

拳头产品基层放量值得期待

千金药业 (600479)

评级: 增持 (维持)

股价: 18.31 元 目标价: 20.3 元

跟踪报告

2010 年 8 月 31 日 星期二

东海医药研究小组

屈昫、袁舰波

执业证书编号: S0630208010053

执业证书编号: S0630208010052

021-50586660-8643

qy@longone.com.cn

医药生物行业/中药

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

重要数据

总股本(亿股) 3.05

流通股本(亿股) 3.05

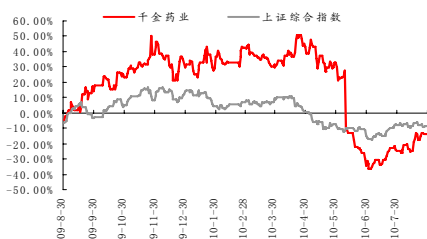
总市值(亿元) 55.81

流通市值(亿元) 55.81

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	18.82	18.24
3 个月	(1.56)	(3.90)
6 个月	(11.25)	2.43

个股相对上证综指走势图



投资要点

□ **公司是妇科中药龙头企业:** 公司的拳头产品千金片 (胶囊) 是公司的独家品种, 也是国家基本药物目录中清热除湿妇科用药的独家品种, 09 年销售收入突破 5 亿元。双独家优势保证了公司在妇科炎症中药领域的领先地位, 并形成了依托千金品牌的妇科系列中药。

□ **千金片、千金胶囊的基层放量值得期待:** 受基本药物目录制度推行慢于预期影响, 上半年公司千金片、千金胶囊的受益状况不明显。但我们认为, 随着基本药物目录在各地方的陆续执行, 千金片、千金胶囊的基层放量将成为公司未来的主要增长点。未来针对乡镇卫生院、村卫生所等基层医疗机构的网络建设工作将成为公司在第三终端的重点工作。

另外针对市场现阶段最关心的价格问题, 我们认为千金片、千金胶囊是服用成本低廉的双独品种, 市场预期的基本药物降价政策或将对两个品种造成较大影响。

□ **化学药、影院等业务有益补充:** 湘江药业明显受益于基层抗生素业务的放量, 今年预计实现销售收入超过 2 亿元, 净利润 2000 万元。

千金文化广场则成为公司现金流的重要来源, 预计今年电影院业务贡献的净利润将达到 1000 万元。

□ **新任总经理将重点开拓基层市场:** 公司新上任的王琼瑶总经理原为子公司湘江药业的董事长, 是公司的营销骨干, 在建设基层网络业务上颇有建树。此次王总经理的上任一方面保证了公司经营的平稳过渡, 另一方面将把湘江药业的宝贵经验带到母公司, 加强力度拓展第三终端网络。

□ **盈利预测与估值:** 公司在妇科中药领域拥有的绝对的龙头优势, 财务经营上非常稳健, 在新医改契机下获得了比较好的发展机会, 拳头产品有望在基层市场放量, 将是新医改受益最明确的公司之一。

我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.45 元、0.58 元和 0.68 元, 给予公司“增持”评级, 未来 6 个月目标价 20.3 元, 对应公司 10、11 年每股收益的 PE 分别为 45 倍和 35 倍。

□ 公司是妇科中药龙头企业

公司是我国妇科中药的龙头企业，拳头产品千金片、千金胶囊是公司的独家品种，也是国家基本药物目录中清热除湿妇科用药的独家品种，09 年销售收入突破 5 亿元。双独家优势保证了公司在妇科炎症中药领域的领先地位，并形成了依托千金品牌的妇科系列中药。

□ 妇科中药行业市场空间巨大

妇科疾病已经成为目前多发且难根治的一大疾病，根据 WHO 的数据显示，妇科发病率已经高达 65%，成为困扰当代女性最大的疾病。相伴随的，近年来妇科用药市场的规模也逐年扩大。根据 SFDA 南方医药经济研究所数据统计：2008 年妇科炎症用药市场规模约 85 亿元，2005-2008 年的复合增长率为 13.17%。按照这个增长率，2010 年妇科炎症用药市场将突破 100 亿元，市场空间巨大。

□ 千金片、千金胶囊的基层放量值得期待

受基本药物目录制度推行慢于预期影响，上半年公司千金片、千金胶囊的受益状况不明显。但我们认为，随着基本药物目录在各地方的陆续执行，千金片、千金胶囊的基层放量将成为公司未来的主要增长点。

千金片、千金胶囊成为基本药物目录双独产品的重大意义在于公司在过去依靠内生增长的基础上，获得了国家政策的扶持和新的市场空间。

首先从量上来说，虽然妇科炎症在农村的发病率很高，但由于农民收入不高及基层网络建设不到位等原因，过去的农村市场基本是空白状态。目前随着新医改政府提高新农合补贴的政策以及基层医疗机构和配送网络的全面建设，基层医疗需求将得到快速激发，千金片、千金胶囊的销量无疑将在这一过程中收益匪浅。

千金片过去在第三终端销售的主要渠道是通过基层 OTC 药店，而通过乡镇卫生院、村卫生所等基层医疗机构的销售几乎没有，截止至今年上半年，公司的基层网络建设也尚未真正覆盖至各地乡镇卫生院、村卫生所，未来针对乡镇卫生院、村卫生所等基层医疗机构的网络铺设工作将成为公司在第三终端的重点工作。

其次从市场现阶段最关心的价格上看，我们认为此次市场预期基本药物降价政策或将不会波及到千金片及千金胶囊。一方面虽然基药品种普遍降价将是大概率事件，但具体品种的降价幅度不可能一刀切，因为千金片、千金胶囊是享有良好口碑的独家品种，发改委在定价时会考虑到产品的不可替代性，因此预计在重新制定产品价格时会比较慎重。其二目前千金片、千金胶

囊的日均服用成本分别仅 2.2 和 3.2 元，服用成本非常低廉，继续降价的空间也不大。综合考虑以上因素，我们认为千金片、千金胶囊受市场预期的基药降价政策的影响不大，这将保证产品未来在基层放量时的合理利润空间。

□ 妇科中药梯队逐渐完善

公司在口服妇科中药领域，依托千金品牌积极打造妇科中药梯队，目前已经成功培育二线产品补血益母颗粒，今年收入预计将突破 3000 万。该产品是新进入国家医保目录的品种，因此预计近年将保持快速增长。

新产品中公司主治妇科止血的断红饮胶囊和主治宫颈炎的椿乳凝胶也具有较好的市场前景。

□ 化学药、影院等业务有益补充

公司除母公司主要经营妇科中药业务外，旗下还有数家经营其他副业的子公司，如以经营化学普药为主的湘江药业，经营影院等业务的千金文化广场等。公司控股 51% 的湘江药业主要经营针对基层市场的化学普药，今年明显受益于基层抗生素业务的放量，预计实现销售收入超过 2 亿元，净利润 2000 万元，成为公司新的利润增长点。

千金文化广场则成为公司现金流的重要来源，该商业广场地处株洲市区繁华地段，物业面积 3000 多平米，影院收入及商业租金成为公司利润的有益补充，预计今年电影院业务贡献的净利润将达到 1000 万元。

□ 新任总经理将重点开拓基层市场

8 月 11 日公司原总经理乔志城因个人原因辞去公司总经理、董事及副董事长职务，新总理由湘江药业董事长王琼瑶先生担任。王琼瑶先生此前在湘江药业工作 23 年，熟知药品研发、生产和营销，是公司的营销骨干，在建设基层网络业务上颇有建树。此次王总经理的上任一方面保证了公司经营的平稳过渡，另一方面将把湘江药业的宝贵经验带到母公司，加强力度拓展第三终端网络。

□ 盈利预测与估值

公司在妇科中药领域拥有的绝对的龙头优势，财务经营上非常稳健，在新医改契机下获得了比较好的发展机会，拳头产品有望在基层市场放量，将是新医改受益最明确的公司之一。

我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.45 元、0.58 元和 0.68 元，给予公司“增持”评级，未来 6 个月目标价 20.3 元，对应公司 10、11 年每股收益的 PE

分别为 45 倍和 35 倍。

表：公司盈利预测：

盈利预测及重要数据	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(万元)	80,143	90,427	104,778	123,988	140,727
增长率	17.9%	12.8%	15.9%	18.3%	13.5%
营业利润(万元)	14,305	15,524	16,945	21,788	25,440
增长率	-28.1%	8.5%	9.2%	28.6%	16.8%
净利润(万元)	12989	13091	13752	17683	20646
增长率	-25.2%	0.8%	5.0%	28.6%	16.8%
每股净资产(元)	4.69	4.24	3.30	3.65	4.06
每股收益(元)	0.72	0.60	0.45	0.58	0.68
市盈率(P/E)	27.1	44.7	39.1	30.4	26.1
市净率(P/B)	4.1	6.3	5.3	4.8	4.4
EV/EBITDA	41.3	35.7	33.5	24.0	19.7

资料来源：东海政权研究所

□ 风险提示

公司拳头产品是否会受到基本药物目录产品降价影响仍存在一定的不确定性。

附表：三大表预测

资产负债表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	39736	50724	18488	31922	31311	34175
应收款项	8643	15876	21607	20094	23779	26989
存货净额	8289	9645	9880	10954	12311	13922
其他流动资产	1523	2598	3454	3143	3720	4222
流动资产合计	71193	78860	76627	66114	71120	79307
固定资产	15337	19319	28671	38351	47471	55396
无形资产及其他	2017	4707	4773	4614	4454	4295
投资性房地产	18620	1695	15148	15148	15148	15148
长期股权投资	1359	1359	1359	1359	1359	1459
资产总计	108526	105941	126577	125586	139553	155606
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0	0
应付款项	8199	9173	10901	10309	11587	13103
其他流动负债	8364	8935	20287	11245	12823	14286
流动负债合计	16563	18109	31188	21555	24410	27388
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	2367	257	260	260	260	360
长期负债合计	2367	257	260	260	260	360
负债合计	18930	18366	31448	21814	24670	27748
少数股东权益	2131	2434	2727	3117	3620	4206
股东权益	87464	85140	92403	100654	111264	123652
负债和股东权益总计	108526	105941	126577	125586	139553	155606
利润表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	67978	80143	90427	104778	123988	140727
营业成本	32231	34579	36083	41387	47735	55307
营业税金及附加	728	1071	1242	1572	1860	2111
销售费用	22132	27545	32108	39292	45256	49958
管理费用	5429	5910	7100	8173	9485	10273
财务费用	72	(191)	(96)	(91)	(114)	(144)
投资收益	10841	7963	1545	2500	2022	2218
资产减值及公允价值变动	3132	(4643)	47	0	0	0
其他收入	(1469)	(244)	(58)	(0)	(0)	0
营业利润	19889	14305	15524	16945	21788	25440
营业外净收支	(102)	(122)	82	0	0	0
利润总额	19787	14183	15606	16945	21788	25440
所得税费用	2128	734	1915	2542	3268	3816
少数股东损益	298	460	600	651	837	978
归属于母公司净利润	17362	12989	13091	13752	17683	20646
增长率	91.5%	-25.2%	0.8%	5.0%	28.6%	16.8%
现金流量表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	17362	12989	13091	13752	17683	20646
资产减值准备	776	(613)	(93)	(29)	0	0
折旧摊销	2091	2177	2522	2350	3839	5649

公允价值变动损失	(3132)	4643	(47)	0	0	0
财务费用	72	(191)	(96)	(91)	(114)	(144)
营运资本变动	(13795)	6085	(7286)	(8914)	(2763)	(2244)
其它	(478)	1072	693	420	502	587
经营活动现金流	2824	26354	8880	7579	19261	24637
资本开支	(5786)	(792)	(11682)	(11843)	(12800)	(13414)
其它投资现金流	(7135)	12984	(23181)	23198	0	0
投资活动现金流	(13283)	12192	(34863)	11356	(12800)	(13514)
权益性融资	0	0	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0	0
支付股利、利息	(8014)	(5806)	(10886)	(5501)	(7073)	(8259)
其它融资现金流	26144	(15946)	15520	0	0	0
融资活动现金流	10117	(27558)	(6252)	(5501)	(7073)	(8259)
现金净变动	(343)	10987	(32235)	13434	(612)	2864
货币资金的期初余额	40079	39736	50724	18488	31922	31311
货币资金的期末余额	39736	50724	18488	31922	31311	34175
企业自由现金流	0	13797	(2692)	(6205)	4981	9606
权益自由现金流	0	0	12829	(6128)	5078	9729
关键财务与估值指标	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	1.15	0.72	0.60	0.45	0.58	0.68
每股红利	0.53	0.32	0.50	0.18	0.23	0.27
每股净资产	5.78	4.69	4.24	3.30	3.65	4.06
ROS	26%	16%	14%	13%	14%	15%
ROE	20%	15%	14%	14%	16%	17%
毛利率	53%	57%	60%	61%	62%	61%
EBIT Margin	16%	8%	15%	14%	16%	16%
EBITDA Margin	19%	11%	18%	16%	19%	20%
收入增长	12%	18%	13%	16%	18%	14%
净利润增长	91%	-25%	1%	5%	29%	17%
资产负债率	19%	20%	27%	20%	20%	21%
息率	1.2%	1.7%	1.9%	1.0%	1.3%	1.5%
P/E	38.1	27.1	44.7	39.1	30.4	26.1
P/B	7.6	4.1	6.3	5.3	4.8	4.4
EV/EBITDA	52.5	41.3	35.7	33.5	24.0	19.7

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

屈昶: 东海证券医药行业分析师, 中山大学硕士, 主要研究化学原料药、医疗器械及医药商业板块。

重点跟踪公司: 浙江医药、新和成、海正药业、南京医药、天士力、中新药业等。

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有十多年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本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多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122