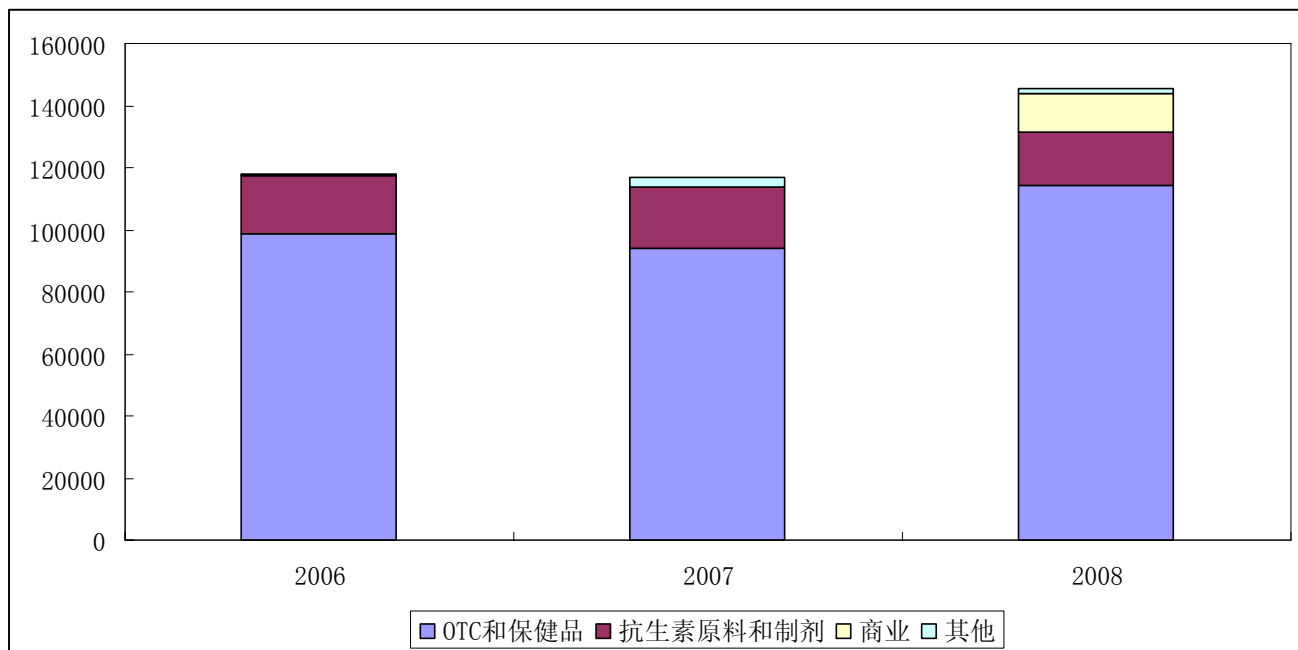
投资要点

- 江中药业公布 2008 年年报，公司实现销售收入 145764 万元，同比增长 24.74%；归属母公司所有者的净利润 13062 万元，同比增长 33.7%，每股收益 0.44 元，扣除非经常性损益后每股收益 0.47 元。自 2005 年 10 月我们首次调研并推荐以来，江中药业已经成为 OTC 领域的白马品种，我们预期公司 2009 - 2011 年 EPS 为 0.59、0.67、0.75 元，继续维持“推荐”评级。

点评：

- 公司 2008 年业绩，基本上符合我们预期。从公司业务结构看，OTC 和保健品仍然是核心业务，青霉素及抗生素制剂在 2008 年剥离，未来不再成为拖累；此外 2008 年公司控股了江西九州通，进入医药商业领域。

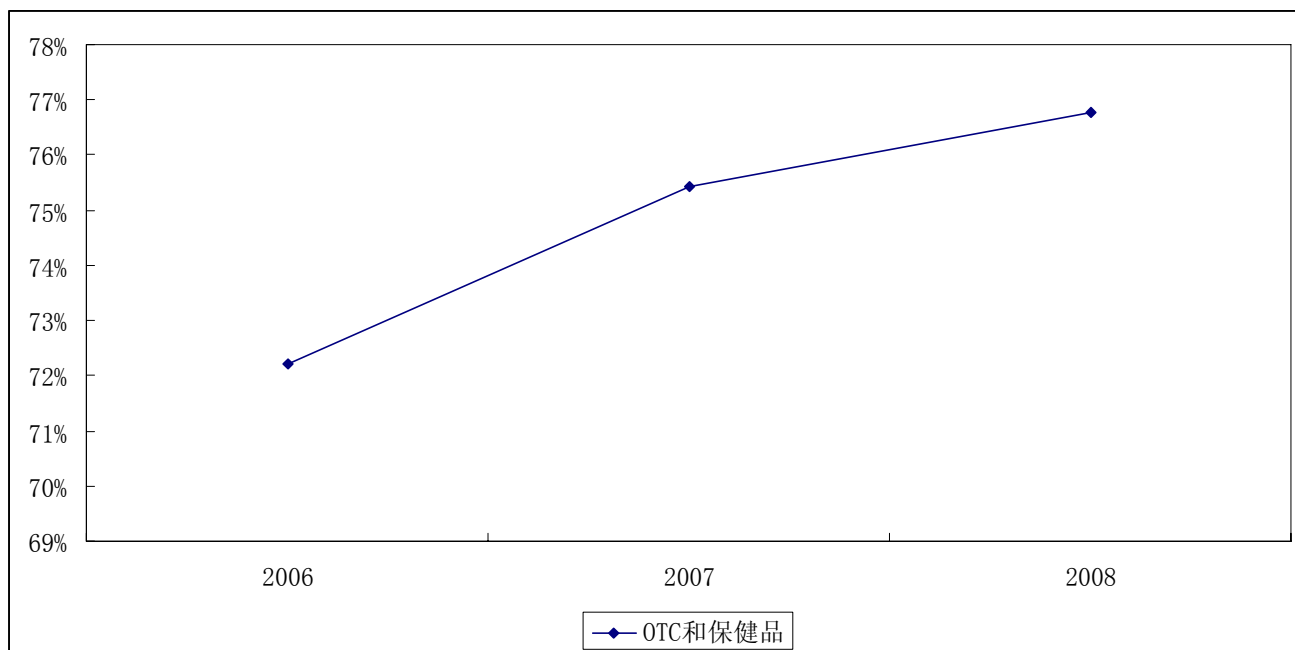
图 1：公司营业收入构成（万元）



资料来源：公司报告，兴业证券整理

- 从毛利率来看，OTC 和保健品稳步提高，青霉素及抗生素制剂维持在 20% 左右，商业是新增业务，毛利率很低。OTC 和保健品毛利率不断提高，表明公司产品具有很强的提价能力，在历史上，公司每隔一段时间就对主导产品进行提价，这也反映出 OTC 企业的一个特点：品牌带来的定价能力。

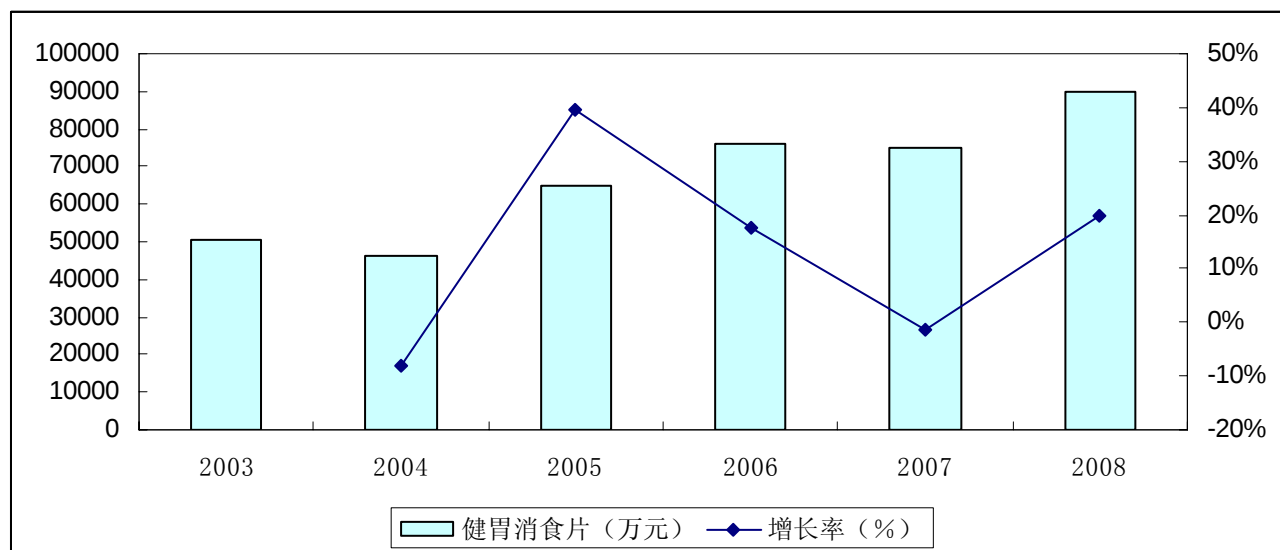
图 2：OTC 及保健品业务的毛利率



资料来源：公司报告，兴业证券整理

- **OTC 及保健品是公司的盈利之源。**公司在 2008 年继续进行渠道变革，重点转向终端，进一步提高了产品的销售规模。我们注意到，几乎所有的 OTC 企业都很难有重磅产品推出，大家都开始做品类规划，提高某一品类的规模，同时改革营销模式，加强对终端的控制力度。江中目前的拳头品种仍然是健胃消食片、草珊瑚含片，均已销售过亿。其中健胃消食片增长近 20%，接近 9 亿，表明公司在 2007 年提价后，渠道库存已经消化，销售恢复正常。从健胃消食片过去的销售额来看，差不多 3 年提价一次，随之而来的是销售额短暂下降，然后带来 2 年的较高增长（2004、2007 分别提价）。目前健胃消食片已经成为助消化产品的第一品牌，预计 2009 年仍然有 10% 以上的增幅。

图 3：健胃消食片近年来销售额变化



资料来源：公司报告，兴业证券整理

草珊瑚含片基本上维持在 1.6 亿左右的规模。该品种过去曾经销售过 2 亿，但是咽喉用药市场竞争激烈，市

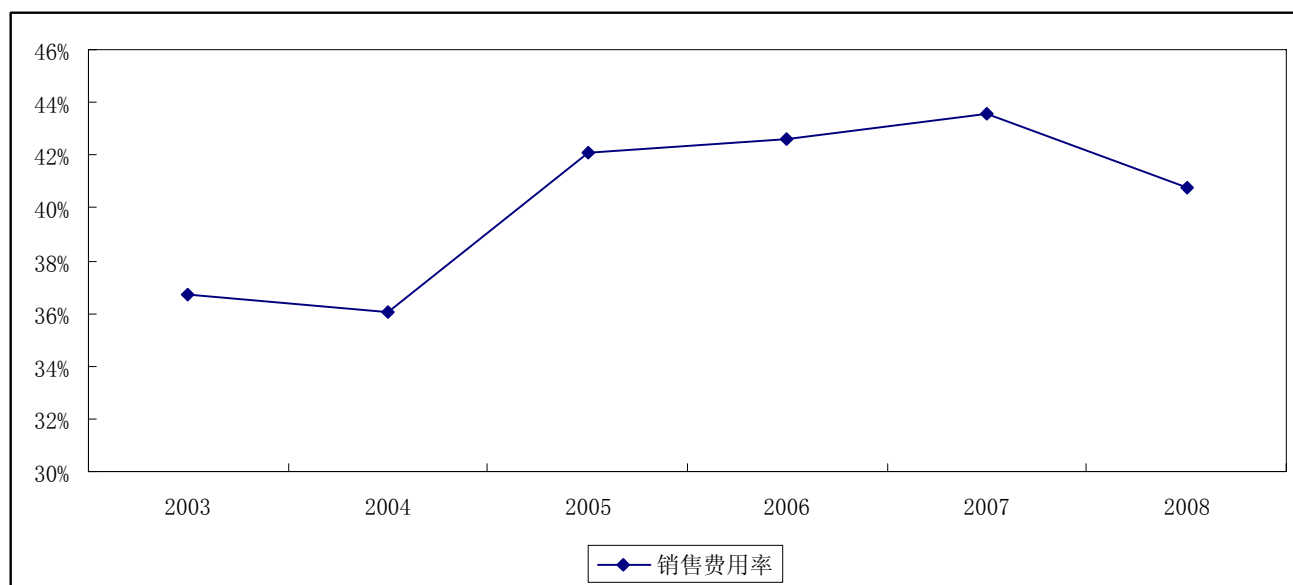
场份额很难进一步提高，我们认为未来基本上维持在这一水平。

亮嗓曾经是公司寄予较大期望的品种，但竞争对手过多，而且亮嗓走商超渠道，与公司传统的药店渠道有所区别，产品的定位不够清晰，因此没能成为重磅产品，近几年的销售一直徘徊在 2-3 千万规模。

初元是公司精心打造的新产品，2008 年开始向全国推广，目前在 26 个省实现覆盖，销售规模近 5000 万。我们认为初元定位在手术康复保健，“看病人，送初元”成为该产品的独特卖点，目前的销售情况符合预期，已经跨过 OTC 产品的生存线，我们预计 2009 年销售有望实现 100% 以上的增长，成为过亿的品种。初元的成功，表明公司在保健品领域有望打开局面，为后续品种的推广积累队伍和经验。

- **江中的品牌价值继续提高。**年报披露，2008 年世界品牌实验室发布的《中国 500 最具价值品牌》，江中的品牌价值达到 37.37 亿元，较 2004 年提高近 10 亿元。品牌价值体现了公司品牌的知名度、美誉度，对于 OTC 企业而言，品牌号召力是其核心竞争力。
- **东风药业剥离，利润失血点消除。**2008 年 12 月，公司将持有的东风药业 97.51% 股权以 2671 万元转让给江西省外贸公司。过去东风药业每年都亏损，影响公司业绩，从 2009 年开始，东风不再拖累公司。而且公司对东风药业累积有 1.26 亿元的应收款，外贸公司承诺从 2009 年开始，分三年向公司偿还，这部分应该不会形成坏帐。
- **收购江西九州通股权，进入商业领域。**公司 2008 年通过受让及增资，控股江西九州通 51% 股权，累积投资 5100 万元。2008 年江西九州通自 7 月 8 日投入运营，共实现销售 1.29 亿元，亏损 204 万。预计 2009 年有望盈亏平衡，但是对公司利润贡献微小。
- **公司计划 2009 年实现收入 16.5 亿元，销售费用率控制在 41% 以内。**我们估算公司 OTC 及保健品收入有望达到 13.4 亿，商业销售 2.7 亿，略低于公司计划值。销售费用率一直较高，也被市场所质疑，近几年，销售费用率呈现下降趋势。

图 4：公司销售费用率变化



资料来源：公司报告，兴业证券整理

- **股权激励有利于未来业绩提升。**公司 2009 年推出股票期权激励方案，首期涉及股票 79.68 万股，行权价格 12.93 元，其中最高者可获得 4.67 万股。整个期权激励计划覆盖到高管以及销售骨干，虽然数量不多，但我们认为期权计划还是有助于管理层积极提高企业经营业绩。
- **公司在 2009 年有再融资计划。**公司在 2009 年将获得授信额度 7.5 亿元，保持银行贷款余额不超过 5 亿

元。公司计划在 2009 年实施再融资。从公司报表看，2008 年公司负债率约 39%，属于合理水平。目前看未来公司也没有大规模固定资产投资项目，再融资计划还有待观察。

- **业绩预期。**我们预计公司核心的 OTC 及保健品业务保持平稳增长，预估 2009-2011 年 EPS 为 0.59、0.67、0.75 元，维持“推荐”评级。

附表：资产负债表、利润表和现金流量表预测

资产负债表

单位：百万元	2008A	2009E	2010E	2011E
流动资产	615	768	991	1238
货币资金	131	249	389	555
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	14	17	19	22
其他应收款	153	126	144	163
存货	101	111	130	147
非流动资产	971	931	915	897
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	68	68	68	68
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	487	476	469	464
在建工程	8	19	25	27
油气资产	0	0	0	0
无形资产	382	367	352	337
资产总计	1586	1699	1905	2135
流动负债	614	551	559	566
短期借款	364	300	300	300
应付票据	2	0	0	0
应付账款	45	48	56	63
其他	203	203	203	203
非流动负债	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0
其他	2	2	2	2
负债合计	617	554	561	569
股本	296	296	296	296
资本公积	195	195	195	195
未分配利润	329	505	704	926
少数股东权益	48	48	48	48
股东权益合计	969	1145	1344	1566
负债及权益合计	1586	1699	1905	2135

现金流量表

单位：百万元	2007A	2009E	2010E	2011E
净利润	129	176	198	222
折旧和摊销	46	30	31	33
资产减值准备	11	9	1	1
无形资产摊销	14	15	15	15
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	22	18	15	13
投资损失	-7	0	0	0
少数股东损益		0	0	0
营运资金的变动	53	-18	-75	-75
经营活动产生现金流量	269	230	185	209
投资活动产生现金流量	-299	-30	-30	-30
融资活动产生现金流量	48	-82	-15	-13
现金净变动	18	118	141	166
现金的期初余额	113	249	389	555
现金的期末余额	131	367	530	721

利润表

单位：百万元	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1458	1630	1869	2106
营业成本	539	581	676	767
营业税金及附加	16	18	21	23
销售费用	594	660	757	853
管理费用	106	119	136	154
财务费用	25	18	15	13
资产减值损失	11	9	10	12
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	7	0	0	0
营业利润	174	225	254	284
营业外收入	3	2	2	2
营业外支出	10	1	1	1
利润总额	167	225	254	285
所得税	37	50	56	63
净利润	129	176	198	222
少数股东损益	-1	0	0	0
归属母公司净利润	131	176	198	222
EPS（元）	0.44	0.59	0.67	0.75

主要财务比率

	2008A	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	25%	12%	15%	13%
营业利润增长率	44%	29%	13%	12%
净利润增长率	35%	36%	13%	12%
盈利能力(%)				
毛利率	60%	64%	64%	64%
净利率	9%	9%	11%	11%
ROE	13%	15%	15%	14%
偿债能力(%)				
资产负债率	39%	33%	29%	27%
流动比率	1.00	1.39	1.77	2.19
速动比率	0.84	1.19	1.54	1.93
营运能力(次)				
资产周转率	0.26	0.25	0.26	0.26
应收帐款周转率	14.97	48.54	25.93	25.71
每股资料（元）				
每股收益	0.44	0.59	0.67	0.75
每股经营现金	0.91	0.78	0.63	0.71
每股净资产	3.11	3.71	4.38	5.13
估值比率（倍）				
PE	27.64	20.53	18.19	16.24
PB	3.92	3.29	2.79	2.38

- 6 -