

中药 III

李昱

0755-82026737

liyu@cjis.cn

同仁堂

600085

推荐

增长平稳 经营质量一流

我们今日调研了同仁堂，公司近年来营销改革取得一定成效，经营质量一流，公司各主要产品增长平稳。公司母公司同仁堂集团发展势头良好，同仁堂药店及同仁堂中医院的建设对公司产品销售有一定拉动。

投资要点：

- **经营质量一流。**公司从 06 年以来对营销模式逐步进行了调整。仍然以代理模式为主，但在渠道中的话语权明显提高，目前公司共有 100 多个一级代理商，基本采用先款后货的模式。公司应收账款率仅为 12%-13%，远低于行业水平，09 年 3 季度每股经营性现金流为 0.87 元，远高于每股收益，账面现金 16 亿元，经营及其稳健。公司 09 年在原材料涨价的情况下，毛利率仍略有提升，公司目前存货中有 9 亿原材料，用于抵御原材料价格波动风险。
- **增长平稳。**从公司各主要品种来看：六味地黄丸销售基本进入平台期，感冒清热颗粒受流感影响增长势头良好，安宫牛黄丸、大活络丸、乌鸡白凤丸、牛黄清心丸、国公酒等均增长平稳，二线产品坤宝丸增速较快。
- **基本药物制度对公司影响有限。**公司有 40 余个品种进入基本药物目录基层版，对公司产品在基层市场销量有积极作用。但同时，目前的基本药物招标将取消优质优价，乌鸡白凤丸等多个品种价格可能受到一定影响。但公司目前医院终端销售不到 10%，我们认为公司在基层医院市场的策略将会是采用部分产品部分剂型和规格运作，在维持整体价格体系的基础上扩展终端市场。
- **同仁堂集团增长良好。**同仁堂集团 09 年销售收入达到 100 亿，未来 5 年达到 200 亿，各业务模块增长良好，除同仁堂股份及同仁堂科技两家上市公司外还拥有以经营滋补保健品为主的同仁堂健康药业、同仁堂药材公司等优质资产，集团下属同仁堂药店近千家，其中同仁堂股份拥有门店 30 余家，销售占公司总收入 20%，未来 5 年集团开设药店有望达到 2000 家。集团下属同仁堂中医院 09 年 1 月开业，经营情况良好，未来可能继续开办连锁中医院，集团自有医院及零售终端将为股份公司增长提供良好助力。
- **给予“推荐”的投资评级，建议稳健投资者投资。**我们预测公司 09-11 年 EPS 为 0.59、0.70、0.82 元，按照 10 年 30 倍 PE，未来 6-12 月的目标价格为 21 元，给予“推荐”的投资评级，公司经营稳健，品牌优势明显，市值较同行业公司明显低估，建议稳健型投资者投资。

6-12 个月目标价： 21.00 元

当前股价： 20.87 元

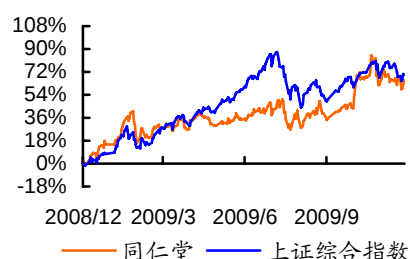
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	3188.79
总股本(百万)	521
流通股本(百万)	521
流通市值(亿)	109
EPS (TTM)	0.60
每股净资产(元)	7.06
资产负债率	19.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
同仁堂	3.83	23.20	25.96
上证综合指数	2.99	15.39	8.90



相关报告

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	2939	3331	3692	4096
同比(%)	9%	13%	11%	11%
归属母公司净利润(百万元)	259	306	363	428
同比(%)	10%	18%	19%	18%
毛利率(%)	41.4%	43.5%	42.9%	42.8%
ROE(%)	9.1%	10.0%	10.6%	11.1%
每股收益(元)	0.50	0.59	0.70	0.82
P/E	41.35	35.02	29.50	25.04
P/B	3.75	3.50	3.13	2.78
EV/EBITDA	20	18	16	14

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3401	3740	4372	5113	营业收入	2939	3331	3692	4096
现金	1180	1299	1642	2081	营业成本	1722	1881	2109	2343
应收账款	331	375	416	461	营业税金及附加	34	39	43	48
其它应收款	13	0	0	0	营业费用	507	656	683	717
预付账款	27	29	33	37	管理费用	243	275	295	328
存货	1780	1958	2195	2439	财务费用	5	-6	-15	-19
其他	69	78	87	96	资产减值损失	22	0	0	0
非流动资产	1149	1081	982	894	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	48	53	53	53	投资净收益	2	0	0	0
固定资产	987	900	812	723	营业利润	408	486	577	679
无形资产	99	99	99	99	营业外收入	9	0	0	0
其他	15	28	18	19	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	4550	4820	5354	6007	利润总额	416	486	577	679
流动负债	842	794	837	913	所得税	65	73	86	102
短期借款	173	0	0	0	净利润	351	413	490	577
应付账款	493	538	603	670	少数股东损益	92	107	127	150
其他	176	255	234	243	归属母公司净利润	259	306	363	428
非流动负债	30	40	40	40	EBITDA	515	569	651	750
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	0.50	0.59	0.70	0.82
其他	30	40	40	40	主要财务比率				
负债合计	872	834	877	953	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	823	930	1057	1207	成长能力				
股本	521	521	521	521	营业收入	8.7%	13.3%	10.8%	10.9%
资本公积	797	797	797	797	营业利润	11.8%	19.0%	18.7%	17.8%
留存收益	1558	1760	2123	2551	归属于母公司净利润	10.3%	18.1%	18.7%	17.8%
归属母公司股东权益	2855	3056	3419	3847	获利能力				
负债和股东权益	4550	4820	5354	6007	毛利率	41.4%	43.5%	42.9%	42.8%
现金流量表					净利率	8.8%	9.2%	9.8%	10.4%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	9.1%	10.0%	10.6%	11.1%
经营活动现金流	423	395	328	420	ROIC	13.2%	15.4%	17.0%	19.0%
净利润	351	413	490	577	偿债能力				
折旧摊销	102	89	89	89	资产负债率	19.2%	17.3%	16.4%	15.9%
财务费用	5	-6	-15	-19	净负债比率	19.84	0.00%	0.00%	0.00%
投资损失	-2	0	0	0	流动比率	4.04	4.71	5.22	5.60
营运资金变动	-50	-86	-252	-233	速动比率	1.91	2.24	2.60	2.93
其它	17	-16	16	5	营运能力				
投资活动现金流	-26	-5	0	0	总资产周转率	0.67	0.71	0.73	0.72
资本支出	40	0	0	0	应收账款周转率	8	8	8	8
长期投资	-1	5	0	0	应付账款周转率	3.83	3.65	3.69	3.68
其他	14	0	0	0	每股指标（元）				
筹资活动现金流	-102	-271	15	19	每股收益(最新摊薄)	0.50	0.59	0.70	0.82
短期借款	0	-173	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.81	0.76	0.63	0.81
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.48	5.87	6.57	7.39
普通股增加	87	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-113	0	0	0	P/E	41.35	35.02	29.50	25.04
其他	-76	-98	15	19	P/B	3.75	3.50	3.13	2.78
现金净增加额	290	118	343	439	EV/EBITDA	20	18	16	14

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李昱, 中投证券研究所医药行业分析师, 理学硕士。2008 年度卖方分析师水晶球奖"医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名。

主要研究覆盖生物医药、传统中药、医疗器械: 云南白药、三九医药、康美药业、通化东宝、天坛生物、科华生物、达安基因等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434