

中药 III



王晞 S0190200010075
021-38565926
wangx@xyzq.com.cn

推荐 (维持)

邓晓倩
021-38565597
dengxq@xyzq.com.cn

江中药业 (600750)

品牌 OTC, 转型中药保健品

2010 年 12 月 15 日

投资要点

- 我们近期调研了江中药业, 与管理层就公司经营状况和未来的发展战略进行了沟通。江中药业由过去的 OTC 生产企业, 向中药来源的保健品领域发展, 未来以品牌保健食品、功能性食品为“蓝海”。公司具有良好的品牌知名度和美誉度, 我们继续给予“推荐”评级。

调研要点:

- **前三季度盈利能力上升。**今年前三季度, 公司实现销售收入 15.7 亿, 同比增长 17.08%; 净利润为 1.82 亿, 其中归属于母公司股东的净利润为 1.83 亿, 同比增长 42.96%; EPS 为 0.62 元。公司前三季度, 在面临主要原材料——太子参涨价的情况下, 毛利率同比下降 9.55 个百分点, 但是该影响被销售费用率同期更大幅度 (10.87%) 地下降所抵消, 最终净利率保持了上升的态势, 为 11.53%, 同比增加 2 个百分点。
- **2010 年 OTC 稳定增长。**公司的 OTC 产品主要包括江中健胃消食片和草珊瑚含片。我们认为健胃消食片凭借其在消化类 OTC 领域的强势地位, 2010 年销售收入有望超过 11 亿元。草珊瑚含片面对金嗓子、西瓜霜等强势品牌的竞争, 我们预计其 2010 年的增速低于 10%, 销售收入在 2.3 亿左右。
- **2010 年初元销售增速放缓。**江中初元准确定位为“专为病人设计的探病礼品”, 其 2008 年正式推广, 2009 年收入突破 2 亿。公司今年对初元的渠道进行整理, 缩减销售团队, 理顺渠道, 加强对终端的监控。我们预计初元 2010 年销售增速将放缓至 20% 左右, 收入在 2.6 亿。
- **新产品蓄势待发。**公司目前预备上市的新产品包括: 乳酸菌素片、瑞洁消毒湿巾。乳酸菌素片是定位于“调理肠道菌群”的 OTC 产品, 公司结合消费者口味, 将其设计为酸奶口味, 给予“固体酸奶”的形象定位。瑞洁消毒湿巾, 与目前市场上的湿纸巾有所区别, 定位为“药性的杀菌产品”, 并且不进入商超渠道, 进入药店渠道, 以上产品在 2011 年将进入 OTC 渠道进行推广。
- **继续探索高端滋补品的营销策略。**公司目前的参灵草口服液定位为“为富人、贵人和明星打造的高端滋补品”, 其主要原料包括虫草、西洋参和灵芝。公司直接在青海收购虫草、长白山地区收购灵芝、美国威斯康星州收购西洋参, 采用国外先进设备生产, 并经瑞士专业机构检测。目前公司对参灵草的定价为 8150 元/听 (1 听内有 10 瓶), 仅在参考消息、航空杂志上进行宣传。公司表示 2011 年对于参灵草口服液公司还将继续探索针对目标人群的、适当的营销策略。

- **公司 2011 年毛利率水平有望回升。**2010 年公司主打产品健胃消食片的原材料——太子参价格从年初的 30 元/千克上涨到 280 元/千克，这对公司的成本带来了很大压力，公司 2010 年前三季度毛利率水平同比下降 9.55 个百分点至 53.03%。考虑太子参属于一年生植物，一般在 1 月种植，7-8 月收获，不具有稀缺性。受涨价刺激，2011 年的种植可能会明显增加。另一方面，公司对太子参的需求量占全行业的 40%，实际上对原材料具有较强的议价能力。公司未来也有进入上游的考虑，从而平抑原材料的成本波动。我们预计公司 2011 年的毛利率水平有所回升。
- **公司 2011 年的看点是“初元”放量，以及参灵草的增长。**目前公司在市面上推出的初元产品以氨基酸系列为主，产品定价在 200 元以下。公司计划在 2011 年大规模推出初元的多肽系列产品，其价格定位在 200-250 元之间。我们认为公司将初元品牌做成一个体系，不同系列的初元产品针对不同的病人市场，类似“泰诺”的品牌。我们预计 2011 年初元产品的销售收入将会达到 3.4 亿左右。“参灵草”是公司一个重要的尝试，今年 8 月开始推广，目前通过 400 电话销售以及部分地区终端销售，已经取得一定成绩。这种面向高端的产品与江中过去的品牌定位和销售渠道均不重叠，在推广过程中会存在一定难度。我们认为“参灵草”在明年的销售增长，会有较大的变数，需要进一步跟踪。预估“参灵草”明年销售过亿。
- **公司增发，产能扩张。**公司拟非公开发行 1500 万-2200 万股，募集资金不超过 5.5 亿元的议案已经得到了证监会有关部门的批复，并规定在 2011 年 6 月之前实施。公司此次增发，募集资金主要用于 OTC 制剂生产线和液体制剂生产线的改造，将新增 80 亿片固体制剂产能和 1 亿瓶液体制剂产能。公司募投产能达产后将解决产能的瓶颈。
- **盈利预测。**我们结合公司近一个月的股价表现，估计增发价格在 36 元左右，以 5.5 亿融资上限，预计本次增发，增加股本约 5%。若不考虑增发，预估公司 2010-2012 年摊薄后的 EPS 分别为 0.83, 1.03 和 1.29 元。考虑公司在 OTC 领域已经树立了良好的品牌知名度，老产品稳占市场的同时，不断深耕、开发新产品，我们继续给予公司“推荐”评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	695	924	1295	1724
货币资金	265	311	579	894
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	5	11	14	16
其他应收款	70	109	155	162
存货	118	179	198	225
非流动资产	902	891	879	872
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	68	66	66	66
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	451	437	442	443
在建工程	7	11	15	18
油气资产	0	0	0	0
无形资产	363	348	333	316
资产总计	1598	1815	2174	2596
流动负债	441	479	524	548
短期借款	174	150	150	150
应付票据	31	15	23	34
应付账款	65	82	96	111
其他	172	233	254	254
非流动负债	83	81	81	81
长期借款	80	80	80	80
其他	3	1	1	1
负债合计	525	560	604	629
股本	296	312	312	312
资本公积	195	195	195	195
未分配利润	412	554	841	1201
少数股东权益	46	44	42	38
股东权益合计	1073	1255	1570	1967
负债及权益合计	1598	1815	2174	2596

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	201	257	318	400
折旧和摊销	65	56	60	63
资产减值准备	16	-23	29	-10
无形资产摊销	19	15	17	17
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	20	11	10	9
投资损失	0	1	0	0
少数股东损益	-2	-2	-3	-3
营运资金的变动	-56	95	90	78
经营活动产生现金流量	369	192	334	380
投资活动产生现金流量	36	-37	-56	-56
融资活动产生现金流量	-245	-109	-10	-9
现金净变动	160	46	268	315
现金的期初余额	131	265	311	579
现金的期末余额	291	311	579	894

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1890	2196	2627	3107
营业成本	707	937	1082	1256
营业税金及附加	19	22	27	32
销售费用	749	791	972	1150
管理费用	125	121	152	180
财务费用	20	11	10	9
资产减值损失	24	3	3	3
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-0	-1	0	0
营业利润	245	310	380	478
营业外收入	2	1	1	1
营业外支出	2	4	1	1
利润总额	245	307	380	478
所得税	46	52	65	81
净利润	199	255	315	397
少数股东损益	-2	-2	-3	-3
归属母公司净利润	201	257	318	400
EPS (元)	0.65	0.82	1.02	1.28

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	29.7%	16.2%	19.6%	18.3%
营业利润增长率	40.9%	26.6%	22.6%	25.8%
净利润增长率	33.9%	27.8%	23.8%	25.8%
盈利能力(%)				
毛利率	62.6%	57.3%	58.8%	59.6%
净利率	10.6%	11.7%	12.1%	12.9%
ROE	19.6%	21.2%	20.8%	20.8%
偿债能力(%)				
资产负债率	32.8%	30.9%	27.8%	24.2%
流动比率	1.58	1.93	2.47	3.14
速动比率	1.30	1.54	2.08	2.72
营运能力(次)				
资产周转率	1.19	1.29	1.32	1.30
应收帐款周转率	104.90	166.65	168.87	168.00
每股资料(元)				
每股收益	0.65	0.82	1.02	1.28
每股经营现金	1.21	0.62	1.07	1.22
每股净资产	3.29	3.89	4.91	6.19
估值比率(倍)				
PE	60.35	47.22	38.15	30.32
PB	11.82	10.03	7.94	6.29

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。