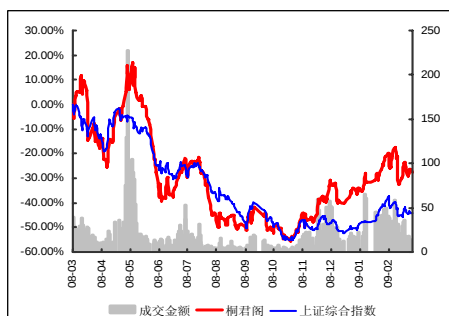


2009 年 03 月 15

——2008 年年报点评
观望
最近 52 周走势:

相关研究报告:

桐君阁---稳定增长的西部商业龙头

报告作者:

医药小组

洪 阳

周 静

联系方式

电话: 0510-82833243

 Email: hongy@glsc.com.cn
zhoujing@glsc.com.cn
独立性申明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,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,特此申明。

事件: 报告期内,公司实现主营收入349,038.69 万元,其中工业销售实现15,101.37 万元;商业销售实现328,632.68 万元。归属于上市公司股东的净利润为2,154.60万元,同比增长9.86%,每股收益为0.1098元。

点评:

● 主营业务稳步增长

公司2008年在医药商业方面进一步提高了川渝地区的覆盖率,随着品牌的进一步增强,销售收入达到了328,632.68 万元,相比较2007年调整前的收入来说同比增长11.27%,对于已经具有30亿左右的规模来说,如此增速实属不易,也高于我们之前8.5%的全年增速预测,我们认为这与08年医改初步诱发的需求扩容有关,而随着公司不断提高的覆盖率以及价格谈判能力的进一步增强,公司在医药商业方面会愈来愈强。

医药工业方面在公司加大销售力度,加大优势产品的生产及覆盖面的情况下,2008年实现了15,101.37 万元的销售规模,较07年同比增长了23.50%,基本符合之前25%的预期,我们认为这与公司工业收入基数较小以及公司在川渝地区的中药品牌优势有关,利用公司医药商业的优势,工业销售收入有望继续稳定增长。

● 期间费用率稍微有所上升

公司2008年销售期间费用率为8.04%,相较07年的7.53%提高了0.5个百分点,其中影响因素主要是销售费用率的上升。医药商业方面之前主要是依靠自然销售,2008年公司加大了商业的销售力度,加大了服务人员的配置以及培训和其他促销手段,因此销售费用有所上升,另外医药工业方面为了扩大产品销路,同样需要加大费用的投入,不过高于我们之前的预期,表明公司在销售费用的支出方面高于想象。

另外公司 2008 年成本控制初见成效,管理费用小幅下降,由 07

年的3.1%减少为2.97%。由于公司银行借款增多，利息支出同比上升较多，导致08年财务费用率提高至0.61%，同比增长10%以上。我们认为随着公司医药商业以及工业销售力度的加大，销售费用仍将维持上升趋势，管理费用将会相对稳定，财务费用随着今后几年的低利率政策，将会有所下降，不过对公司总体期间费用影响较小。

● 非经常性损益对净利润影响较大

公司2008年非经常性损益达到2108万，占归属于上市公司的净利润的比例达到97.87%，主要是由于公司08年得到了3935的拆迁补偿款以致营业外收入大幅增加以及汶川大地震后成都子公司生产经营受到影响使得营业外支出增加的影响。我们认为公司近几年来业绩出现较大波动的原因就是非经常性损益变化较大，这与公司拥有大量商业地产有关，随着重庆规划的实施，公司的土地有很大可能会面临拆迁补偿，对当期的利润将会产生很大的影响。

● 盈利预测：

前期在我们的调研报告中，我们预计2008年公司营业总收入为3422百万，与公司披露的3490相差无几，但08年EPS却相差较多，主要是由于毛利率以及非经常性损益的差额较大，由于公司商业收入超于预期，因此商业占比继续扩大，使得整体毛利率低于预期，另外非经常性损益方面我们主要根据08年3季报的结果，预测时小幅增加一些，主要考虑到政府补助会增加，而实际08年全年相较3季度而言还有所降低，因此预测有所偏差。

针对公司出现的实际情况，我们对之前的盈利预测表做了如下的改动，由于非经常性损益预测难度较大，因此假设09、10年公司土地不存在拆迁补偿的情况，扣除非经常性损益的净利润/净利润比例为90%，如当期发生了拆迁情况，将会依据公司的公告及时做出调整。

综上所述，公司未来三年将仍然保持平稳增长态势，医药商业占比将会进一步提高，而短期内不会出现业绩爆发点，预计09、10年EPS分别是0.099元、0.129元，结合目前53倍的PE，公司股价已经偏高，因此暂且给予“观望”评级。

盈利预测表:

	2006A	2007 A	2008A	2009E	2010E
营业总收入	2,919.58	3,114.81	3490.38	3,865.7	4,254.2
营业总成本	2,912.34	3,101.83	3486.81	3847.71	4228.37
营业成本	2,684.04	2,858.08	3196.46	3528.22	3878.94
毛利率	8.07	8.24	8.42	8.73	8.82
销售费用	95.51	120.91	155.67	173.95	191.44
销售费用率	3.27	3.88	4.46	4.5	4.5
管理费用	107.57	96.58	103.66	115.97	127.627
管理费用率	3.68	3.1	2.97	3	3
财务费用	20.71	17.12	21.29	21.26	21.27
财务费用率	0.71	0.55	0.61	0.55	0.5
营业利润	16.64	14.51	3.68	17.96	25.87
利润总额	24.76	26.21	27.88	25.96	33.86
减: 所得税	7.02	3.6	6.59	6.49	8.46
所得税率	28.37	13.72	23.64	25	25
净利润	17.74	22.61	21.29	19.47	25.39
每股收益:	0.170	0.164	0.109	0.099	0.129

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 - 10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。