



千金药业 (600479)

推荐 (上调)

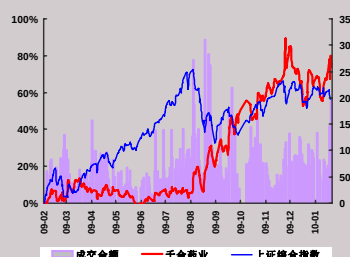
所属行业: 医药

行业评级: 推荐

股本结构

总市值 (亿元)	60.85
流通市值 (亿元)	60.85
总股本 (亿股)	2.18
流通 A 股 (亿股)	2.18

股价表现图



相关报告:

《三季报业绩平稳增长, 未来可期——千金药业 (600479): 三季报点评》
2009.10.26

齐鲁证券研究所
行业公司部

分析师

许均华
吕国启
胡德军

Tel: (86531) 8177-6395
Fax: (86531) 8128-3791
Email: xujh@qlzq.com.cn

掀起第三次发展浪潮, 未来 5 年内将高速发展

——千金药业调研简报

报告起因:

近日, 我们调研了千金药业, 就公司近期的生产经营情况、营销情况, 以及 2010 年的生产经营计划与公司部分高管进行了交流。

投资要点:

- ◇ 公司 2009 年的业绩增长速度较快。公司 2009 年前 3 季度实现营业收入 67687.76 万元, 同比增长 23.51%; 实现营业利润 10941.96 万元, 同比增长-7.31%; 实现净利润 9216.36 万元, 同比增长-15.49%; 实现每股收益 0.45 元 (摊薄), 实现了较快速增长。
- ◇ 公司未来的发展战略是立足与发展妇科, 打造专业的妇科第一品牌。公司将继续专注于妇科用药市场, 打造专业的妇科用药品牌, 做深做透现代中药产业。公司将以现有的妇科产品为基础, 不停的扩大产品系列, 向妇科全系列中药迈进, 未来可能会进军女性保健品与日化行业。
- ◇ 公司掀起第三次发展浪潮, 促进医药工业高速发展。新年伊始, 集团公司提出了“推进第三次发展浪潮, 五年内实现工业规模 20 亿 (五年翻三番)”的宏大目标。2010 年是推进第三次发展浪潮的第一年, 公司的工业规模有望实现 30% 以上的增速。公司将采取许多措施, 例如: 加强管理、维持良好的企业文化、加快资源整合利用、培育系列新品种等, 以促进目标的实现。
- ◇ 公司产品所面向的妇科用药市场容量巨大, 增长潜力可观。(1) 近年来, 妇科用药市场规模逐年扩大, 统计数据显示: 2006、2007、2008 年我国妇科炎症用药市场规模分别为 65.18 亿元、73.34 亿元与 84.25 亿元, 据推测, 2010 年妇科炎症用药市场将突破 100 亿元, 市场空间巨大; (2) 妇科用药主要针对育龄妇女, 我国每年产妇约有 1800 万人, 人工流产的有 3000 万人, 共计 5000 万人左右。因此, 公司主导产品千金片与千金胶囊所面向的妇科市场容量巨大。
- ◇ 公司建立专门药材基地, 实现产业链上游控制权。公司欲在甘肃陇西地区设立“千金药业陇西药材基地”, 该药材基地主要负责陇西地区的药材收购、加工与存储 (因为当地气候比较干燥, 药材不容易变质)。公司把药材基地建在陇西的考虑是: 公司千金胶囊与千金片的主要药材党参、当归与黄芩等盛产于此, 公司把药材采购基地建在当地可以及时的获知当地的一年天气变化情况, 从而提前获知药材当年增减产, 最终确定当年的采购量与存储量, 故此举能够



降低原材料成本，尽可能的规避市场风险。因此，公司借此能够成功的控制产业链的上游。

◇ **公司独家产品进入最新医保目录，酝酿新的增长机会。**公司主导产品妇科千金片与千金胶囊进入 2009 年版医保目录甲类，另一独家产品补血益母颗粒进入医保目录乙类，还有公司拥有生产文号的其他产品也进入最新医保目录。其中，妇科千金片与千金胶囊的价格略微下调，因为公司的千金系列产品是目前国内妇科炎症用药的第一品牌，品牌影响力极大，因此我们认为，这种价格小幅下降带来的影响将会被销售放量的效应所掩盖。随着政府新医改政策提高新农合补贴，基层医疗机构的发展，以及药品配送网络的建设与完善，基层医药市场需求将得到强劲拉动，千金片、千金胶囊的销量将会迎来新一轮的爆发性增长机会。

◇ **公司一线产品妇科千金片与千金胶囊强力牵引，二线产品重点培育，新品种努力孵育。**（1）公司一线产品千金片与千金胶囊 2008 年的销售收入已达 5 亿元左右，为公司业绩的强大引擎；（2）二线产品补血益母颗粒 2009 年的预计销售收入约为 3000 万元，是公司重点培育的品种，预计 2010 年销售将翻倍，在今后几年内年可能会发展壮大成为又一过亿品种。公司目前的考虑是，补血益母颗粒达到比较大的销售额后：①该产品进入最新医保目录乙类，奠定了进入地方医保目录的基础；②说明该产品疗效好，安全性好，毒副作用较小，消费者的认知度高，并得到市场的承认；③公司下一步敢于投入，因为公司为减少投资风险，一贯奉行稳健的投资理念，先做大市场规模，再进行大规模的固定资产投资；（3）公司 2009 年新品种椿乳凝胶与断红饮胶囊使得公司产品结构得到优化，其在 2010 年试销，销售目标只初步定为 500 万元，虽然目标不高，但是能够为公司后续发展助力，是公司未来业绩增长的驱动力。两种产品均在 2010 年 1 月 15 日通过 GMP 认证，目前公司能够生产这两种新药并对外销售。椿乳凝胶是治疗慢性宫颈炎之宫颈糜烂的新药，是妇科外用药，2009 年该市场容量约为 40 亿元，目前公司努力在每个省做好招标工作；断红饮胶囊主治妇科止血，也是妇科用药中市场空间非常广阔的产品，但由于其是医院品种，销售上量比较困难，因为必须一家家医院去做工作，公司目前计划多开发一些医院资源，为以后的销售增长打下良好的基础。另外，断红饮胶囊与市场同类产品相比，止血起效更快，由于采用的是复方，因此没有原材料供应上的限制。

◇ **公司研发工作横向与纵深并进，定位专业第一品牌。**（1）2009 年，公司的研发投入占医药工业销售收入的 5% 左右，约为 2000 万元，研发主要通过自主研发及与科研院所合作完成；（2）研发方向是针对妇科疾病，发展妇科全系列产品；（3）研发的目标定位是：打造妇科第一品牌，发展妇科全系列产品：①做深做透中药产业；②打造专业“女性健康”第一品牌，不断扩大产品系列；③妇科用药的延伸：女性保健品、日化产品等。



- ◇ **公司主导产品营销一直坚持“两条腿”走路，努力进军新农合市场。**
(1) 公司主导产品千金片主要在药店销售，而千金胶囊主要在医院销售，虽然这两种产品基本是同质品种，但是其市场定位不一，千金片价格比较低，面向大众消费人群，主要在药店、第三终端销售，毛利较低；千金胶囊因为其疗效较好，主要在医院销售，价格较高，面向中高端市场，因此公司通过比较准确的市场定位，有力的避免了公司产品的内部竞争。公司将继续沿用不同的价格体系对两产品进行终端细分，以引导公司同系列产品的良性发展；(2) 公司在 2009 年年底专门成立第三终端部，主要面向新农合市场。公司将增强第三终端的投入，目前公司在第三终端的网络铺设重点主要是乡镇卫生院、村卫生所等基层医疗机构。农村市场对公司来说基本处于盲区，千金片在第三终端销售主要依赖基层 OTC 药店，几乎没有通过乡镇卫生院、村卫生所等基层医疗机构的进行千金片与千金胶囊销售。因此，虽然妇科炎症在农村的发病率很高，但由于药物配送没有到达基层，导致千金片与千金胶囊在基层消费量极低。故公司第三终端的网络重点铺设乡镇卫生院、村卫生所等基层医疗机构将会极大的促进基层药品销售的放量增长。
- ◇ **营销策略谋求变革，力求做大做强妇科用药品牌，扩大营销网络，进军基层药品市场。**(1) 公司营销战略由妇科千金片“产品价值”提升为“千金女性健康家园”、“千金品牌价值”，并开展了一系列卓有成效的工作；(2) 扩大营销网络。公司营销中心整体搬迁至长沙，借助省会城市的区位优势，扩大面向全省、辐射全国的医药营销网络；(3) 努力开展学术营销。公司每年主办多场全国性的妇科学术会议，邀请业内知名专家参加，以扩大品牌影响力；(4) 针对基层药物市场，努力开展基层医院的医生培训，每年规划约 200 次左右。
- ◇ **公司终端控制力度加强。**公司每年第四季度都会采取停止发货的方式，以饥饿市场的方法来控制终端的药品库存，到次年1-2月才开始发货。
- ◇ **公司引入营销激励机制，极大提高地销售人员积极性。**公司对营销人员的激励机制不仅仅是“工资+奖金”，还定期或不定期组织销售人员旅游，更重要的是，公司将建立千金商学院，对公司不同级别的营销人员进行不同层次的专业培训，全面提升营销人员的能力，给予营销人员自我实现的机会，极大的调动了营销人员的积极性。
- ◇ **产能扩大是保障高速增长的基础。**2009 年底，公司厂区生产极为紧张，供不应求，产能已经达到饱和。为此，公司利用上市募集的剩余资金约 1.8 亿元在株洲经济开发区建设新厂区，占地约 260 亩（是目前厂区的 3 倍），其生产工艺与市场规模均达到同行业领先水平，目前已经建成通过 GMP 认证，并正式投入使用，估计 2010 年 1 月-2 月可以达产。达产后，产能将千金片由目前的 35 亿片达到 50 亿片，千金胶囊由 2 亿粒扩产到 5 亿粒，将为公司彻底解决



产能不足的难题。新厂区的投产将会使公司 2010 年的业绩得到较大的增长。

- ◇ **子公司湖南千金湘江药业专攻普药，发展势头良好。**湖南千金湘江药业主要生产化学合成药与各种普药，专攻农村市场，销售规模和利润快速增长，2008 年其营业收入为 7727.73 万元，实现利润 754.28 万元，预计 2009 年能够实现销售收入 1.3 亿元，贡献约 1 千万元的净利润。该子公司有多个品种进入最新医保目录，在新一轮的国家基本药物目录招投标工作中，该子公司药品在湖南、湖北与江西等省份一一中标，为第三终端的扩容与渗透入提供了有力的条件与平台，预计 2010 年销售收入能够突破 2 亿元。千金湘江药业将继续主攻农村市场的普药销售，坚持开发面向农村和社区市场的普药。
- ◇ **公司努力向医药商业领域拓展。**公司通过千金投资控股股份有限公司进军医药商业领域，控股千金金沙大药房、千金医药（负责批发、配送），2008 年销售收入约为 23858.70 万。其中，千金金沙大药房已经摸索出卓有成效的盈利模式，2010 年经营性收益创历史新高；顾客对其门店“专业、便利、可靠”的服务形象的满意度不断提高，价格形象得到进一步的改善，品种结构得到不断优化，为未来的发展打下了坚实的基础。由于千金大药房零售连锁股份有限公司整合千金大药房和金沙大药房，目前维持快速的扩张速度，其已在湖南境内建立 300 多家门店，预计未来几年将门店增至 500 家左右，该销售网络将对公司产品的销售带来良性的协同作用。
- ◇ **其他子公司业务实现了对公司的有益补充。**株洲千金文化广场有限公司 2008 年票房收入较 2007 年增长一倍，为公司创造了 500 多万的利润，目前其票房收入位居全国地级市前二名。2008 年公司还新成立了一家全资子公司株洲千金物流有限公司，与公司产业领域形成有效互补。
- ◇ **公司未来的成长性较好，具备积极的投资价值。**预计 2009 年—2011 年的每股收益分别为 0.66 元、0.99 元和 1.23 元，对应的动态 PE 分别为 42.34 倍、30.05 倍和 22.56 倍，鉴于公司的成长性较好，认为公司具备积极的投资价值，给予公司“推荐”的投资评级。

盈利预测及估值简表(单位：百万)

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	679.78	801.43	929.66	1199.26	1499.07
同比	12.46%	17.90%	16.00%	29.00%	25.00%
营业利润	198.89	143.05	172.20	248.73	308.48
同比	85.49%	-28.07%	20.37%	44.44%	24.02%
归属母公司净利润	173.62	129.89	143.93	215.87	267.73
同比	91.45%	-25.19%	10.80%	49.99%	24.03%
EPS(摊薄，元/股)	1.15	0.72	0.66	0.99	1.23

资料来源：公司年报、齐鲁证券研究所



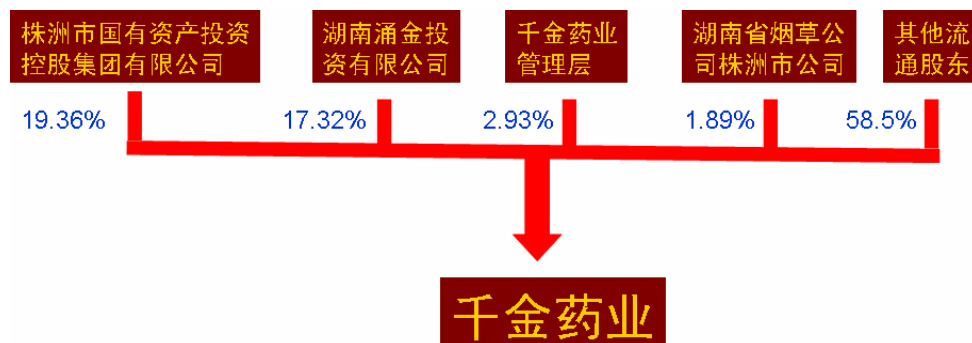

表 1: 公司季度分析
单位: 万元

	2008	07-3Q	07-4Q	08-1Q	08-2Q	08-3Q	08-4Q	09-1Q	09-2Q	09-3Q
主营业务收入	80142.95	18360.13	17188.88	22132.49	19110.07	13560.97	25339.42	24382.01	21576.58	21729.17
增长率% (同比)	17.90%	38.87%	-3.24%	61.05%	2.27%	-26.14%	47.42%	10.16%	12.91%	60.23%
增长率% (环比)		-1.75%	-6.38%	28.76%	-13.66%	-29.04%	86.86%	-3.78%	-11.51%	0.71%
毛利率 (%)	56.85%	54.88%	44.57%	58.08%	56.88%	77.05%	44.96%	59.50%	60.03%	60.94%
主营毛利	45563.68	10076.21	7661.39	12854.11	10868.96	10448.77	11391.84	14506.95	12952.32	13242.06
增长率% (同比)	27.46%	33.18%	-12.48%	69.69%	4.16%	3.70%	48.69%	12.86%	19.17%	26.73%
增长率 (环比)		-3.43%	-23.97%	67.78%	-15.44%	-3.87%	9.03%	27.35%	-10.72%	2.24%
销售费用	27544.52	4856.43	2852.12	8031.25	7187.28	4727.78	7598.22	8882.58	8317.09	7611.85
销售费用/收入 (%)	34.37%	26.45%	16.59%	36.29%	37.61%	34.86%	29.99%	36.43%	38.55%	35.03%
管理费用	5909.51	632.95	1369.29	1329.04	1829.41	787.54	1963.51	1587.99	1820.88	1368.25
管理费用/收入 (%)	7.37%	3.45%	7.97%	6.00%	9.57%	5.81%	7.75%	6.51%	8.44%	6.30%
财务费用	-190.93	-10.25	95.42	-2.64	-69.11	-75.49	-43.69	-22.29	27.31	-79.66
期间费用率 (%)	41.50%	29.84%	25.11%	42.28%	46.82%	40.11%	37.56%	42.85%	47.11%	40.96%
营业利润	14305.46	6582.20	7696.85	2151.78	4549.47	5103.62	2500.59	3684.79	3215.75	4041.41
增长率% (同比)	-28.07%	182.49%	75.11%	14.06%	22.18%	-22.46%	-67.51%	71.24%	-29.32%	-20.81%
增长率% (环比)		76.78%	16.93%	-72.04%	111.43%	12.18%	-51.00%	47.36%	-12.73%	25.68%
利润总额	14183.27	6577.90	7657.53	2152.16	4471.90	5008.27	2550.94	3698.91	3260.65	3931.15
增长率% (同比)	-28.32%	181.59%	72.42%	13.59%	22.28%	-23.86%	-66.69%	71.87%	-27.09%	-21.51%
增长率% (环比)		79.86%	16.41%	-71.89%	107.79%	11.99%	-49.07%	45.00%	-11.85%	20.56%
净利润	13448.79	5853.79	7313.17	2064.19	4587.26	4254.54	2542.80	3175.50	2851.79	3189.08
增长率% (同比)	-23.84%	195.00%	83.67%	25.45%	61.12%	-27.32%	-65.23%	53.84%	-37.83%	-21.52%
增长率% (环比)		105.61%	24.93%	-71.77%	122.23%	-7.25%	-40.23%	24.88%	-10.19%	17.09%
EPS (元)	1.03	0.38	0.47	0.13	0.25	0.23	0.13	0.17	0.13	0.15

资料来源: 公司报告、齐鲁证券研究所

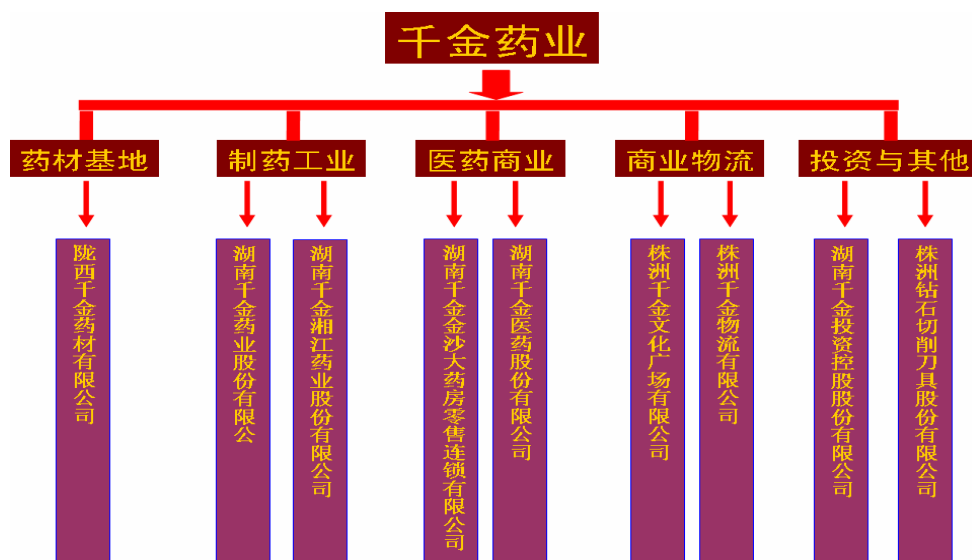


图1: 公司股权结构



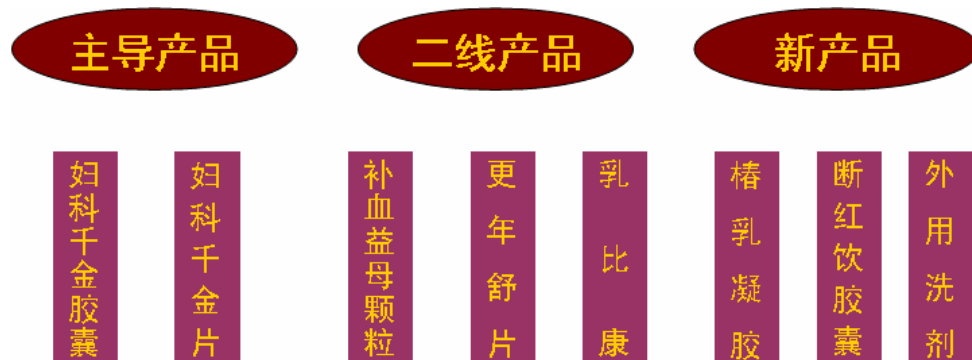
数据来源: 公司报告、齐鲁证券研究所

图2: 公司的产业布局



资料来源: 公司报告、齐鲁证券研究所

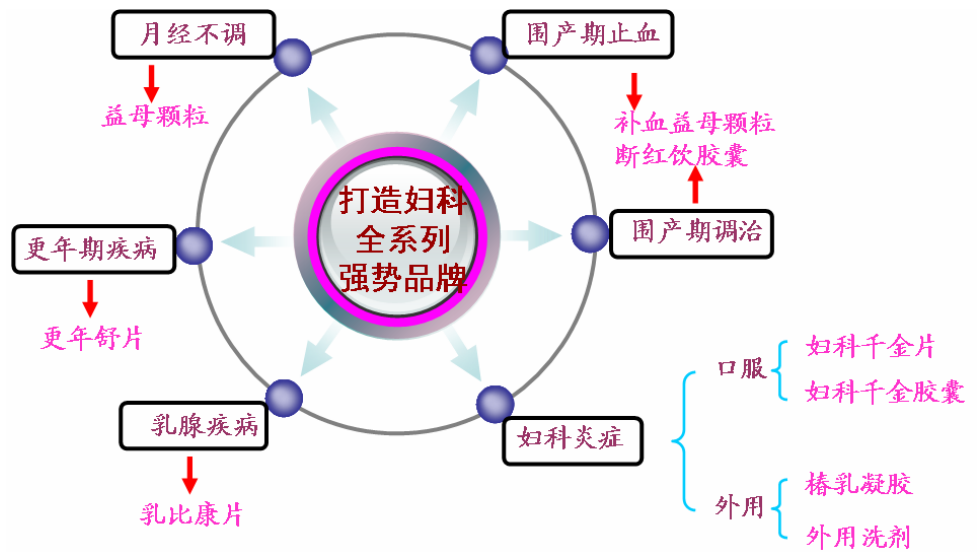
图3: 公司主要产品层次



资料来源: 公司报告、齐鲁证券研究所



图4：公司打造全系列妇科品牌



资料来源：公司报告、齐鲁证券研究所

表 2、公司产品情况

产品层次	产品名称	推出时间	销售渠道	销售额（2008）	产品概述	备注
主导产品	妇科千金片	2003	药店	3.3 亿元	独家产品	最新医保目录甲类
	妇科千金胶囊	2005	医院与药店	1.1 亿元	独家产品	最新医保目录甲类
二线产品	补血益母颗粒	2006	医院与药店	1800 万元	独家产品	最新医保目录乙类
	乳比康	2007	医院与药店	-	乳腺疾病	2007 年推出
	更年舒片	2007	医院与药店	-	更年期疾病	2007 年推出
新产品	椿乳凝胶	2009	药店	-	治疗慢性宫颈炎之宫颈糜烂	09 年获得新药证书
	断红饮胶囊	2009	医院	-	治疗失调性子宫出血	09 年获得新药证书
	外用洗剂	2009	药店	-	外用清洁消炎	2008 年推出

资料来源：公司报告、齐鲁证券研究所

表 3、集团公司产品进入医保目录情况

母/子公司	产品层次	产品名称	2010 年销售情况预计
千金药业母 公司	主导产品	妇科千金片	独家产品，销量在基层药物市场可能得到极大的放量增长
		妇科千金胶囊	
	二线产品	补血益母颗粒	独家产品，公司未来重点打造的品种
	公司其他拥有批准文号产品	六味地黄丸、补中益气丸、杞菊地黄丸、归脾丸、防风通圣丸	非独家产品，竞争较为激烈
子公司湘江 药业	湘江药业拥有批准文号产品	阿奇霉素、诺氟沙星、异烟肼、氟康唑、利巴韦林、依那普利、多潘立酮、蒙脱石、地芬尼多	非独家产品，在新一轮的国家基本药物目录招投标工作中，该子公司药品在湖南、湖北与江西等省份一一中标

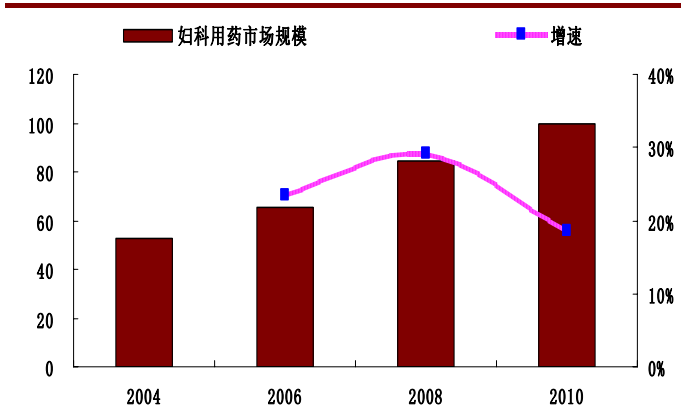
资料来源：公司报告、齐鲁证券研究所



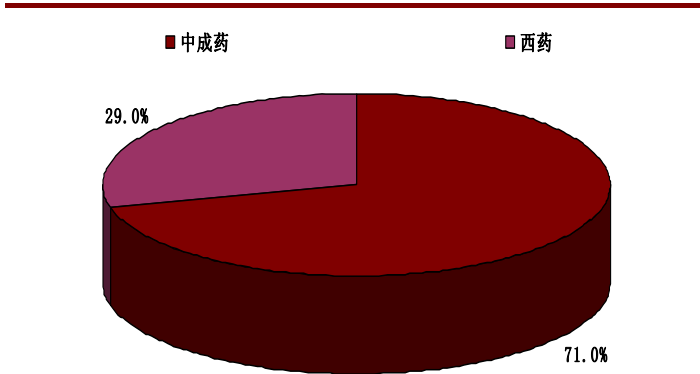

表 4、公司进入 2009 年医保目录的甲类产品价格变动情况

产品	原价	现价	价格变动幅度 (%)	08 年产品销售收入	年销售增速	08 年占工业比重
妇科千金胶囊	32 元	30.4 元	-5.00	3.3 亿元	30%	66%
妇科千金片	20.4 元	19.7 元	-3.43	1.1 亿元	10%	

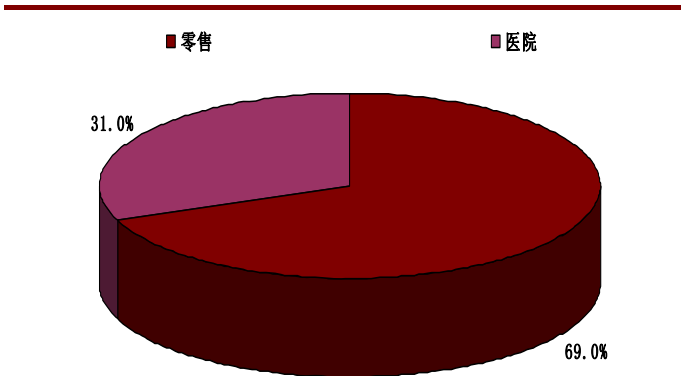
资料来源：齐鲁证券研究所

图5：妇科用药市场规模增长情况


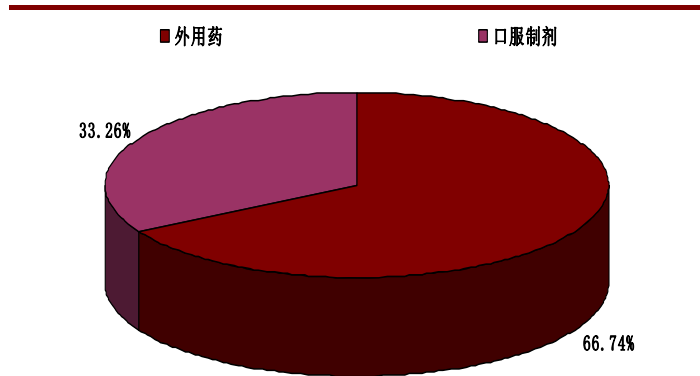
资料来源：齐鲁证券研究所

图6：妇科用药市场中西药格局


资料来源：齐鲁证券研究所

图7：妇科用药市场渠道终端格局


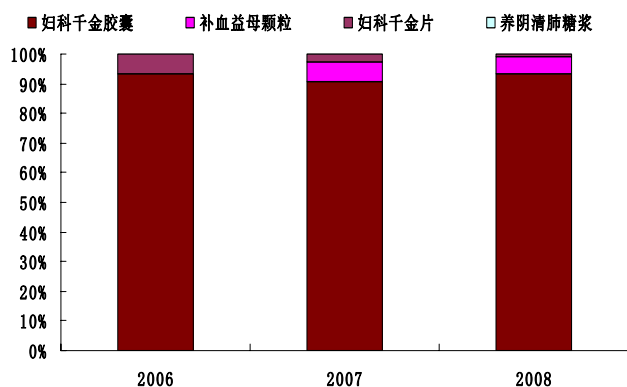
资料来源：齐鲁证券研究所

图8：妇科用药剂型格局


资料来源：齐鲁证券研究所

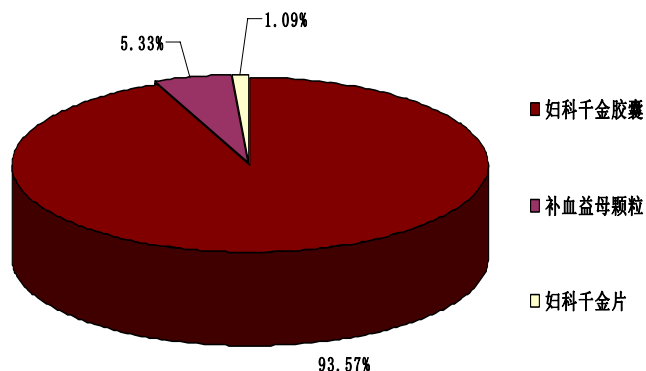


图9: 2006-2008年公司产品医院终端销售格局变化



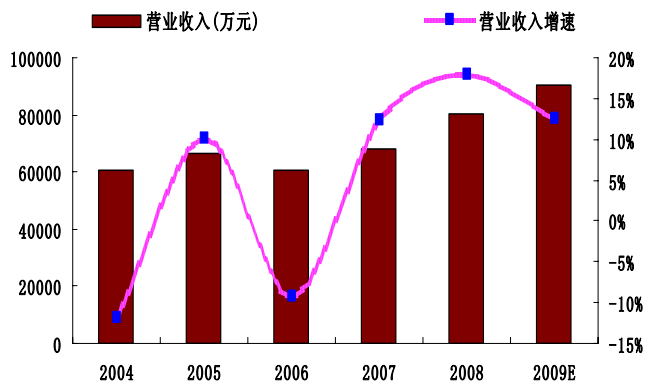
资料来源: SFDA 南方医药经济研究所、齐鲁证券研究所

图10: 2008年公司产品医院终端销售品种格局



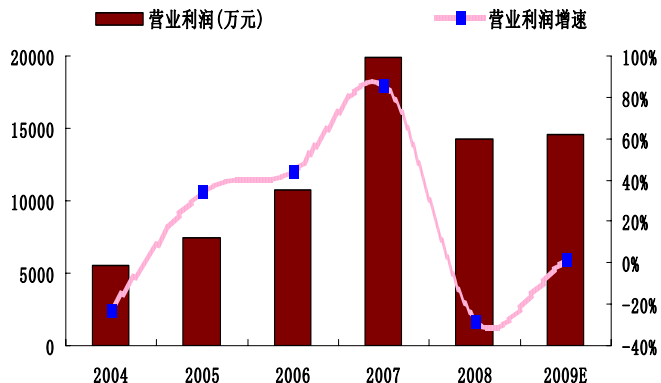
资料来源: SFDA 南方医药经济研究所、齐鲁证券研究所

图11: 公司2004-2009年营业收入及其增速



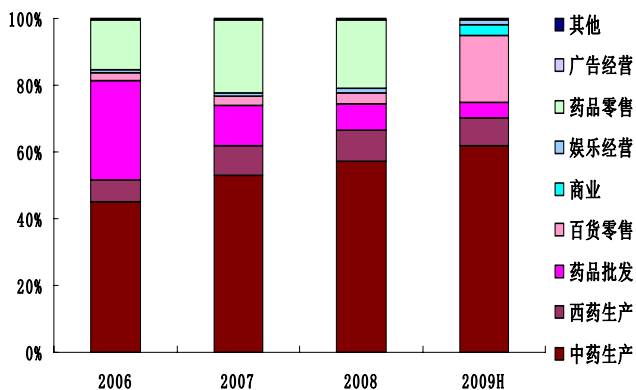
资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图12: 公司2004-2009年营业利润及其增速



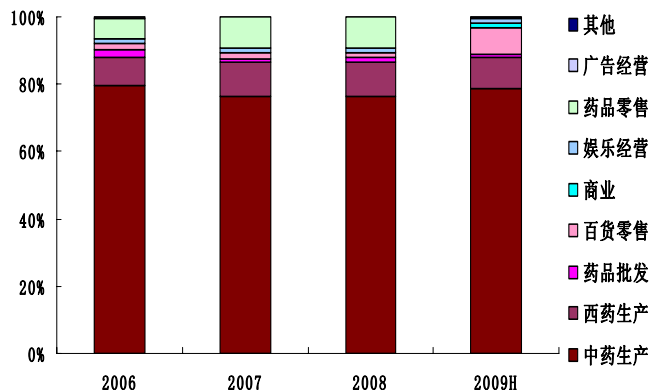
资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图13: 公司销售收入结构



资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

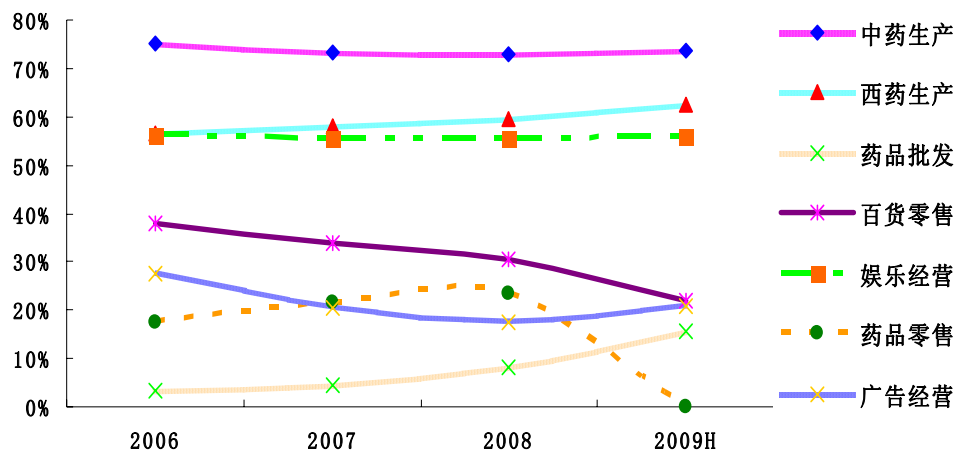
图14: 公司销售毛利结构



资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所



图15: 公司各项业务毛利率变化



资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所


投资评级说明

类别	级别	定义
股票	推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 10%—20%
	中性	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数变动幅度为-10%—10%
	回避	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数跌幅为 10%以上
行业	推荐	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对强于市场基准指数
	中性	预计未来 6-12 个月内，行业指数将基本与市场基准指数持平
	回避	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对弱于市场基准指数

重要声明

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，我公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。我公司及其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。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791