

九芝堂（000989）：非经常性收益垫高公司利润

中性（维持）

医药行业/中药

当前股价：11.43 元

报告日期：2008 年 3 月 31 日

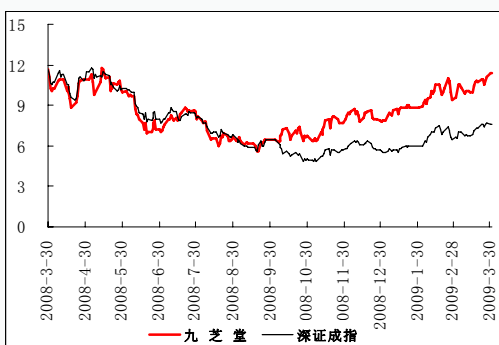
主要财务指标（单位：百万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	1,024	1,101	1,223	1,294
(+/-%)	8.0%	7.5%	11.1%	5.7%
营业利润	133	108	220	234
(+/-%)	138.5%	-18.8%	104.7%	6.0%
归属于母公司的净利润	127.8	199.9	195.8	207.0
(+/-%)	186.8%	56.4%	-2.1%	5.7%
每股收益（元）	0.43	0.67	0.66	0.70
市盈率	26.6	17.0	17.4	16.4

公司基本情况（2008 年 12 月 31 日止）

总股本/已流通股（万股）	29,761/20,728
流通市值（亿元）	16.31
每股净资产（元）	4.13
资产负债率（%）	20.40

股价表现（最近一年）



联系人—周浩

021-58824282-889 zhohu@txsec.com

联系人—施剑刚

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2008 年年报显示，公司实现营业收入 11 亿元，同比增长 7.52%，利润总额 2.07 亿元，同比增长 35.16%，归属于母公司净利润 2 亿元，同比增长 56.39%，实现每股收益 0.67 元，略高于我们预测的 0.65 元。利润分配方案为每 10 股派现 4 元。
- 公司主营业务平稳发展。其中医药工业实现收入 8.2 亿元，同比增长 13.34%，毛利率达 68.06%，提高了 1.33 个百分点。两大产品系列（驴胶补血颗粒和浓缩丸）依然是公司的业绩支柱。浓缩丸系列贡献较大，收入达 2.1 亿元，同比增长了 22.73%，驴胶补血颗粒收入 2.6 亿元，同比增长 8.02%，二者的毛利率均超过了 66%。08 公司有意精简了医药商业的规模，这导致商业部分收入同比下降了 6.45%，但是毛利率却提高了 8.83 个百分点至 20.35%，整合初见成效。
- 非经常损益垫高利润。报告期内，公司有三项比较大的非经常性损益。分别是：一、控股子公司成都金鼎药业有限公司转让土地使用权相关收入 7924 万元得到确认；二、上半年公司所持交通银行股份 1395 万股全部抛售，获得投资净收益 4440 万元。目前公司持有 1.3 亿元的货币基金，期末账面值为 1.32 亿元，录得投资收益 228 万元。三、计提固定资产减值准备 6107 万元。根据公司募集资金项目“现代中药科技产业园中成药系列产品生产线项目”和“现代中药科技产业园中药前处理生产线项目”的规划，未来公司将搬迁至新基地生产，公司对本部原值 2.68 亿元、净值 1.73 亿元的固定资产进行了清理并测试，测得在控股股东对搬迁所造成的房屋建筑物损失的额外补偿 1200 万元后，预计减值 6107 万元，并于 08 年计提了固定资产减值准备。上述三项都是非经常性损益，并且对公司利润产生了较大的影响，这也是公司利润增长远大于收入增速的重要原因。
- 享受所得税率优惠。公司已获得高新技术企业认证，这对公司利润也产生了影响，使得 08 年度所得税仅有 687 万元，同比下降了 73%，实际税负比例只有 3.3%。且 2008-2010 年都将按 15% 的优惠税率缴纳所得税。
- 09 年一季度将保持平稳增长。08 年一季度公司的利润均为主营业务贡献，预计今年一季度利润将在去年的基础上保持 10% 左右的增长，实现每股收益在 0.15 元左右。

- **盈利预测与评级：**我们维持2009-2010年盈利预测为EPS0.66元和0.70元，对应动态PE为17倍、和16倍，考虑到公司非经常性收益的不稳定因素，风险较大，维持“中性”投资评级。
- **风险提示：**(1) 公司产品所处OTC市场竞争激烈，注意其经营风险。(2) 医药商业面临医改的调整，注意其业绩下滑风险。(3) 大盘的系统风险。

图表 1：九芝堂盈利预测（单位：万元）

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	94,794	102,411	110,109	122,339	129,356
增长率	-9.7%	8.0%	7.5%	11.1%	5.7%
减：营业成本	53,551	50,600	48,529	51,964	54,834
营业税金及附加	847	964	1,417	1,488	1,573
资产减值损失	577	2,612	6,448	500	500
减：销售费用	25,871	33,242	37,696	36,331	38,613
管理费用	8,242	7,852	9,300	9,181	9,711
财务费用	1,540	2,879	1,712	1,831	1,755
期间费用率	37.61%	42.94%	44.24%	38.70%	38.71%
加：投资收益	1,396	9,005	5,761	1,000	1,000
营业利润	5,562	13,267	10,769	22,045	23,371
营业利润率	5.87%	12.95%	9.78%	18.02%	18.07%
营业外收入	244	2,728	10,230	1,000	1,000
减：营业外支出	881	688	311	0	0
营业外收支净额	-637	2,040	9,919	1,000	1,000
利润总额	4,925	15,307	20,688	23,045	24,371
增长率	174.3%	210.8%	35.2%	11.4%	5.8%
利润率	5.2%	14.9%	18.8%	18.8%	18.8%
减：所得税	522	2,523	687	3,457	3,656
实际税负比率	10.6%	16.5%	3.3%	15.0%	15.0%
少数股东本期损益	-53	2	12	12	16
归属母公司净利润	4,456	12,781	19,989	19,576	20,700
增长率	94.0%	186.8%	56.4%	-2.1%	5.7%
净利润率	4.70%	12.48%	18.15%	16.00%	16.00%
每股收益（元）	0.15	0.43	0.67	0.66	0.70
每股净资产（元）	3.40	3.96	4.14	4.39	4.79
净资产收益率（%）	3.99	10.87	16.28	14.97	14.52

资料来源：公司年报、天相投资分析系统

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