

紫光古汉（000590）：中西药业务“冰火两重天”

中性（维持）

医药行业/中药

当前股价：6.10 元

报告日期：2009 年 3 月 10 日

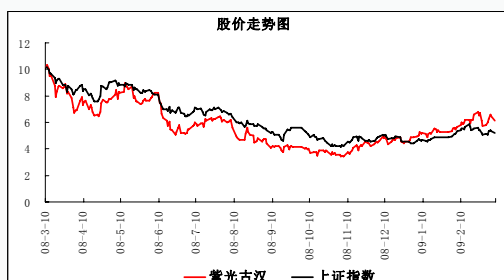
主要财务指标（单位：百万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	208	237	269	307
(+/-)	-27.6%	13.8%	13.7%	14.3%
营业利润	35	23	32	40
(+/-)	1405.7%	-36.0%	41.7%	25.1%
归属于母公司 的净利润	20.5	20.4	26.2	32.8
(+/-)	272.4%	-0.7%	28.4%	25.5%
每股收益（元）	0.10	0.10	0.13	0.16
市盈率（倍）	60.4	60.8	47.3	37.7

公司基本情况（2008 年 12 月 31 日止）

总股本/非限售流通股（万股）	20,303/17,072
非限售流通股市值（亿元）	10.41
每股净资产（元）	1.59
资产负债率（%）	43.50

股价表现（最近一年）



联系人—周浩

021-58824282-889 zhouh@txsec.com

联系人—施剑刚

服务热线 010-66045555

- 2008 年报显示，公司全年实现营业收入 2.37 亿元，同比增长 13.79%；营业利润 2260 万元，同比减少 36.00%；归属于母公司净利润 2037 万元，同比减少 0.70%；实现基本每股收益 0.10 元，稍低于我们的预测。不分配，不转增。
- **主打产品“古汉养生精”快速增长。**公司收入的 60%以上和毛利的 80%左右均来自中成药。中成药收入几乎全部来自公司的主打产品古汉养生精。公司在湖南省内市场已经相对饱和的情况下，改变营销策略，重点开拓省外市场，并取得明显成效，“古汉养生精”实现销售收入 1.48 亿元，同比增长了 27.39%，实现毛利 9529 万元，同比增长 25.77%。尤其湖南省外地区销售收入同比增长了 1.52 倍。生产“古汉养生精”等中成药的紫光古汉衡阳中药有限公司实现净利润 2319 万元同比增长 1.17 倍。
- **西药业务前景堪忧。**报告期内，公司的西药业务销售收入同比增长 2.48%，毛利润大幅下降 7.14 个百分点。生产大容量注射液及其他西药产品的紫光古汉衡阳制药有限公司亏损了 723 万元，而去年同期是盈利 49 万元。公司西药业务表现逊色的主要原因是，以“克林霉素磷酸酯”等各类输液为代表的西药制剂系列产品近年来市场竞争激烈，收入增长缓慢。其中公司的克林霉素磷酸酯仍未走出“欣弗”事件的阴影，同时，公司的输液类产品仍以传统的普通玻璃瓶输液产品为主，竞争较为激烈。随着国内塑瓶输液成本的下降，其玻璃瓶输液的生存空间堪忧。虽然公司目前正在积极的尝试对输液类产品进行升级，如改为“塑瓶”或“软袋”，但是目前仍没有看到公司西药业务明显好转的迹象。
- **销售费用大幅提高拖累业绩表现。**由于报告期内公司改变营销的模式，加大销售的力度，公司销售费用率提高了 5.40 个百分点，达到 12.80%。这是公司营业收入同比稳定增长的情况下，营业利润却大幅减少的主要原因。
- **衡阳中药公司被认定为高新技术企业。**全资子公司紫光古汉集团衡阳中药有限公司被认定为湖南省 2008 年第二批高新技术企业，自 2008 年起连续三年享受国家关于高新技术企业的相关优惠政策，该公司主要生产公司的主打产品“古汉养生精”。我们认为由于衡阳中药是公司的主要盈利单元，该子公司享受所得税优惠政策，将使公司明显受益。

- **盈利预测与评级。**考虑到全资子公司紫光古汉集团衡阳中药有限公司被认定为高新技术企业享受相关优惠政策。我们调高对公司2009年和2010年的盈利预测，预计2009年和2010年分别实现每股收益0.13元和0.16元，以目前股价6.10元，对应动态市盈率分别为47倍和38倍。我们认为目前的股价已经反映了公司的价值，维持公司“中性”的投资评级。
- **风险提示：**提醒投资者注意公司由于产品单一，一旦市场开拓不利将会对公司的业绩带来较大影响的风险；此外提醒投资者注意公司以大输液为代表的西药业务进一步亏损的风险。

图表 1：紫光古汉 2008 年分产品收入与毛利变动情况

产品	收入（万元）	收入增速	毛利率	毛利率变动（百分点）
中药及保健品	14,908.85	21.67%	63.32%	2.11
其中：古汉养生精	14,816.29	27.39%	64.31%	-0.83
西药类	8,747.74	2.48%	30.03%	-7.14

资料来源：公司公告

图表 2：紫光古汉主要控股公司 07 年和 08 年的经营情况

被投资单位名称	控股比例	主要产品或服务	08 年净利润 （万元）	07 年净利润 （万元）
衡阳中药有限公司	100%	古汉养生精等中成药	2319	1070
衡阳制药有限公司	100%	大输液及其他西药产品	-723	49
紫光古汉经贸有限公司	80%	保健食品、饮料销售	-30	-22
衡阳科技园有限公司	100%	工业园建设	-0.1	-

资料来源：公司公告

图表 3：古汉养生精占公司主营业务收入与毛利的比重

古汉养生精	收入占比	毛利占比
2007 年	55.94%	70.98%
2008 年	62.63%	78.96%

资料来源：公司公告

图表 4：紫光古汉盈利预测（万元）

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E
一. 营业收入(万元)	28,731	20,791	23,657	26,901	30,749
增长率 (%)	6.0%	-27.6%	13.8%	13.7%	14.3%
减：营业成本	18,278	10,115	11,589	12,926	14,430
减：销售费用	1,642	1,544	3,028	3,497	3,997
管理费用	5,285	3,876	4,668	5,380	6,150
财务费用	2,069	1,494	1,363	1,614	1,845
期间费用率 (%)	31.31%	33.26%	38.29%	39.00%	39.00%
二. 营业利润	235	3,532	2,261	3,203	4,007
营业利润率 (%)	0.82%	16.99%	9.56%	11.91%	13.03%
三. 利润总额	167	3,164	2,744	3,153	3,957
增长率 (%)	39.0%	1799.1%	-13.3%	14.9%	25.5%
利润率 (%)	0.6%	15.2%	11.6%	11.7%	12.9%
减：所得税	-298	1,112	706	536	673
实际税负比率 (%)	-178.6%	35.2%	25.7%	17.0%	17.0%
四. 归属于母公司的净利润	551	2,052	2,038	2,617	3,285
增长率 (%)	228.9%	272.4%	-0.7%	28.4%	25.5%
净利润率 (%)	1.92%	9.87%	8.62%	9.73%	10.68%
每股收益 (元)	0.03	0.10	0.10	0.13	0.16

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜华园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002