

中药 III



江中药业 (600750)

推荐 (维持)

OTC 和保健食品稳定增长

市场数据

报告日期	2010-7-26
收盘价(元)	32.67
总股本(百万股)	295.88
流通股本(百万股)	295.88
总市值(百万元)	9666.30
流通市值(百万元)	9666.30
净资产(百万元)	1089.48
总资产(百万元)	1726.49
每股净资产	3.68

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1890	2275	2704	3122
同比增长(%)	29.7%	20.4%	18.8%	15.5%
净利润(百万元)	201	267	364	417
同比增长(%)	33.9%	32.6%	36.7%	14.3%
毛利率(%)	62.6%	58.9%	60.5%	60.2%
净利率(%)	10.6%	11.7%	13.5%	13.3%
净资产收益率(%)	19.6%	22.1%	23.2%	21.0%
每股收益(元)	0.68	0.90	1.23	1.41
每股经营现金流(元)	1.28	0.65	1.29	1.37

相关报告

《停止股权激励及集团改制公告》2010-5-4

《扩产能,上新品,出业绩》2010-4-22

《保健品成为未来新看点》2010-3-8

投资要点

事件:

江中药业公布 2010 年中报。公司实现营业收入 104,153 万元,同比增长 18.71%; 归属于母公司所有者的净利润 12,648 万元,同比增长 32.61%, 每股收益 0.43 元。

点评:

公司中报业绩符合我们预期。

- 中报显示,公司 OTC 业务和保健食品业务的毛利率都有所下滑。公司净利润增幅高于收入增幅,原因在于期间费用率下降。
- 公司 OTC 业务仍然保持平稳增长,贡献了主要的收入和利润。2010 年上半年,健胃消食片和草珊瑚含片实现营业收入 66785 万元,同比增长 11.53%; 营业利润率为 71.76%, 同比下降 7 个百分点。我们认为利润率下降原因是原材料成本上升所致。
- 保健食品业务上半年实现收入 14578 万元,同比增长 49.44%。其中初元调整了功能诉求,但收入增长为 44%, 低于公司的预期。我们认为初元新定位于“病人的特殊膳食营养”, 消费者有一个接受的过程, 全年初元收入预期下调至 3.2 亿元。公司推出了其他保健食品, 如全新的江中消食片, 与 OTC 渠道销售的健胃消食片形成互补, 力图占领保健食品的消食领域。此外, 公司下半年将重点推出参灵草等新产品。

王晞 S0190200010075
021-38565926
wangx@xyzq.com.cn

- 公司的医药流通业务目前增长较快。2010 年上半年实现收入 22562 万元，同比增长 25.91%，毛利率也提高 1.94 个百分点。
- 从行业政策看，未来医药政策密集出台，对于医保药物的持续降价，反商业贿赂等，都对现有的医院经销体系带来新的挑战。尽管目前 80%以上的药品消费集中在医院终端，但我们认为，人口老龄化、消费者收入提高，会直接带来 OTC 和保健食品的增长。目前国内保健食品占食品市场的比重约 4-5%，低于发达国家水平。未来这一领域的发展空间巨大。
- 江中药业发展战略是定位于中药保健品领域，开发中药保健功能。我们看好公司的发展模式，预估公司 2010-2012 年 EPS 分别是：0.90、1.23 和 1.41 元，维持“推荐”评级。

表、江中药业分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	09-3Q	09-4Q	10-1Q	10-2Q	QOQ	2008	2009	YOY		说明
营业收入	468	545	560	482	-14.0%	1458	1890	29.7%		保健食品增长较快
营业成本	178	204	228	214	-6.1%	539	707	31.1%		原材料成本上升
毛 利	289	341	332	268	-19.4%	918	1183	28.8%		
销售费用	220	173	214	156	-27.2%	594	749	26.2%		
管理费用	25	53	30	27	-8.1%	106	125	17.6%		
财务费用	5	4	4	4	-12.8%	25	20	-18.9%		
资产减值	0	23	2	-0	-116.1%	11	24	124.7%		
公允价值	0	0	0	0		0	0			
投资收益	-2	3	-0	-0	-82.1%	7	-0	-106.2%		
营业利润	32	85	76	77	0.4%	174	245	40.9%		
利润总额	31	85	77	74	-3.4%	167	245	46.7%		
净 利 润	33	72	63	64	1.1%	150	201	33.9%		
EPS	0.112	0.245	0.213	0.215	1.1%	0.508	0.680	33.9%		
销售费用率	47.1%	31.8%	38.2%	32.3%	-5.9%	40.7%	39.7%	-1.1%		费用率控制
管理费用率	5.3%	9.8%	5.3%	5.7%	0.4%	7.3%	6.6%	-0.7%		
财务费用率	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.0%	1.7%	1.1%	-0.6%		
所得税率	0.1%	13.3%	17.3%	16.4%	-0.9%	10.7%	18.7%	8.0%		
毛 利 率	61.9%	62.6%	59.3%	55.5%	-3.7%	63.0%	62.6%	-0.4%		
净利润率	7.1%	13.3%	11.2%	13.2%	2.0%	10.3%	10.6%	0.3%		

资料来源：天软投资系统

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	695	921	1337	1779
货币资金	265	294	610	949
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	5	12	14	16
其他应收款	70	113	160	163
存货	118	178	195	223
非流动资产	902	891	879	872
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	68	66	66	66
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	451	437	442	443
在建工程	7	11	15	18
油气资产	0	0	0	0
无形资产	363	348	333	316
资产总计	1598	1812	2217	2651
流动负债	441	482	526	547
短期借款	174	150	150	150
应付票据	31	15	23	33
应付账款	65	81	95	109
其他	172	236	258	254
非流动负债	83	81	81	81
长期借款	80	80	80	80
其他	3	1	1	1
负债合计	525	563	607	628
股本	296	296	296	296
资本公积	195	195	195	195
未分配利润	412	563	891	1266
少数股东权益	46	44	41	38
股东权益合计	1073	1249	1610	2023
负债及权益合计	1598	1812	2217	2651

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	201	267	364	417
折旧和摊销	65	56	60	63
资产减值准备	16	-22	30	-11
无形资产摊销	19	15	17	17
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	20	12	11	11
投资损失	0	1	0	0
少数股东损益	-2	-2	-3	-3
营运资金的变动	-56	106	89	69
经营活动产生现金流量	369	192	383	406
投资活动产生现金流量	36	-37	-56	-56
融资活动产生现金流量	-245	-125	-11	-11
现金净变动	160	30	316	339
现金的期初余额	131	265	294	610
现金的期末余额	291	294	610	949

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1890	2275	2704	3122
营业成本	707	936	1068	1242
营业税金及附加	19	23	28	32
销售费用	749	842	1000	1155
管理费用	125	136	157	181
财务费用	20	12	11	11
资产减值损失	24	3	3	3
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-0	-1	0	0
营业利润	245	322	436	498
营业外收入	2	1	1	1
营业外支出	2	4	2	2
利润总额	245	319	435	498
所得税	46	54	74	85
净利润	199	264	361	413
少数股东损益	-2	-2	-3	-3
归属母公司净利润	201	267	364	417
EPS (元)	0.68	0.90	1.23	1.41

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	29.7%	20.4%	18.8%	15.5%
营业利润增长率	40.9%	31.3%	35.5%	14.3%
净利润增长率	33.9%	32.6%	36.7%	14.3%
盈利能力(%)				
毛利率	62.6%	58.9%	60.5%	60.2%
净利率	10.6%	11.7%	13.5%	13.3%
ROE	19.6%	22.1%	23.2%	21.0%

偿债能力(%)

资产负债率	32.8%	31.1%	27.4%	23.7%
流动比率	1.58	1.91	2.54	3.25
速动比率	1.30	1.52	2.16	2.83

营运能力(次)

资产周转率	1.19	1.33	1.34	1.28
应收帐款周转率	104.90	169.35	168.37	166.15

每股资料(元)

每股收益	0.68	0.90	1.23	1.41
每股经营现金	1.28	0.65	1.29	1.37
每股净资产	3.47	4.07	5.30	6.71

估值比率(倍)

PE	48.07	36.25	26.53	23.20
PB	9.42	8.03	6.16	4.87

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料,我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。我们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,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。