

业绩稳定增长，突破仍需时日

——同仁堂(600085)公司点评

核心观点

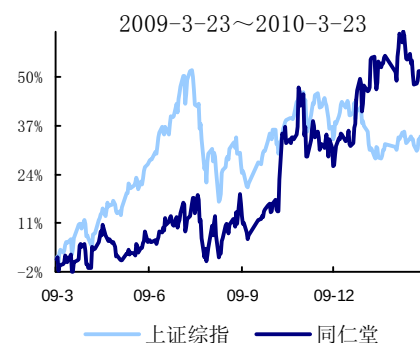
2009年公司实现营业收入32.50亿元，同比增长10.59%；归属上市公司股东净利润2.86亿元，同比增长10.69%；实现每股收益0.55元。略低于我们之前0.58元的预测。

计提资产减值准备影响利润增速：公司业绩略低于我们预期的原因主要是公司计提了5,300万的资产减值准备,较去年同期大幅增加了3,134万元所致。另外,公司主营业务收入同比增长10.69%,也略低于我们13%的预测。

经营质量有所提升：2009年是公司的“基础管理年”，公司夯实基础、降低成本、提升质量、促进发展的工作方针取得了一定成效。报告期内公司综合毛利率上升了2.57个百分点，经营现金流量净额同比增长48.46%。公司的应收账款周转率由去年的8.76提升到10.33，存货周转率基本与去年持平。公司的资产负债率只有20.51%，资产质量良好。

2010规划年，将进一步优化产品结构：2010年是公司的“规划年”，公司将以市场为导向，进一步优化产品结构，加快销售增长。目前，公司主打品种中六味地黄丸、乌鸡白凤丸、安宫牛黄丸、大活络丸等产品增长平稳，坤宝丸、国公酒等二、三线产品增长迅速，同时公司的新药储备十分丰富，用于抑郁症治疗的五类新药郁乐胶囊已进入后期审评阶段，将有望于2010年获得新药证书和生产批文；六类新药参丹活血胶囊已经获得新药证书和生产批件。另有3个仿制品种获得批准文号，2个六类新药进入申报临床和制备阶段。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	52082.63
流通A股(万股)	52082.63
52周内股价区间(元)	15.41-25.67
总市值(亿元)	121.87
总资产(亿元)	49.22
每股净资产(元)	5.83
目标价	6-12个月

相关报告

《国都证券-公司研究-调研简报-同仁堂(600085):集团的助推效应将逐步增强》
2010-02-01

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	3250	3640	4041	4445
同比增速(%)	11%	12%	11%	10%
净利润(百万)	286	334	382	436
同比增速(%)	10%	17%	14%	14%
EPS(元)	0.55	0.64	0.73	0.84
P/E	42.55	36.56	32.05	27.86

研究员: 徐文峰

电话: 010-84183312

Email: xuwenfeng@guodu.com

执业证书编号: S0940207090089

联系人: 蔡建军

电话: 010-84183153

Email: caijianjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

集团资产整合是个长远的故事：公司未来的一大看点，就是集团的资产整合，截至 2009 年底，同仁堂集团总资产已达 102 亿元、销售收入 100 亿元、实现利润突破 8 亿元。集团已经形成了现代制药业、零售商业和医疗服务三大业务板块，旗下资产包括十大公司、二大基地、二个院、二个中心以及 800 余家零售门店。从规模经营的角度来看，确实存在资产整合的可能性，但我们认为同仁堂集团的资产整合是一个长远的故事，短期对股份公司的影响不大。

维持“短期_推荐，长期_A”的投资评级：我们下调公司 10-11 年 EPS 分别为 0.64 元和 0.73 元（原来为 0.70 元和 0.79 元），同时预测公司 12 年 EPS 为 0.84 元。我们认为平稳增长仍将是公司发展主旋律，业绩的突破性增长仍需时日，考虑到公司独特的品牌价值，我们维持公司“短期_推荐，长期_A”的投资评级。

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E	单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3799	4370	4995	5675	营业收入	3250	3640	4041	4445
现金	1600	1943	2358	2827	营业成本	1820	2075	2295	2511
应收账款	298	268	256	242	营业税金及附加	41	44	48	53
其它应收款	12	15	16	17	营业费用	635	677	743	809
预付账款	28	31	33	35	管理费用	256	291	319	347
存货	1815	2061	2281	2502	财务费用	-2	2	1	-1
其他	45	53	51	52	资产减值损失	53	31	35	40
非流动资产	1123	1021	932	844	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	55	55	55	55	投资净收益	7	0	0	0
固定资产	933	842	750	657	营业利润	453	520	598	686
无形资产	98	97	97	96	营业外收入	8	10	9	9
其他	38	27	31	36	营业外支出	1	2	1	1
资产总计	4922	5390	5927	6519	利润总额	460	528	606	693
流动负债	975	1119	1251	1400	所得税	72	79	91	104
短期借款	173	173	173	173	净利润	388	449	515	589
应付账款	495	559	615	677	少数股东损益	103	115	134	153
其他	307	387	463	551	归属母公司净利润	286	334	382	436
非流动负债	35	29	31	32	EBITDA	550	617	693	779
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.55	0.64	0.73	0.84
其他	35	29	31	32	主要财务比率				
负债合计	1009	1148	1282	1432		2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	877	992	1125	1278	成长能力				
股本	521	521	521	521	营业收入	10.6%	12.0%	11.0%	10.0%
资本公积金	797	797	797	797	营业利润	11.1%	14.7%	15.1%	14.6%
留存收益	1740	1954	2223	2513	归属母公司净利润	10.3%	16.9%	14.3%	14.4%
归属母公司股东权益	3036	3251	3520	3809	获利能力				
负债和股东权益	4922	5390	5927	6519	毛利率	44.0%	43.0%	43.2%	43.5%
现金流量表					净利率	8.8%	9.2%	9.4%	9.8%
单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	9.4%	10.3%	10.8%	11.5%
经营活动现金流	628	469	528	614	ROIC	15.5%	18.1%	20.9%	24.1%
净利润	388	449	515	589	偿债能力				
折旧摊销	99	95	94	94	资产负债率	20.5%	21.3%	21.6%	22.0%
财务费用	-2	2	1	-1	净负债比率	17.14%	15.07%	13.50%	12.08%
投资损失	-7	0	0	0	流动比率	3.90	3.91	3.99	4.05
营运资金变动	0	-60	-91	-77	速动比率	1.99	2.04	2.14	2.24
其它	149	-17	9	8	营运能力				
投资活动现金流	-48	-0	-0	-0	总资产周转率	0.69	0.71	0.71	0.71
资本支出	58	0	0	0	应收帐款周转率	10.33	12.85	15.42	17.85
长期投资	-7	0	0	0	应付帐款周转率	3.69	3.94	3.91	3.89
其他	3	-0	-0	-0	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-159	-126	-112	-145	每股收益	0.55	0.64	0.73	0.84
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金	1.21	0.90	1.01	1.18
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	5.83	6.24	6.76	7.31
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	42.67	36.51	31.94	27.93
其他	-159	-126	-112	-145	P/B	4.01	3.75	3.46	3.20
现金净增加额	42	343	416	468	EV/EBITDA	21.04	18.76	16.70	14.86

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理 宏观领域	xuwei hong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xia maosheng@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	马琳娜	建材	malinna@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
徐才华	机械-汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	伍颖	石化、化工	wuying@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	潘蕾	医药行业	panlei@guodu.com
蔡建军	医药行业	caijianjun@guodu.com	王招华	钢铁行业	wangzhaohua@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	刘斐	煤炭电力	liufei@guodu.com
汪立	造纸	wangli@guodu.com	鲁儒敏	电力	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色、新能源	xiaoshijun@guodu.com	傅浩	建材	fuhao@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程和 券商发展战略研究	chenwei@guodu.com
苏昌景	基金研究、债券研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究、债券研究	fengxiang@guodu.com
李春燕	基金联络	lichunyan@guodu.com			