

中药 II

片仔癀 (600436. SH) / 62.98 元

蕴藏在传统和创新产品中的投资价值

事 项

片仔癀是我国仅有的两个列为国家级绝密中药品种之一。年初公司提高了国内片仔癀出厂价格，盈利出现较快增长。同时，公司近年开发了药妆系列产品，并启动了新产品金糖宁的产业化项目。为更深入了解公司未来发展，我们对公司进行了调研。

主要观点

1. 传统产品积淀的核心优势和稀缺现状具备开拓价格上行通道的潜力。公司片仔癀系列产品为公司主要的利润来源，占主营业务利润总额的 75% 以上。该品种源于明朝宫廷御医秘方，因其在消炎、解毒、镇痛上的显著疗效尤其对肝病、肿瘤、发热及其在保健方面的特异功效，被列为国家一级中药保护品种并列为国家级绝密配方。

近年来随着消费水平的提升，国内高端人群对片仔癀的保健功效认识日趋深入，需求增长快。与此同时，主要原料的麝香、天然牛黄资源的日益紧缺，产品供需差呈现不断加大的趋势。由此，片仔癀的的特有功效和市场饥饿状态将不可避免地形成价格上行的通道，而作为非基本药物和医保品种的独家产品，片仔癀定价无需通过国家发改委和药监局审批，仅需向省物价部门报备，将在很大程度上规避药品限价政策的制约，未来价格分阶段上调预期明确且频率可能提高。出口方面，公司境外三年代理合同今年底期满，考虑境内外产品价格净差已达到 40 元以上，明年起境外产品提价概率很大。

从未来的市场定位看，公司有将片仔癀定位为高端甚至奢侈消费品的意图，目前公司采用的 VIP 会员客户的营销模式是实现上述意图的尝试。我们认为，如果这种定位确立，并将会员制营销模式持续，将有效降低价格持续上涨对销量的影响，并保证中长期利润增长空间。

2. 创新产品金糖宁胶囊具有较广阔的市场前景。金糖宁为公司耗时十余年研发的纯中药新产品，也是目前国内唯一在机理上明确的中药治疗 II 型糖尿病品种（效用成分为 1-脱氧野尻霉素），其药效与 II 型糖尿病主要西药品种拜糖平非常接近但无明显胃肠道不良反应。公司启动了金糖宁项目的产业化项目，计划投资 9000 万建设产品规模化生产线，三年达产后达到年产金糖宁胶囊剂 1666 万盒，片剂 1000 万盒产量，新增年销售收入 3.43 亿元，年均净利润 3200

研究员：廖万国

联系人：范少忠

Tel: 0755-82027735

Email: fanshaozhong@hczq.com

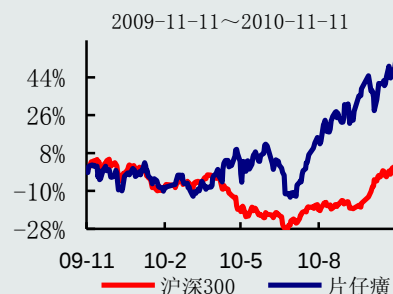
投资评级

投资评级:	不评级
评级变动:	不评级

公司基本数据

总股本(万股)	14000
流通 A 股/B 股(万股)	6363/0
资产负债率(%)	33.27
每股净资产(元)	5.89
市盈率(倍)	68.00
市净率(倍)	10.69
12 个月内最高/最低价	63.9/32.35

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

万元。我们认为，尽管目前公司营销能力特别对处方药物营销队伍力量较弱，但作为公司未来重点培育的二线产品，启动产业化项目后，公司将针对自身弱势，选择营销外包或强化自建营销队伍的方式推进产品在医院系统的销售，有望扭转目前产品销售欠佳的状况。在我国现有成年糖尿病患者高达 9 千万并每年以 9.7% 的发病率递增病患人群的环境下，金糖宁有望凭借中成药特色优势逐渐成为公司未来的一线品种。

3. **日用品及药妆产品将在“十二五”发力。**中药衍生产品是近期中药行业较为关注的一块潜力市场。公司现有的片仔癀系列延伸产品涉及日用及化妆、养颜产品类，07 至 09 年销售增幅均在 50% 以上，10 年上半年增幅同比也达到 22%。但由于战略规划不清，营销力度不够，一直对公司业绩贡献不大。公司目前已经将日用及药妆产品确定为“十二五”规划重点项目，并着手营销策略、广告投入等。

从云南白药牙膏的成功，可以看出，中药功能类日化产品市场潜力很大，目前市场上具有广泛认同的品牌产品稀少。公司以片仔癀品牌为支点重点发掘这块相对空白的市场，将把握未来市场先机。但我们预计，由于目前药妆类产品市场引导与培育不足，存在产品定位与目标市场细分模糊的问题，市场启动与消费放量尚需时日，公司药妆日化产品达到一定销售基数后呈现较大增长困难较大，短期对公司利润贡献将有限。

4. **盈利预测和评级。**从短期看，公司主打产品境内外价格上调将构成公司利润增长的主要驱动力，在原料和产成品稀缺持续的前提下，价格驱动的成长也将具有持续性并保障公司的成长基数，新产品系列的开发将在一个相对稳定的增长基础上实现超额增长。考虑公司作为传统国企，受政策和行政制约较多，在激励机制未能取得突破的前提下公司业绩短期获得爆发式增长的预期不大。我们预测公司 10 年、11 年、12 年每股收益为 1.28 元、1.51 元和 1.78 元，按当前股价 62.98 元计算动态 PE 分别为 49 倍、42 倍和 35 倍，目前估值合理。首次给予推荐评级。

附录：财务预测表

单位:百万					单位:百万元				
资产负债表					利润表				
元					元				
200	201	201	201		2010	2011	2012		
会计年度	9	0E	1E	2E	会计年度	2009	E	E	E
流动资产	752	847	1011	1179	营业收入	695	847	1069	1316
现金	240	408	538	704	营业成本	430	511	626	743
应收账款	121	110	116	116	营业税金及附加	5	6	9	12
其它应收款	13	16	15	15	营业费用	51	62	100	145
预付账款	35	28	34	32	管理费用	55	61	88	128
存货	333	278	302	304	财务费用	6	5	2	1
其他	9	7	7	8	资产减值损失	0	0	1	1
非流动资产	532	479	481	485	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	177	149	166	164	投资净收益	6	6	6	6
固定资产	183	174	165	156	营业利润	153	207	249	294
无形资产	41	48	50	53	营业外收入	2	2	2	2
其他	132	107	99	111	营业外支出	1	1	1	1
	128								
资产总计	5	1326	1492	1664	利润总额	153	208	250	295
流动负债	352	294	335	354	所得税	23	29	37	44
短期借款	213	152	178	181	净利润	130	179	212	250
应付账款	62	67	66	65	少数股东损益	1	1	1	1
其他	77	76	91	108	归属母公司净利润	130	179	212	250
非流动负债	75	63	74	91	EBITDA	175	223	262	305
长期借款	20	27	36	47	EPS（元）	0.93	1.28	1.51	1.78
其他	55	37	38	43					
负债合计	427	358	409	445	主要财务比率				
						2010	2011	2012	
少数股东权益	33	33	34	34	会计年度	2009	E	E	E
股本	140	140	140	140	成长能力				
						21.9	26.2	23.1	
资本公积	367	367	367	367	营业收入	6.9%	%	%	%
						-9.2	35.9	20.2	17.9
留存收益	320	428	543	678	营业利润	%	%	%	%
归属母公司股东						-8.0	37.7	18.6	17.9
权益	825	935	1050	1185	归属于母公司净利润	%	%	%	%
	128								
负债和股东权益	5	1326	1492	1664	获利能力				
						38.0	39.7	41.4	43.6
					毛利率	%	%	%	%
						18.7	21.1	19.8	19.0
					净利率	%	%	%	%
						15.7	19.1	20.2	21.1
					ROE	%	%	%	%
						22.7	35.2	40.0	49.0
					ROIC	%	%	%	%
					偿债能力				
现金流量表									
	200	201	201	201					
会计年度	9	0E	1E	2E					
经营活动现金流	130	247	199	277					
净利润	130	179	212	250					

折旧摊销	16	10	11	11	资产负债率	33.3	27.0	27.4	26.7
						%	%	%	%
财务费用	6	5	2	1	净负债比率	54.4	49.8	52.2	51.3
投资损失	-6	-6	-6	-6	流动比率	3%	1%	7%	2%
营运资金变动	-19	68	-19	18	速动比率	2.14	2.88	3.02	3.33
其它	2	-10	-1	4	营运能力	1.19	1.93	2.12	2.47
投资活动现金流	-33	49	-6	-10	总资产周转率	0.59	0.65	0.76	0.83
资本支出	30	-0	0	0	应收账款周转率	6	7	9	11
									11.3
长期投资	-5	-46	7	10	应付账款周转率	6.53	7.90	9.40	0
其他	-8	3	2	1	每股指标（元）				
筹资活动现金流	-20	-128	-64	-101	每股收益(最新摊薄)	0.93	1.28	1.51	1.78
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.93	1.76	1.42	1.98
短期借款	43	-61	27	3	每股净资产(最新摊薄)	5.89	6.68	7.50	8.46
长期借款	20	7	9	12	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0		68.0	49.3	41.6	35.3
资本公积增加	45	0	0	0	P/E	0	8	4	1
	-12					10.6			
其他	7	-74	-99	-115	P/B	9	9.43	8.40	7.44
现金净增加额	77	168	129	166	EV/EBITDA	49	38	33	28

单位:百万

重要财务指标	200	201	201	201
	9	0E	1E	2E
营业收入	695	847	1069	1316
同比(%)	7%	22%	26%	23%
归属母公司净利润	130	179	212	250
同比(%)	-8%	38%	19%	18%
毛利率(%)	38.0%	39.7%	41.4%	43.6%
ROE(%)	15.7%	19.1%	20.2%	21.1%
每股收益(元)	0.93	1.28	1.51	1.78
P/E	68.00	49.38	41.64	35.31
P/B	10.69	9.43	8.40	7.44
EV/EBITDA	49	38	33	28

资料来源: 公司报表、华创证券

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801