

研究员：

金嫣

医药行业

[Jinyan@stocke.c](mailto:Jinyan@stocke.com.cn)
om.cn

(8621)64718888-

1241

联系人

张燕华

(8621)64718888-

1287

[zhangyanhua@st](mailto:zhangyanhua@stocke.com.cn)
ocke.com.cn

上海市长乐路

1219 号长鑫大厦

18 层

(200031)

同仁堂 (600085)

——走稳健路线的传统中药企业

1、年报基本情况

公司全年实现营业收入 29.39 亿元，同比增长 8.69%；营业利润 4.08 亿元，同比增长 11.78%；实现归属于母公司净利润 2.58 亿元，同比增长 10.31%；摊薄每股收益 0.50 元。

公司拟以 2008 年末总股本 520,826,278 股为基数，每 10 股派 2 元(含税)。

2、投资要点

公司的主导品种六味地黄丸、乌鸡白凤丸等稳定增长，而二、三线品种整体销售同比增长超过15%，其中部分品种销售增幅在30%以上，例如坤宝丸，同比增长约40%。公司全年的营业收入中其中5.68%是海外市场的销售，销售金额为1.67亿元。根据海关统计数据，2008年按照国内中成药出口金额排名，公司继续名列榜首。

由于举办奥运会，同仁堂约有40多个品种被列为“运动员慎用”药品，对公司上半年销售产生一定的不利影响。

公司是一家走稳健路线的传统中药企业，营销方面是公司的软肋。我们认为未来公司的营销仍然是打实基础，短期内营销能力要有根本性提升有一定难度。

3、投资建议

我们预计2009、2010年EPS为0.54、0.63元，对应的PE为30倍和26倍，公司是一家稳健增长的传统的中药企业，但是由于公司增长态势较为缓慢，我们给予公司“中性”评级。

4、风险提示

新医改基本药物目录对公司的影响。

重要财务指标

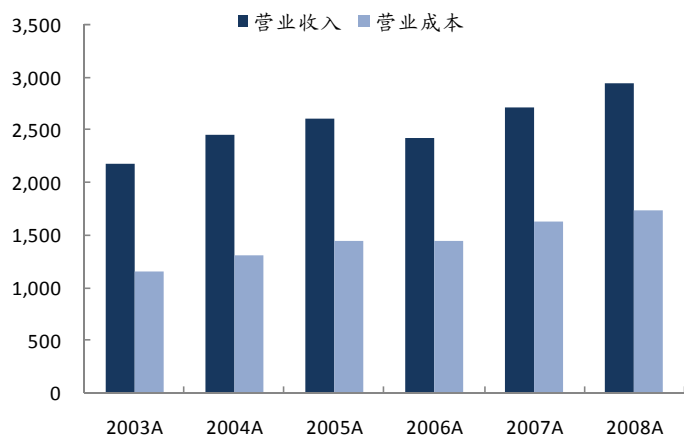
单位：百万元

主要财务指标	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	2409	2704	2939	3128	3541
同比(%)	-8%	12%	9%	6%	13%
归属母公司净利润	156	235	259	280	326
同比(%)	-48%	50%	10%	8%	17%
毛利率(%)	40.6%	40.4%	41.4%	42.1%	42.4%
ROE(%)	6.5%	8.8%	9.1%	9.2%	9.7%
基本每股收益(元)	0.36	0.54	0.50	0.54	0.63
摊薄每股收益(元)	0.30	0.45	0.50	0.54	0.63
P/E	44.98	29.97	32.60	30.20	25.92
P/B	2.93	2.64	2.96	2.78	2.51
EV/EBITDA	20	17	16	15	13

公司基本情况

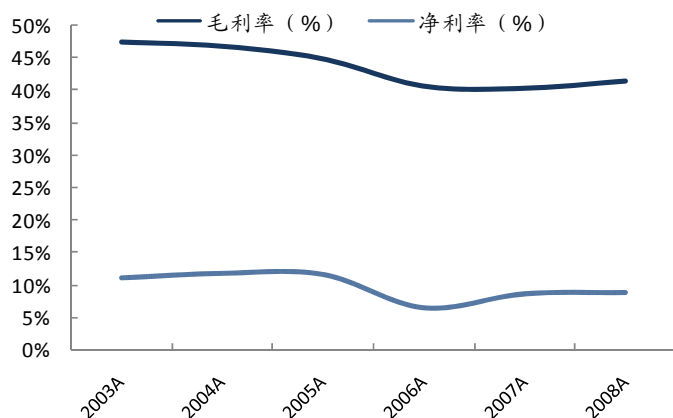
➤ 公司业绩略好于预期

图 1. 公司主营业务情况(单位: 百万元)



数据来源: wind, 浙商证券研究所

图 2. 公司历年毛利率/净利率情况

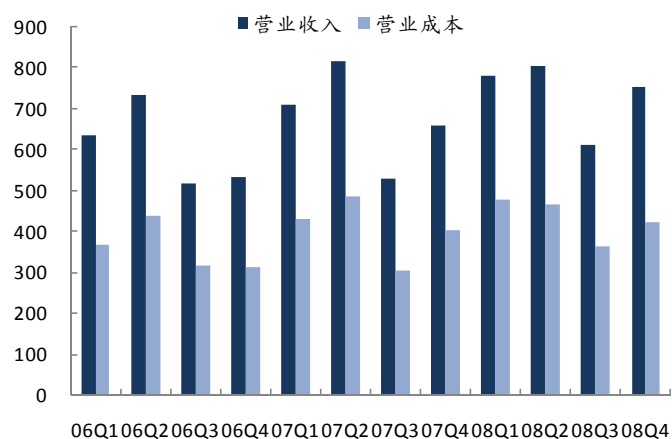


公司如果剔除计提资产减值的影响, 实现的净利润为 2.87 亿元, 同比增长 22%。其中母公司实现营业收入为 13.4 亿元, 同比增长 10%; 科技公司实现营业收入 12.11 亿元, 同比增长 5%。

公司全年的营业收入中其中 5.68% 是海外市场的销售, 销售金额为 1.67 亿元。根据海关统计数据, 2008 年按照国内中成药出口金额排名, 公司继续名列榜首。

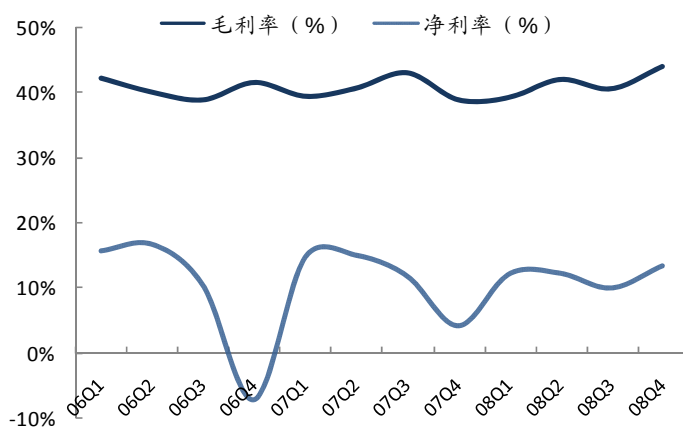
公司的主导品种六味地黄丸、乌鸡白凤丸等稳定增长, 而二、三线品种整体销售同比增长超过 15%, 其中部分品种销售增幅在 30% 以上, 例如坤宝丸, 同比增长约 40%。

图 3. 公司 06-08 各季度营业收入情况(单位: 百万元)



数据来源: wind, 浙商证券研究所

图 4. 公司 06-08 各季度毛利率/净利率情况



由于举办奥运会, 公司按照国家《反兴奋剂条例》和《兴奋剂目录》要求, 将含有兴奋剂成分的产品全部加贴“运动员慎用”标识, 并严格参照有关规定进行备案和管理,

同仁堂约有 40 多个品种被列为“运动员慎用”药品，对公司上半年销售产生一定的不利影响。

公司四季度收入 7.50 亿元，同比增长 14.28%，环比增长了 23.60%，毛利率环比上升了 16.60%，公司期间费用环比上升了 36.81%，单季实现每股收益 0.15 元。公司单季度净利润大幅增长主要由于税率由 25%下降至 15%。

公司财务情况良好

表 1. 公司主要财务比率

至 12 月 31 日	2006A	2007A	2008A
获利能力			
毛利率	40.63%	40.31%	41.42%
净利率	9.69%	11.57%	11.93%
ROE	6.58%	9.20%	9.39%
ROIC	5.92%	8.50%	8.84%
营运能力			
资产周转率	0.63	0.67	0.67
应收账款周转率	42.48	40.52	41.08
存货周转率	1.03	1.12	1.05
收益质量			
经营活动净收益 / 利润总额	96.12%	96.68%	97.72%
所得税 / 利润总额	19.47%	16.99%	15.70%
扣除非经常损益后的净利润 / 利润总额	99.69%	96.73%	97.78%
偿债能力			
资产负债率	22.58%	19.41%	19.17%
流动比率	3.08	3.80	4.04
速动比率	1.43	1.90	1.92
现金流量			
销售商品提供劳务收到的现金 / 营业收入	0.97	0.84	0.88
经营活动产生的现金流量净额 / 营业收入	0.16	0.04	0.14

数据来源：wind，浙商证券研究所

公司坚持实行现款现货制度，严格执行应收账款季末结零原则，因此现金充裕，负债率近三年一直呈下降趋势。但公司以“稳”为主，盈利能力和营运能力都一般。

经营活动产生的现金流量净额比去年同期增长 250.48%，主要是本期销售回款增加所致。投资活动产生的现金流量净额比去年同期增长，主要是 08 年合并了子公司同仁堂科技，减少合营公司的货币资金所致。筹资活动产生的现金流量净额去年同期下降，主要是 08 年增发股票募集资金所致。

公司营业外收入同比减少主要为政府补助较上年减少，营业外支出同比增加主要为捐赠支出增加。所得税率从 25%下降为 15%。

新品种排队，营销仍是公司软肋

2008 年，公司六类新药止渴养阴胶囊（原芪黄降糖胶囊）已获得新药证书和药品注册批件，两个保健食品获得批准证书，4 个新产品申报新药证书，5 个仿制品种申报生产，5 个产品获得临床试验批件，完成 8 个品种延长有效期的工作，完成 70 个品种按照部颁标准提高质量标准的研究，此外还有多项北京市级和国家级课题项目的研究工作在进行中。

由于公司是一家走稳健路线的传统中药企业，因此其营销方面是公司的软肋。在国内医药供大于求的现状下，公司这几年在营销方面改革，并没有改变其市场营销薄弱的现状。我们认为未来公司的营销仍然是打实基础，短期内营销能力要有根本性提升有一定难度。

附：财务预测表

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
会计年度	2006	2007	2008	2009E	2010E	会计年度	2006	2007	2008	2009E	2010E
流动资产	2573	3007	3401	3897	4503	营业收入	2409	2704	2939	3128	3541
现金	806	889	1180	1580	2331	营业成本	1430	1613	1722	1810	2040
应收账款	268	340	331	362	415	营业税金及附加	37	33	34	38	43
其它应收款	15	17	13	17	19	营业费用	392	446	507	538	602
预付账款	12	24	27	33	32	管理费用	219	220	243	267	301
存货	1381	1501	1780	1795	1569	财务费用	9	10	5	13	18
其他	91	236	69	111	137	资产减值损失	44	19	22	22	22
非流动资产	1242	1187	1149	1031	926	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	24	50	48	48	48	投资净收益	1	3	2	0	0
固定资产	1185	1072	987	829	682	营业利润	280	365	408	440	515
无形资产	4	52	99	143	186	营业外收入	13	13	9	0	0
其他	29	14	15	11	10	营业外支出	3	3	1	0	0
资产总计	3816	4195	4550	4929	5429	利润总额	290	374	416	440	515
流动负债	834	792	842	849	884	所得税	56	61	65	66	77
短期借款	243	173	173	173	173	净利润	234	313	351	374	438
应付账款	343	406	493	475	520	少数股东损益	77	79	92	95	112
其他	248	213	176	201	191	归属母公司净利润	156	235	259	280	326
非流动负债	28	22	30	25	27	EBITDA	401	486	515	546	626
长期借款	0	0	0	0	0	EPS (元)	0.36	0.54	0.50	0.54	0.63
其他	28	22	30	25	27	主要财务比率					
负债合计	862	814	872	874	911	会计年度	2006	2007	2008	2009E	2010E
少数股东权益	555	720	823	918	1030	成长能力					
股本	434	434	521	521	521	营业收入	-7.5%	12.2%	8.7%	6.4%	13.2%
资本公积	809	910	797	897	977	营业利润	-39.6%	30.4%	11.8%	7.9%	17.0%
留存收益	1156	1330	1558	1734	2007	归属于母公司净利润	-48.1%	50.1%	10.3%	7.9%	16.5%
归属母公司股东权益	2398	2661	2855	3136	3488	获利能力					
负债和股东权益	3816	4195	4550	4929	5429	毛利率	40.6%	40.4%	41.4%	42.1%	42.4%
现金流量表						净利率	6.5%	8.7%	8.8%	8.9%	9.2%
单位: 百万元						ROE	6.5%	8.8%	9.1%	8.9%	9.3%
会计年度	2006	2007	2008	2009E	2010E	ROIC	9.8%	11.9%	13.2%	14.7%	19.4%
经营活动现金流	385	121	423	391	729	偿债能力					
净利润	234	313	351	374	438	资产负债率	22.6%	19.4%	19.2%	17.7%	16.8%
折旧摊销	112	111	102	93	93	净负债比率	28.18%	21.24%	19.84%	19.78%	18.99%
财务费用	9	10	5	13	18	流动比率	3.08	3.80	4.04	4.59	5.09
投资损失	-1	-3	-2	0	0	速动比率	1.43	1.89	1.91	2.47	3.31
营运资金变动	-8	-330	-50	-86	171	营运能力					
其它	39	20	17	-4	10	总资产周转率	0.63	0.68	0.67	0.66	0.68
投资活动现金流	-39	-39	-26	26	12	应收账款周转率	7	8	8	8	8
资本支出	90	44	40	-73	-59	应付账款周转率	4.20	4.31	3.83	3.74	4.10
长期投资	15	4	-1	0	0	每股指标 (元)					
其他	66	9	14	-48	-47	每股收益(最新摊薄)	0.30	0.45	0.50	0.54	0.63
筹资活动现金流	-217	11	-102	-17	10	每股经营现金流(最新摊薄)	0.74	0.23	0.81	0.75	1.40
短期借款	-50	-70	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.60	5.11	5.48	6.02	6.70
长期借款	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	87	0	0	P/E	44.98	29.97	32.60	30.20	25.92
资本公积增加	2	101	-113	100	80	P/B	2.93	2.64	2.96	2.69	2.42
其他	-169	-20	-76	-117	-70	EV/EBITDA	20	17	16	15	13
现金净增加额	123	84	290	400	751						

研究员介绍:

金嫣: 精细化工专业学士，上海交大金融 MBA 在读，注册分析师。2004 年曾在华源医药部实习。2005 年加入浙商证券。现为医药行业研究员。

投资评级的说明:

股票投资评级

- 强烈推荐:** 相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 推荐:** 相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
- 中性:** 相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
- 回避:** 相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上；

行业投资评级

- 推荐:** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数；
- 中性:** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平；
- 回避:** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数；

特别声明:

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。