



医药行业研究小组 赵冰

021-53519888-1902



Zhaobing1704@hotmail.com

主营发展快速，药妆品成业绩新增长点

基本数据 (09H1)

报告日股价 (元)	29.19
12mth A 股价格区间 (元)	15.10/32.92
总股本 (百万股)	140
无限售 A 股/总股本	45.46%
流通市值 (百万元)	1857
每股净资产 (元)	5.29
PBR (X)	5.52
DPS (Y08, 元)	0.55

主要股东 (09H1)

漳州片仔癀集团公司	54.55%
漳州国资	3.83%

收入结构 (09H1)

医药商业	50.03%
医药工业	49.56%
化妆品	3.70%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号：ZB09-CT09

相关报告：

■ 动态事项：

片仔癀 (600436) 发布 09 年中期业绩公告, 09 年上半年实现营业收入 3.40 亿元, 同比增长 0.60%; 净利润 0.66 亿元, 同比下降 5.29 个百分点, 扣除非经常性损益后的净利润为 0.65 亿元, 同比增长 41.13%; 实现每股收益约为 0.47 元, 同比下降 4.08 个百分点; 扣除非经常性损益后的基本每股收益为 0.46 元, 同比增长 39.39%。本报告对其 2009 年上半年经营业绩以及未来发展趋势进行点评分析。

■ 事项点评：

非经常性收益下降，但主营快速增长

公司 09 年上半年实现净利润 0.66 亿元, 同比下降 5.29 个百分点, 但是扣除非经常性损益后的净利润为 0.65 亿元, 同比增长 41.13%。公司 08 年以持有的 1850 万股福建红旗股份 (作价 0.89 亿元) 加上现金 0.43 亿元等价置换漳州片仔癀集团公司持有的 1300 万股 (作价 1.3 亿元) 兴业证券股份, 股权转让价款与账面投资成本差额确认投资收益为 0.42 亿元。

分业务看, 公司制药业务收入增长了 11.45%, 利润率减少了 0.82 个百分点; 医药流通业务收入减少了 8.1%, 利润率增加了 0.5 个百分点; 药妆收入增长了 57.8%, 利润率减少了 1.35 个百分点。分产品看, 片仔癀系列收入增长 14.51%, 利润率减少 1.35 个百分点。公司的主导产品片仔癀系列保持平稳的增长态势, 而药妆业务则增长快速。公司在 08 年年报中提出 09 年的经营目标是实现主营收入 7 亿元, 目前看全年基本能达到目标, 而且超预期的可能性较大。

片仔癀系列产品发展稳健

片仔癀的命名, 即一片即退癍 (消炎解毒), 疗效之神, 一片则灵, 因而得名“片仔癀”。它精选牛黄、麝香、蛇胆等名贵药材科学配方精制而成, 药理与临床应用都证明本品具有清热、解毒、消炎、止痛等功能, 疗效显著。患者反映片仔癀对肝炎、胆囊炎、跌打、烧伤等均有独特功效, 特别是对癌症患者, 晚期可延长寿命并具有明显的镇痛作用, 是消除病痛、治病救人的灵丹妙药, 在国内外市场享有极高的信誉。08 年片仔癀的国内销售改为处方药直接导致了销售下滑。下半年公司加大海外销售力度, 销售出现了恢复性增长。经过 08 年下半年的提价后, 片仔癀系列产品的 09 年上半年收入同比增长 14.51%, 但是受到原材料涨价的影响, 公司的毛利率比 08 年下降 2.81 个百分点。

中药化妆品成公司新的利润增长点

近年来，中药疗效性护肤品大放异彩。疗效性护肤品一方面具有治疗效果，另一方面强调护肤成分取自天然，无任何化学添加，这两项特质正是当今国际美容发展的主流。全球药妆品市场在 2005 年已经达到 133 亿美元，仅皮肤护理销售额就达到 70 亿美元。预计到 2010 年将达到 170 亿美元。虽然我国的药妆品市场还比较小，但正以每年超过 10% 的速度向前发展。而中药化妆品作为药妆品中的一个新生力量，目前正处于成长期。公司引入了新的管理团队和合作伙伴，对日化精品店渠道进行了大量投入。鉴于子公司漳州片仔癀日化有限责任公司生产经营发展的需要，公司于 09 年临时股东会上同意以货币资金对其增资 490 万元。

■ 投资建议：

未来六个月内，给予“跑赢大市”评级

公司位于福建省漳州市城区南郊，目前公司独家生产的国家一级中药保护品种--片仔癀，被誉为“国宝神药”、“中国特效抗生素”，年出口创汇达千万美元以上，位居中国中成药单项出口创汇首位。“片仔癀”商标被认定为“中国驰名商标”，公司目前位居我国中成药行业 50 强企业行列，连续多年入选全国 500 家最佳经济效益工业企业。公司也有部分普药类产品入选基本药物目录。

我们预测公司 09、10 年 EPS 分别为 0.83 元、0.93 元。公司 09、10 年动态 PE 为 35.17、31.39 倍，公司所处的中药板块的 PE 中值为 09 年 29.57 倍，10 年 24.50 倍。公司属于中药行业内的优质企业，应能享受较高的溢价，我们给予公司“跑赢大市”评级。

■ 风险提示

- 1、由于海外需求不确定，公司产品出口存在不确定性。
- 2、下半年由于通胀预期，原材料上涨可能侵蚀公司的利润。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	593.07	649.74	775.95	891.02
年增长率 (%)	11.79%	9.56%	19.42%	14.83%
归属于母公司的净利润	95.19	140.87	116.55	130.09
年增长率 (%)	17.76%	46.96%	-17.02%	11.43%
每股收益 (元)	0.68	1.01	0.83	0.93
PER (X)	42.93	28.90	35.17	31.39

注：有关指标按最新股本摊薄

■ 附表：
附表 1 片仔癀损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2007A	2008A	2009E	2010E
营业总收入	593.07	649.74	775.95	891.02
营业总成本	465.88	531.45	637.66	736.92
营业税金及附加	4.13	3.74	5.54	6.44
营业费用	45.10	67.11	85.35	106.92
管理费用	39.01	44.13	51.87	60.04
财务费用	-0.36	2.85	1.24	2.04
资产减值损失	0.83	2.09	1.46	1.78
投资收益	19.96	49.72	0.00	0.00
营业外收入	2.16	1.73	1.94	1.84
营业外支出	1.12	1.41	1.27	1.34
利润总额	148.19	168.33	138.29	154.10
所得税费用	51.79	26.67	20.74	23.12
净利润	96.40	141.67	117.55	130.99
归属于母公司所有者的净利润	95.19	140.87	116.55	130.09
少数股东权益	1.21	0.80	1.00	0.90
EPS(当年股本)(元)	0.68	1.01	0.83	0.93

数据来源：WIND，上海证券研究所整理；

附表 2 片仔癀收入构成及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2007A	2008A	2009E	2010E
医药流通	309.78	351.59	386.75	425.43
增长率	13.21%	13.50%	10.00%	10.00%
制药行业	275.42	303.62	349.16	401.54
增长率	16.33%	10.24%	15.00%	15.00%
化妆品、护肤品	14.92	24.26	40.03	64.05
增长率	26.34%	62.58%	65%	60%

数据来源：WIND，上海证券研究所整理；

附表 3 片仔癀历年财务指标（单位：百万元人民币）

指标名称	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
盈利能力				
销售毛利率（%）	48.64	36.35	36.76	37.17
销售净利率（%）	20.82	15.43	16.25	21.8
总资产收益率（%）	20.9	16.88	16.95	16.77
净资产收益率（%）	14.94	13.88	13.16	19.4
偿债能力				
流动比率（倍）	6.46	5.34	3.05	2.14
速动比率（倍）	4.67	3.79	1.92	1.14
资产负债率（%）	12.33	15.68	21.84	29.75
发展能力				
主营业务收入增长率（%）	65.22	26.67	11.79	9.56
净利润增长率（%）	106.82	-7.33	18.89	47.99
总资产增长率（%）	9.46	2.03	18.86	0.42
营运能力				
应收账款周转率（次）	9.59	7.01	6.23	6.19
存货周转率（次）	1.92	2.3	2.07	1.63
总资产周转率（次）	0.67	0.72	0.68	0.64

数据来源：WIND，上海证券研究所整理；

分析师承诺

分析师 郭昌盛，赵冰

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。