

分析师： 叶颂涛 (8627)65799535 yest@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490200010013

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

同仁堂：2010 年上半年经营情况分析

事件描述

同仁堂于 8 月 24 日发布了 2010 年中期报告。

事件评论

一、业绩表现基本符合预期

同仁堂2010年上半年实现主营业务收入20.02 亿元，同比增长15.87%；公司实现主营业务利润9.37亿元，增长18.9%；毛利率为46.8%，提高了1.2个百分点。公司实现归属于上市公司股东的净利润2亿元，每股收益为0.385元，扣除非经常性损益后的净利润为0.386元，增长19.14%，基本符合预期。

二、主营业务继续保持较快增长

就单季度数据而言，同仁堂2010年一季度的主营业务表现不俗：当季主营业务利润增长超过50%，曾引起市场较大关注。而二季度主营利润则减少8%，形成一定反差。但我们认为：这是预收款项的波动造成的。去年第四季度预收款项达到1.03亿元，今年第一季度确认为收入是业绩大幅增长的重要原因；而2010年第二季度的预收款项再次创下1.3亿的历史新高，相比正常情况高出6000万元以上。如果确认为收入，不仅可增加收入6000万元，还可增厚净利润2300万元以上（因三项费用已支出），合0.04元以上，这又为第三季度业绩增长提供了保障。

表 1：公司利润表季度分析

项目 (百万元)	年度数据		2009 年单季度数据				2010 年单季度数据				2009 年各季累计			2010 年各季累计		
	2008A	2009A	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1-2 季	1-3 季	1-4 季	1-2 季	1-3 季	1-4 季
营业收入	2939	3250	830	898	762	761	1147	855	0.00	0.00	1728	2490	3250	2002	0.00	0.00
同比增长率 (%)	8.7	10.6	6.5	12.0	25.5	1.3	38.2	-4.8	0.00	0.00				15.9	0.00	0.00
营业成本	1722	1820	478	462	450	430	611	454	0.00	0.00	940	1390	1820	1065	0.00	0.00
主营业务利润	1217	1430	352	436	312	330	536	401	0.00	0.00	787	1100	1430	937	0.00	0.00
毛利率 (%)	41	44	42	49	41	43	47	47	0.00	0.00	46	44	44	47	0.00	0.00
同比增长率 (%)	12	17	15	30	27	0	52	-8	0.00	0.00				19	0.00	0.00
营业税金及附加	34.2	41.1	10.5	10.6	8.9	11.0	15.5	10.8	0.00	0.00	21.2	30.1	41.1	26.3	0.00	0.00
销售费用	507	635	138	206	148	144	261	144	0.00	0.00	344	492	635	405	0.00	0.00
销售费用率 (%)	17	20	17	23	19	19	23	17	0.00	0.00	20	20	20	20	0.00	0.00

管理费用	243	256	72	76	56	53	101	78	0.00	0.00	148	204	256	179	0.00	0.00
管理费用率(%)	8.3	7.9	8.7	8.4	7.4	6.9	8.8	9.1	0.00	0.00	8.5	8.2	7.9	8.9	0.00	0.00
财务费用	4.8	-2.1	1.6	0.2	-0.9	-2.9	-1.3	-2.1	0.00	0.00	1.8	0.8	-2.1	-3.4	0.00	0.00
财务费用率(%)	0.2	-0.1	0.2	0.0	-0.1	-0.4	-0.1	-0.2	0.00	0.00	0.1	0.0	-0.1	-0.2	0.00	0.00
资产减值损失	21.67	53.00	0.00	3.23	4.86	44.91	1.13	4.93	0.00	0.00	3.2	8.1	53.0	6.1	0.00	0.00
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0	0.0	0.00	0.00
投资净收益	1.6	6.9	1.6	2.3	2.2	0.8	2.7	1.9	0.00	0.00	4.0	6.2	6.9	4.6	0.00	0.00
营业外收入	8.91	8.22	1.10	1.56	1.36	4.20	0.50	0.57	0.00	0.00	2.66	4.02	8.22	1.07	0.00	0.00
营业外支出	1.07	1.15	0.09	0.11	0.22	0.74	0.08	1.13	0.00	0.00	0.20	0.42	1.15	1.21	0.00	0.00
利润总额	416	460	132	144	99	85	162	167	0.00	0.00	276	375	460	329	0.00	0.00
所得税	65.29	72.08	20.30	21.32	15.13	15.33	23.38	25.82	0.00	0.00	41.62	56.75	72.08	49.21	0.00	0.00
归母净利润	259	286	80	90	63	53	99	101	0.00	0.00	170	233	286	201	0.00	0.00
净利润率(%)	8.8	8.8	9.7	10.0	8.2	6.9	8.7	11.8	0.00	0.00	9.8	9.4	8.8	10.0	0.00	0.00
同比增长率(%)	11	10	22	27	46	-34	23	13	0.00	0.00				18	0.00	0.00
每股收益(元)	0.50	0.55	0.15	0.17	0.12	0.10	0.19	0.19	0.00	0.00	0.33	0.45	0.55	0.39	0.00	0.00

资料来源: wind资讯 长江证券研究部整理

三、维持“推荐”评级

同仁堂股份在营销、管理、研发上都保持相对稳定, 业绩增长与同仁堂集团的整体表现密切相关。随着集团的业务整合, 中药中医化的“同仁堂模式”将会显现, 其效果将会继续渗透到同仁堂股份的业绩里面来。我们维持对公司2010年、2011年EPS分别为0.68元和0.79元的预测, 并维持“推荐”评级, 维持32元的一年期目标价。

公司财务报表及指标预测

利润表（百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3250.22	3575.24	3932.77	4326.04
营业成本	1861.50	2040.66	2241.65	2462.45
毛利	1388.72	1534.58	1691.12	1863.59
% 营业收入	42.73%	42.92%	43.00%	43.08%
营业税金及附加	0	0	0	0
% 营业收入	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
销售费用	635.18	715.05	786.55	865.21
% 营业收入	19.54%	20.00%	20.00%	20.00%
管理费用	311.84	315.28	337.77	352.33
% 营业收入	9.59%	8.82%	8.59%	8.14%
财务费用	-2.08	-22.46	-23.96	-23.95
% 营业收入	-0.06%	-0.63%	-0.61%	-0.55%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	6.92	0.00	0.00	0.00
营业利润	443.77	526.72	590.75	670.00
% 营业收入	13.65%	14.73%	15.02%	15.49%
营业外收支	13.99	0.00	0.00	0.00
利润总额	460.38	541.04	605.08	684.33
% 营业收入	14.16%	15.13%	15.39%	15.82%
所得税费用	72.08	84.40	94.39	106.76
净利润	388.29	456.64	510.69	577.58
归属于母公司所有者 的净利润	285.61	356.64	410.69	477.58
少数股东损益	102.68	100.00	100.00	100.00
EPS（元/股）	0.55	0.68	0.79	0.92
现金流量表（百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流净额	627.69	223.45	368.74	405.86
投资收益收回现金	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-57.09	-73.00	-75.00	-78.00
其他	9.54	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流净额	-47.55	-73.00	-75.00	-78.00
债券融资	0	0	0	0
股权融资	1.98	0.00	0.00	0.00
银行贷款增加（减少）	0.00	-173.00	0.00	0.00
其他	-2.98	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流净额	-158.62	-422.65	-287.48	-334.30
现金净流量	421.52	-272.20	6.26	-6.44

资料来源：长江证券研究所

资产负债表（百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	1599.96	1327.75	1334.01	1327.56
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	355.44	401.60	441.76	503.72
存货	1815.11	2047.19	2251.91	2477.10
预付账款	0	0	0	0
其他流动资产	28.41	35.75	39.33	43.26
流动资产合计	3798.91	3812.30	4067.01	4351.65
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	937.68	936.40	932.77	927.65
无形资产	114.63	100.30	85.97	71.64
递延所得税资产	0	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0
资产总计	4922.27	4920.06	5156.81	5421.99
短期贷款	173.00	0.00	0.00	0.00
应付款项	494.85	538.74	592.61	651.87
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	0	0	0	0
应交税费	0	0	0	0
其他流动负债	306.83	296.75	326.42	359.06
流动负债合计	974.68	835.48	919.03	1010.93
长期借款	34.63	34.63	34.63	34.63
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	1009.31	870.11	953.66	1045.56
归母权益	3036.31	3143.30	3266.51	3409.78
少数股东权益	876.65	906.65	936.65	966.65
股东权益	3912.95	4049.95	4203.15	4376.43
负债及股东权益	4922.27	4920.06	5156.81	5421.99
基本指标	2009A	2010E	2011E	2012E
EPS	0.55	0.68	0.79	0.92
BVPS	5.83	6.04	6.27	6.55
PE	42.67	34.17	29.68	25.52
PB	4.01	3.88	3.73	3.57
EV/EBITDA	22.42	20.56	18.47	16.39
ROE	9.41%	11.35%	12.57%	14.01%

分析师介绍

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	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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。