

三季度业绩略有下滑，看好公司后续改善能力

九芝堂 (000989)

评级: 增持

前股价: 14.79 元

目标价: 16.5 元

季报点评

2010年10月28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

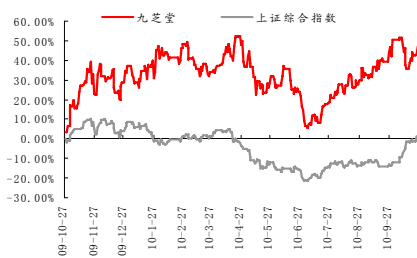
重要数据

总股本(亿股)	2.98
流通股本(亿股)	2.98
总市值(亿元)	44.02
流通市值(亿元)	44.02

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1个月	2.21	(13.44)
3个月	16.09	2.29
6个月	5.24	0.76

个股相对上证综指走势图



投资要点

□ 2010年1-9月公司业绩增长下滑

1-9月公司实现销售收入7.92亿元,同比减少0.53%,实现归属上市公司股东净利润1.09亿元,同比提升0.85%,每股收益0.365元。

□ 主导产品盈利能力下滑是业绩增长乏力的主要原因

受驴皮等原材料价格上涨,驴胶补血颗粒提价对销量的短期冲击等因素影响,公司三季度收入同比下滑4.47%,毛利率同比下降3.08个百分点,拳头产品增长乏力造成公司三季度业绩低于市场预期。

□ 期间费用率稳步下降

公司期间费用率一直控制良好,逐年稳步下降。报告期内公司三项费用率41.57%,同比减少1.9个百分点,可以说期间费用的良好控制对保证公司的业绩水平贡献显著。

□ 公司尚处于内部调整期

目前公司致力于内部调整增效的工作,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,进行产品梳理,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。因此我们预计,虽然目前公司的主导产品增长乏力,但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。

□ 中长期增长还看浓缩丸及二线品种

公司一线产品中浓缩丸还有成长空间,新基地建成后,浓缩丸产品的增长有望加速,今年预计浓缩丸仍有望实现两位数的增长。

二线品种中裸花紫珠片、健胃愈疡片、足光散、补肾固齿丸等产品的成长能力较好,培育得当有望成为公司新的利润增长点。

□ 盈利预测与估值

我们调整公司的盈利预测,2010年-2012年的EPS分别为0.54元、0.66元和0.79元,考虑到公司处于调整突破的前期阶段,维持公司“增持”评级。

附：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	81085	89782	111229
应收款项	20989	29190	23562	25388	27320	29831
存货净额	13429	11426	11344	11257	11543	1324
其他流动资产	1811	1053	910	3475	3739	2178
流动资产合计	85892	113142	114675	121205	132385	144561
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	164708	177732	191443
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	5378	5515	5691
其他流动负债	18825	25911	23279	23484	24544	26106
流动负债合计	25003	31480	28642	28862	30059	31797
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	28920	30117	31955
少数股东权益	252	264	307	351	404	468
股东权益	117569	122819	125746	135437	147211	159020
负债和股东权益总计	144168	154620	154753	164708	177732	191443
利润表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	102411	110109	110921	115835	124648	136103
营业成本	50600	48529	44864	48164	49798	51898
营业税金及附加	964	1417	1368	1158	1246	1361
销售费用	33242	37696	37331	39963	42380	46275
管理费用	7852	9300	8207	8688	9349	10208
财务费用	2879	1712	1359	(1195)	(1277)	(1503)
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	19056	23152	27865
营业外净收支	2040	9919	684	0	0	0
利润总额	15307	20688	17871	19056	23152	27865
所得税费用	2523	687	2996	2858	3473	4180
少数股东损益	2	12	43	46	56	68
归属于母公司净利润	12781	19989	14832	16151	19623	23618
增长率	186.8%	56.4%	--	8.9%	21.5%	20.4%
现金流量表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	12781	19989	14832	16151	19623	23618

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)	(1277)	(1503)
营运资本变动	(14161)	18278	(2320)	(5194)	(1286)	11109
其它	(2033)	(3823)	5381	1154	53	64
经营活动现金流	(1386)	34352	14745	13879	21741	38746
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)	(6461)	(7849)	(11809)
其它融资现金流	9157	21258	13997	0	0	0
融资活动现金流	(5722)	(2550)	(9810)	(6461)	(7849)	(11809)
现金净变动	(11905)	9592	20521	2319	8698	21447
货币资金的期初余额	60557	48653	58244	78766	81085	89782
货币资金的期末余额	48653	58244	78766	81085	89782	111229
企业自由现金流	0	31835	23433	7673	15464	32081
权益自由现金流	0	0	37430	8688	16550	33359
关键财务与估值指标	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.52	0.67	0.50	0.54	0.66	0.79
每股红利	0.30	0.40	0.40	0.22	0.26	0.40
每股净资产	4.74	4.13	4.23	4.55	4.95	5.34
ROS	12%	18%	13%	14%	16%	17%
ROE	11%	16%	12%	12%	13%	15%
毛利率	51%	56%	60%	58%	60%	62%
EBIT Margin	12%	18%	18%	15%	18%	19%
EBITDA Margin	15%	20%	21%	18%	20%	22%
收入增长	8%	8%	1%	4%	8%	9%
净利润增长	187%	56%	--	9%	21%	20%
资产负债率	18%	21%	19%	18%	17%	17%
息率	2.2%	5.1%	2.8%	1.4%	1.7%	2.6%
P/E	26.3	11.7	28.7	28.2	23.2	19.3
P/B	2.9	1.9	3.4	3.4	3.1	2.9
EV/EBITDA	22.6	10.6	18.1	23.3	19.2	16.1

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、爱尔眼科、贵州百灵、海正药业、南京医药、天士力、九芝堂等。

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