

百年老店，修炼内功，突破前夜

九芝堂 (000989)

评级: 增持 (维持)

股价: 14.56 元 目标价: 17.0 元

跟踪报告

2010 年 9 月 16 日 星期四

东海医药研究小组

屈昶、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

6 个月目标价位 17.0

升值潜力 (%) 16.8

目标价确定日期: 2010.9.15

重要数据

总股本(亿股) 2.98

流通股本(亿股) 2.98

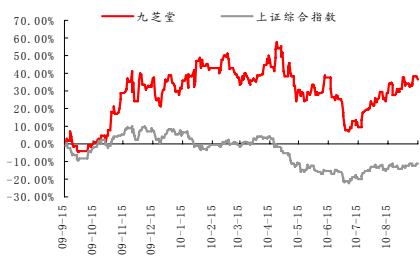
总市值(亿元) 43.39

流通市值(亿元) 43.39

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	6.06	2.92
3 个月	2.37	(2.24)
6 个月	3.18	14.92

个股相对上证综指走势图



投资要点

- **公司目前处于内部调整期:** 公司是拥有 360 年历史的著名老字号中药企业，在业界拥有非常知名的品牌资源和丰富的产品资源。近年来公司从多方面着手进行内部调整增效的工作，整体盈利能力一直在提升。管理方面，进行人事变动，由魏锋先生亲自担任董事长，加强医药实业建设；业务方面，压缩商业规模，提升工业比重；产品方面，进行产品输理，重新定位；营销方面，整合资源，加强渠道终端控制力；生产方面，加快新基地建设步伐，解决产能瓶颈。我们预计，随着公司改革调整效果的逐渐显现，公司未来的业绩增长将获得加速。
- **浓缩丸保证公司的稳定增长:** 公司一线品种的增长主要来自于浓缩丸系列产品。浓缩丸市场需求广阔，长期来看还有较大的成长空间。公司浓缩丸产品的规模优势明显，并且长期采用明星代言广告模式，品牌效应显著，近年的市场份额有望持续提升。产品 10 年上半年收入 1.29 亿元，同比增长 10.64%，预计全年也能实现两位数的增长，这将保证公司的平稳增长。公司新基地建设后，有望迎来浓缩丸的快速成长期。
- **驴胶补血颗粒尚有空间:** 公司 7 月对驴胶补血颗粒提价 8%，目前来看对终端销售并未产生影响，我们预计产品的提价效应下半年将显现。另外无糖驴胶产品的推出也有望形成有益补充，长期来看，驴胶产品仍有成长空间。
- **二线品种增速良好:** 公司产品非常丰富，拥有 31 个独家品种，二线品种的增长将成为公司长期成长的主要动力。09 年裸花紫珠片收入已超过 5000 万元，健胃愈疡片收入超过 3000 万元，是增长态势良好的处方药；足光散收入超过 3000 万元，天然适合 OTC 销售；补肾固齿丸主攻专科路线，今年有望实现翻番收入。

□ **新基地建设将解决产能瓶颈：**公司长沙新基地将建设一条国内最先进的浓缩丸自动生产线及其他领先水平的中成药出口车间、提取车间、中试车间等，整体投资已超过 3.5 亿元，预计三年左右时间能够达产，届时将有效解决公司浓缩丸等产品的产能瓶颈问题。

□ **盈利预测与估值：**我们认为公司目前处于调整效果显现的前夜，虽然还需要时日，但值得重点关注。我们略微调整公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.56 元、0.68 元和 0.82 元，公司目前仍处于估值洼地。我们给予公司未来 6 个月目标价为 16.75 元，维持公司“增持”评级。

表：公司盈利预测

盈利预测及市场重要数据	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(万元)	110,109	110,921	118,310	128,434	141,265
增长率	7.5%	0.7%	6.7%	8.6%	10.0%
营业利润(万元)	10,769	17,187	19,774	23,781	28,852
增长率	-18.8%	59.6%	15.0%	20.3%	21.3%
净利润(万元)	19989	14832	16760	20156	24454
增长率	56.4%	--	13.0%	20.3%	21.3%
每股净资产(元)	4.13	4.23	4.56	4.97	5.38
每股收益(元)	0.67	0.50	0.56	0.68	0.82

资料来源：公司财报、东海证券研究所

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	48653	58244	78766	81178	90108	112337
应收款项	20989	29190	23562	25931	28150	30962
存货净额	13429	11426	11344	11428	11926	1378
其他流动资产	1811	1053	910	3549	3853	2260
流动资产合计	85892	113142	114675	122087	134036	146938
固定资产	28205	24214	23231	27021	29231	31031
无形资产及其他	11100	11386	10971	10605	10239	9874
投资性房地产	18571	3879	3877	3877	3877	3877
长期股权投资	400	2000	2000	2000	2000	2100
资产总计	144168	154620	154753	165590	179383	193820
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0	0
应付款项	6178	5569	5364	5460	5698	5926
其他流动负债	18825	25911	23279	23918	25325	27140
流动负债合计	25003	31480	28642	29378	31023	33065
长期借款及应付债券	57	57	58	58	58	58
其他长期负债	1288	0	0	0	0	100
长期负债合计	1345	57	58	58	58	158
负债合计	26347	31538	28700	29435	31080	33223
少数股东权益	252	264	307	353	407	474
股东权益	117569	122819	125746	135802	147896	160123
负债和股东权益总计	144168	154620	154753	165590	179383	193820
利润表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	102411	110109	110921	118310	128434	141265
营业成本	50600	48529	44864	48858	51349	53889
营业税金及附加	964	1417	1368	1183	1284	1413
销售费用	33242	37696	37331	40817	43668	48030
管理费用	7852	9300	8207	8873	9633	10595
财务费用	2879	1712	1359	(1195)	(1280)	(1514)
投资收益	9005	5761	505	0	0	0
资产减值及公允价值变动	2612	6448	1110	0	0	0
其他收入	(5225)	(12895)	(2220)	(0)	0	0
营业利润	13267	10769	17187	19774	23781	28852
营业外净收支	2040	9919	684	0	0	0
利润总额	15307	20688	17871	19774	23781	28852
所得税费用	2523	687	2996	2966	3567	4328
少数股东损益	2	12	43	48	58	70
归属于母公司净利润	12781	19989	14832	16760	20156	24454
现金流量表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	12781	19989	14832	16760	20156	24454
资产减值准备	2035	3835	(5337)	(1110)	0	0
折旧摊销	2603	2521	3301	2878	3350	3955
公允价值变动损失	(2612)	(6448)	(1110)	0	0	0

财务费用	2879	1712	1359	(1195)	(1280)	(1514)
营运资本变动	(14161)	18278	(2320)	(5467)	(1376)	11471
其它	(2033)	(3823)	5381	1156	55	66
经营活动现金流	(1386)	34352	14745	14216	22185	39947
资本开支	(5041)	(8393)	2452	(5193)	(5194)	(5390)
其它投资现金流	245	(12218)	13134	94	0	0
投资活动现金流	(4796)	(22211)	15587	(5099)	(5194)	(5490)
权益性融资	0	0	0	0	0	0
负债净变化	1	1	1	0	0	0
支付股利、利息	(7440)	(11904)	(11904)	(6704)	(8062)	(12227)
其它融资现金流	9157	21258	13997	0	0	0
融资活动现金流	(5722)	(2550)	(9810)	(6704)	(8062)	(12227)
现金净变动	(11905)	9592	20521	2413	8929	22230
货币资金的期初余额	60557	48653	58244	78766	81178	90108
货币资金的期末余额	48653	58244	78766	81178	90108	112337
企业自由现金流	0	31835	23433	8010	15906	33273
权益自由现金流	0	0	37430	9026	16994	34560

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