

同仁堂：加大营销投入推动公司稳健增长

公司 2010 年三季度报点评

报告关键点：

- 加大营销投入推动公司销售收入继续稳定增长
- 公司未来的主要增长点在社区第三终端市场
- 维持“增持-A”的评级，上调未来12个月目标价至37元

报告摘要：

- 加大营销投入推动公司销售收入继续稳定增长。**公司2010年1-9月实现营业收入29.15亿元，同比增长17.1%，实现净利润2.73亿元，同比增长17.16%，实现EPS0.52元。公司推行积极的营销策略以及在第三终端市场的加强销售力度，推动整体收入和利润继续保持了稳健的增长速度。公司三季报销售费用率为21.9%，同比提高了2.2个百分点，可见公司在营销方面的投入有所加大，预计全年销售费用率仍将保持一个较高的水平，在公司的营销策略变得更为积极的作用下，预计将推动销售收入持续稳健增长。
- 公司成本控制能力有所提高，盈利能力提升。**公司三季报整体毛利率为46.43%，同比提高了2.3个百分点。尽管今年中药材价格有所上涨，但公司的成本控制能力进一步提高，保持了较高的毛利率水平。同时公司优化了产品结构，增加了对高毛利率产品的营销力度，预计公司未来盈利能力将持续提高。
- 公司未来的主要增长点在社区第三终端市场。**公司在北京社区医疗市场的销售规模持续加大，预计全年将实现20%以上的增长，社区第三终端市场将成为公司收入增长的主要动力。公司今年开始的在城市社区加大社区义诊，中医课程等模式的市场推广投入，未来公司的这种成功营销模式将持续。同仁堂凭借着百年国药的巨大品牌，加上更为积极亲和而有效的营销策略，相信公司将继续焕发活力，整体收入增长有望继续提速。
- 维持“增持-A”的评级，上调未来12个月目标价至37元。**在加大营销力度和社区销售的作用下，我们预测2010年公司全年将实现收入增长15%，全年净利润增长26%，维持对公司2010、2011年EPS 0.69和0.82元的业绩预测。考虑到公司作为国药品牌的优势地位，我们按照2011年业绩给予45倍PE，上调未来12个月目标价至37元，维持“增持-A”的投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,939.0	3,250.2	3,724.8	4,190.3	4,697.4
Growth(%)	8.7%	10.6%	14.6%	12.5%	12.1%
净利润	350.6	388.3	462.3	552.0	645.2
Growth(%)	11.2%	10.3%	25.6%	19.4%	16.9%
毛利率(%)	41.4%	44.0%	44.9%	45.0%	45.1%
净利润率(%)	8.8%	8.8%	9.6%	10.2%	10.7%
每股收益(元)	0.50	0.55	0.69	0.82	0.96
每股净资产(元)	7.06	7.51	8.23	9.05	10.00
市盈率	74.3	67.4	53.6	44.9	38.4
市净率	5.2	4.9	4.5	4.1	3.7
净资产收益率(%)	9.5%	9.9%	10.8%	11.7%	12.4%
ROIC(%)	12.3%	13.3%	16.1%	19.4%	21.9%
EV/EBITDA	37.9	34.4	32.6	27.5	23.5
股息收益率	0.2%	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%

评级：

增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：**37.00 元**

期限： 12 个月 上次预测： 28.00 元

现价： 36.95 元

报告日期：**2010-10-28**

市场数据

总市值(百万元)	19,244.53
流通市值(百万元)	19,244.53
总股本(百万股)	520.83
流通股本(百万股)	520.83
12 个月最高/最低	17.56/37.70 元
十大流通股股东(%)	65.20%
股东户数	50,099

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(3.86)	34.04	107.12
绝对收益	14.08	52.69	109.17

研究员

洪露	首席行业分析师
021-68766073	honglu@essence.com.cn
证书编号	S1450210010306
李秋实	行业分析师
021-68765361	liqs@essence.com.cn
证书编号	S1450210070003

前期研究成果

同仁堂：国药品牌继续稳步前行	2010-08-24
同仁堂：加强营销，焕发活力	2010-05-06

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-10-28

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,939.0	3,250.2	3,724.8	4,190.3	4,697.4	成长性					
减: 营业成本	1,721.8	1,820.4	2,052.3	2,304.7	2,578.9	营业收入增长率	8.7%	10.6%	14.6%	12.5%	12.1%
营业税费	34.2	41.1	46.9	52.8	59.2	营业利润增长率	11.2%	11.1%	20.8%	19.4%	16.9%
销售费用	507.3	635.2	815.7	907.2	1,009.9	净利润增长率	11.2%	10.3%	25.6%	19.4%	16.9%
管理费用	242.9	256.2	287.2	304.2	325.1	EBITDA 增长率	5.4%	8.0%	4.0%	17.0%	15.3%
财务费用	4.8	-2.1	-26.6	-35.2	-43.3	EBIT 增长率	9.5%	9.3%	15.5%	18.7%	16.5%
资产减值损失	21.7	53.0	4.3	6.1	6.7	NOPLAT 增长率	10.5%	9.0%	13.8%	18.7%	16.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	0.8%	-5.9%	-1.4%	3.0%	3.7%
投资和汇兑收益	1.6	6.9	3.0	3.5	3.5	净资产增长率	8.8%	6.4%	9.6%	9.9%	10.5%
营业利润	408.1	453.3	547.8	654.0	764.5	利润率					
加: 营业外净收支	7.8	7.1	-	-	-	毛利率	41.4%	44.0%	44.9%	45.0%	45.1%
利润总额	415.9	460.4	547.8	654.0	764.5	营业利润率	13.9%	13.9%	14.7%	15.6%	16.3%
减: 所得税	65.3	72.1	85.5	102.0	119.3	净利率	8.8%	8.8%	9.6%	10.2%	10.7%
净利润	350.6	388.3	462.3	552.0	645.2	EBITDA/营业收入	17.3%	16.9%	15.4%	16.0%	16.4%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	14.0%	13.9%	14.0%	14.8%	15.4%
货币资金	1,180.4	1,600.0	2,027.8	2,407.3	2,839.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	126	106	88	74	63
应收帐款	344.1	310.0	339.3	375.2	419.8	流动营业资本周转天数	214	191	160	148	142
应收票据	69.2	45.4	51.0	55.1	61.8	流动资产周转天数	392	399	394	401	410
预付帐款	26.9	28.4	30.5	32.8	35.3	应收帐款周转天数	41	35	30	30	29
存货	1,780.5	1,815.1	1,973.6	2,216.3	2,479.9	存货周转天数	202	202	188	185	185
其他流动资产	-0.0	-0.0	-74.7	-102.7	-133.1	总资产周转天数	536	525	500	492	488
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	354	312	262	235	217
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	48.2	54.5	56.0	58.0	63.0	ROE	9.5%	9.9%	10.8%	11.7%	12.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	7.7%	7.9%	8.5%	9.2%	9.6%
固定资产	986.6	932.6	888.2	843.9	799.6	ROIC	12.3%	13.3%	16.1%	19.4%	21.9%
在建工程	2.5	5.1	4.8	4.5	4.3	费用率					
无形资产	99.1	98.2	98.2	98.2	98.2	销售费用率	17.3%	19.5%	21.9%	21.7%	21.5%
其他非流动资产	12.7	32.9	35.0	37.3	39.6	管理费用率	8.3%	7.9%	7.7%	7.3%	6.9%
资产总额	4,550.1	4,922.3	5,429.7	6,025.9	6,708.0	财务费用率	0.2%	-0.1%	-0.7%	-0.8%	-0.9%
短期债务	173.0	173.0	150.0	150.0	150.0	三费/营业收入	25.7%	27.4%	28.9%	28.1%	27.5%
应付帐款	612.3	615.1	688.8	776.6	869.0	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	19.2%	20.5%	21.0%	21.8%	22.4%
其他流动负债	56.8	186.6	266.5	350.4	443.0	负债权益比	23.7%	25.8%	26.6%	27.9%	28.8%
长期借款	-	-	1.0	2.0	3.0	流动比率	4.04	3.90	3.93	3.90	3.90
其他非流动负债	30.0	34.6	34.5	34.5	34.5	速动比率	1.91	1.99	2.10	2.12	2.16
负债总额	872.1	1,009.3	1,140.9	1,313.5	1,499.5	利息保障倍数	86.30	-217.38	-19.63	-17.56	-16.66
少数股东权益	823.2	876.6	980.2	1,103.9	1,248.4	分红指标					
股本	520.8	520.8	520.8	520.8	520.8	DPS(元)	0.08	0.20	0.21	0.25	0.29
留存收益	2,355.0	2,536.6	2,787.8	3,087.6	3,438.1	分红比率	16.8%	36.5%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	3,678.0	3,913.0	4,288.8	4,712.3	5,207.3	股息收益率	0.2%	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	350.6	388.3	462.3	552.0	645.2	EPS(元)	0.50	0.55	0.69	0.82	0.96
加: 折旧和摊销	101.8	103.9	50.9	50.9	50.9	BVPS(元)	7.06	7.51	8.23	9.05	10.00
资产减值准备	21.7	53.0	4.3	6.1	6.7	PE(X)	74.3	67.4	53.6	44.9	38.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.2	4.9	4.5	4.1	3.7
财务费用	10.2	4.8	-2.1	-26.6	-35.2	P/FCF	-	42.1	51.5	55.3	48.3
投资收益	-1.6	-6.9	-3.0	-3.5	-3.5	P/S	6.5	5.9	5.2	4.6	4.1
少数股东损益	91.7	102.7	103.6	123.7	144.5	EV/EBITDA	37.9	34.4	32.6	27.5	23.5
营运资金的变动	-66.8	181.6	-19.8	-93.9	-111.2	CAGR(%)	16.3%	18.4%	18.0%	5.9%	6.9%
经营活动产生现金流量	422.8	627.7	571.8	600.1	689.4	PEG	4.6	3.7	3.0	7.6	5.5
投资活动产生现金流量	-25.5	-47.6	1.5	1.5	-1.5	ROIC/WACC	1.3	1.4	1.7	2.0	2.2
融资活动产生现金流量	-102.3	-158.6	-103.1	-92.3	-105.9	REP	5.3	5.1	4.2	3.3	2.8

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

洪露，首席医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有 10 年医药行业从业经验，2007 年 6 月加盟安信证券研究中心。2009 年《新财富》最佳分析师。

李秋实，医药行业研究员，北京大学药学和经济学双学位，中国人民大学金融学硕士，曾就职于德国拜耳医药保健有限公司，具有 2 年证券行业从业经验，2010 年 3 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
李昕	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
律烨	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lvye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034