

分析师： 叶颂涛 027-65799535 yest@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490200010013

联系人： 杨靖凤 021 63217917 yangjf@cjsc.com.cn

江中药业：业务转型较顺利

事件描述

江中药业于 3 月 9 日发布 2009 年年报。

事件评论

一、业绩增长符合预期

2009 年公司全年实现营业收入 18.90 亿元，同比增长 29.66%；实现主营业务利润 11.83 亿元，增长 28.8%；实现归属于母公司所有者的净利润 2.01 亿元，每股收益 0.68 元，同比增长 33.9%，略高于业绩快报的数据，基本符合预期。

二、公司根据税法 and 会计估计的变更对财报进行了调整

由于国家税法在企业资产损失税前扣除政策及医药制造业广告费和业务宣传费税前扣除政策方面进行了变更，公司按照相关规定及追溯调整的原则，对公司资产负债表、利润表相关项目 2009 年期初数进行了相应的调高。而变更会计估计对 2009 年的净利润影响为调低。经过调整，财务数据可以更审慎地反映公司经营情况，长远影响是积极的。

三、业务转型取得进展

目前中药行业正分化成三个阵营：西医化、中医化和保健化，中药保健化是中药企业最自然的转型方向。尽管江中药业是一家中药 OTC 企业，但在消费者眼里它更象一家保健品企业：该公司 80 年代生产的儿童保健品就曾风光一时。后来引进的健胃消食片和草珊瑚含片取得巨大的成功，但这两个产品和保健品更接近。经过 20 多年的市场摔打，江中药业已深谙保健品市场规律，从产品选择、规划、调研、外部合作到广告拉动、渠道推动，公司已有成熟的模式。目前营销环节的大部分工作由公司市场部（有 30 多人）完成，而广告策略等则依赖外部机构的策划。

2009 年，公司 OTC 产品（消食片、草珊瑚、亮嗓）共实现销售收入 12.90 亿元。其中主导产品“健胃消食片”2009 年销售收入已突破 10 亿元，同比 2008 年增长 16.77%；“复方草珊瑚含片”实现销售收入超过 2 亿元，同比 2008 年增长 32.41%；公司初元团队由年初 600 余人提升至 1000 余人，初元产品通过覆盖、终端表现、渠道满意度三方面全面优化，快速抢占了“初元是专为病人设计的营养品”的定位。该年初元实现销售收入达到 2 亿元，同比 2008 年增长 308%。

生产健胃消食片的公司不少，替代产品也很多，但江中药业将这个产品做到 10 个亿，无疑体现了公司在营销上的核心竞争力。公司表示在增量投入方面将更多地向保健品、功能食品业务方向倾斜，公司还将顺势推出新产品。

表 1: 主营业务分产品情况 (单位:元)

分行业或分产品	营业收入	营业成本	营业利润率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	营业利润率比上年增减 (%)
分产品						
中成药	1,266,873,208.20	282,731,472.81	77.68	19.17	15.61	增加 0.69 个百分点
原料药及抗生素制剂			0	-100.00	-100.00	减少 18.88 个百分点
医药流通	377,672,337.18	365,941,827.01	3.11	212.29	215.10	减少 0.86 个百分点
保健食品及其他	241,888,972.18	57,490,842.54	76.23	152.34	62.39	增加 13.17 个百分点

资料来源: 上市公司

四、2010 年仍有新动作

一是集团改制继续进行。按江西省国资委的部署,江中集团改制时间上分两步走:股份制改造,实现管理层持股;引进战略投资者。目前股改工作进展正常,方案在等待审批;另外集团正在处理各类资产,以利于引进战略投资者。

二是力争老产品继续增长。对于成熟 OTC 品种“健胃消食片”、“复方草珊瑚含片”,通过不断创新 OTC 营销模式,寻找创新的大方法,在现有销售规模的基础上,力争增长 10%。

三是围绕初元形成产品群。对于新品种初元,通过优化定位于“给病人的特殊膳食营养”及产品群开发,快速提升销售团队的执行力,使品牌影响、终端覆盖及购买率不断提升。

2010 年公司计划实现合并营业收入 23.5 亿元,计划发生费用 11.5 亿元,分别增长 24%和 28.7%,这意味着净利润有 20%以上的增长。

五、维持“推荐”评级

随着集团改制和股权激励的实施,江中药业将逐步展现在品牌营销方面的核心竞争力,在中药保健化方向取得新的进展。我们调高公司 2010 年、2011 年 EPS 预测分别 0.82 元、1.04 元,维持对公司“推荐”的评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1890.02	2324.73	2743.18	3236.95	货币资金	264.75	200.00	273.82	387.46
营业成本	726.36	917.49	1078.44	1267.93	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1163.67	1407.24	1664.74	1969.02	应收账款	287.17	346.48	418.47	493.79
% 营业收入	61.57%	60.53%	60.69%	60.83%	存货	117.77	152.08	179.45	211.75
营业税金及附加	0	0	0	0	预付账款	0	0	0	0
% 营业收入	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	其他流动资产	25.64	46.49	54.86	64.74

销售费用	749.47	929.89	1097.27	1294.78	流动资产合计	695.33	745.05	926.60	1157.74
% 营业收入	39.65%	40.00%	40.00%	40.00%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	167.70	219.03	230.74	273.69	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	8.87%	9.42%	8.41%	8.46%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	20.01	4.97	0.98	-1.15	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.06%	0.21%	0.04%	-0.04%	固定资产合计	458.18	461.76	462.98	461.86
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	364.51	318.94	273.38	227.82
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	-0.44	0.00	0.00	0.00	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	226.48	253.34	335.75	401.70	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	11.98%	10.90%	12.24%	12.41%	资产总计	1597.66	1605.39	1742.61	1927.06
营业外收支	-0.51	0.00	0.00	0.00	短期贷款	174.00	19.65	0.00	0.00
利润总额	244.91	298.91	381.31	447.26	应付款项	95.40	120.69	142.42	168.06
% 营业收入	12.96%	12.86%	13.90%	13.82%	预收账款	0	0	0	0
所得税费用	45.69	56.79	72.45	84.98	应付职工薪酬	0	0	0	0
净利润	199.22	242.12	308.86	362.28	应交税费	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	201.10	242.12	308.86	362.28	其他流动负债	171.85	236.01	278.49	328.62
少数股东损益	-1.88	0.00	0.00	0.00	流动负债合计	441.25	376.35	420.91	496.67
EPS (元/股)	0.68	0.82	1.04	1.22	长期借款	83.48	83.48	83.48	83.48
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	378.32	299.08	349.68	407.23	其他非流动负债	0	0	0	0
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	524.73	459.83	504.38	580.15
收回现金	0	0	0	0	归属于母公司	1026.58	1099.22	1191.88	1300.56
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益	46.35	46.35	46.35	46.35
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	1072.93	1145.57	1238.23	1346.91
固定资产投资	-19.13	-40.00	-40.00	-40.00	股东权益	1597.66	1605.39	1742.61	1927.06
其他	21.19	0.00	0.00	0.00	负债及股东权益	22741	24878	28105	30820
投资活动现金流净额	2.06	-40.00	-40.00	-40.00	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.68	0.82	1.04	1.22
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	BVPS	3.47	3.72	4.03	4.40
银行贷款增加 (减少)	-110.00	-154.35	-19.65	0.00	PE	41.90	34.80	27.28	23.26
筹资成本	0	0	0	0	PEG				
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	PB	8.21	7.67	7.07	6.48
筹资活动现金流净额	-246.19	-323.83	-235.85	-253.60	EV/EBITDA	27.07	24.76	20.01	17.29

现金净流量	165.84	-109.54	0.00	0.00	ROE	19.59%	22.03%	25.91%	27.86%
-------	--------	---------	------	------	-----	--------	--------	--------	--------

叶颂涛，中南财经大学计统系毕业，先后供职人民银行武汉市分行、华夏证券武汉分公司、长江证券研究部，目前从事医药行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。