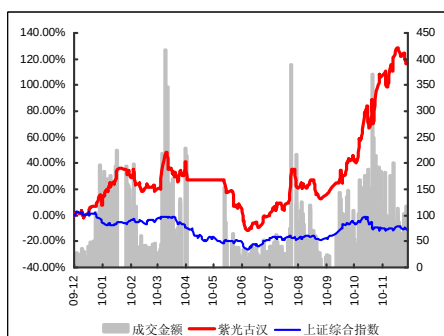


2010 年 12 月 27 日

评级：谨慎推荐

最近 52 周走势：



相关研究报告：

《聚焦养生产品 投资彰显雄心》

2010-12-09

报告作者：

国联医药研究组

周静

执业证书编号：S0590210100010

联系人：

杨扬 周静

电话：0510-82833217

 Email: zhoujing@glsc.com.cn
yangyang@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

紫光古汉（000590.SZ）调研简报

- **拳头产品满负荷生产，省内市场积极挖潜。**目前公司主导产品古汉养生精的生产处于满负荷运转状态，现有生产线设计产能为 1.2 亿支，预计 2010 年全年生产 1.1-1.2 亿支，产品市场供需结构基本平衡。由于产品主战场仍在湖南，公司先后建立衡阳及长沙销售分公司，收回养生精全部销售权，在保留原有销售队伍及渠道基础上积极挖潜，促进本地市场的稳定增长。
- **扩产投资计划着眼未来，省外销售拓展成为关键。**基于未来两年的销售扩张需求，公司计划投资 1.24 亿元建设年产 4 亿支古汉养生精口服液技改工程项目，资金来源主要依靠银行贷款及租赁。公司正通过借鉴省内销售的成功经验，积极探索省外销售的运行模式，虽然管理层针对省外市场的销售拓展目前暂无具体实施计划，但我们认为这必将是摆在管理层面前亟待解决的重大战略问题，也将是推升公司未来业绩的关键因素。
- **南岳制药股权纠纷及与古汉养生堂诉讼案件尚无结果。**截止目前，南岳制药股权纠纷及衡阳古汉养生堂医药保健有限公司的合同诉讼尚无定论，对公司仍构成潜在风险。
- **盈利预测与估值：**由于西药大输液业务公司正寻机出售股权，因此我们仅对中药业务进行预测，公司 2010-2012 年 EPS 为 0.27 元、0.45 元、0.61 元，对应 12 月 23 日收盘价市盈率为 61 倍、36 倍、27 倍。与可比公司的平均水平相当，但考虑到公司业绩改善及未来主导产品的增长空间，我们维持“谨慎推荐”评级。

主要财务指标

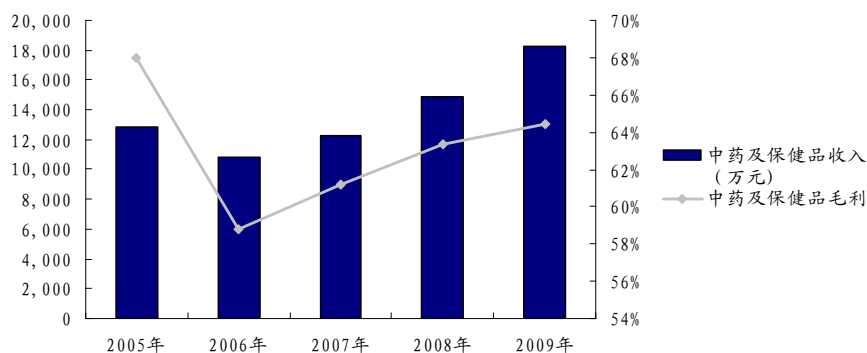
损益表预测	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入（亿元）	274.09	308.96	261.36	314.94
主营业务增长率（%）	-4.6	12.72	-15.41	20.50
净利润（亿元）	-88.17	54.28	92.36	123.30
每股收益（元）	-0.14	0.27	0.45	0.61
市盈率（倍）		61.03	35.87	26.87

近日我们调研了紫光古汉（000590.SZ）并于12月24日参加了公司本年第二次临时股东大会，就公司的产品销售及发展战略的最新情况与公司管理层进行了交流。

一、拳头产品满负荷生产 省内市场积极挖潜

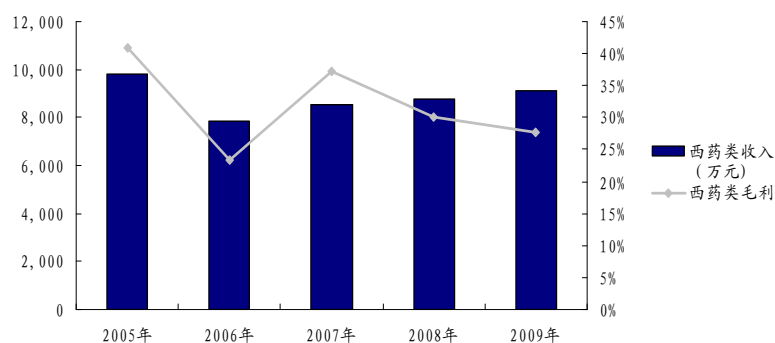
公司主营产品包括中药保健品、西药制剂和血液制品三大类。西药制剂主要是传统的玻璃瓶大输液产品，由于大输液07年开始软塑化进程，市场产品的结构调整导致公司玻瓶大输液产品销售持续下滑，目前产品线处于亏损状态，公司正寻求该项业务的处置。血制品方面，公司是通过权益法核算参股南岳制药36%的股权实现相关投资收益，受益于行业高景气度，该部分收益一直较为稳定，但由于公司与景达生物关于南岳制药的股权纷争使得未来在血制品发展徒生变数，截至目前争议尚无定论。在西药和血制品业务前途未卜的情况下，公司管理层集中精力做大做强中药保健品的战略选择无疑是顺应时势的。其中公司拳头产品古汉养生精以其确定的疗效和20余年的市场品牌积累在湖南本地具有极佳的口碑，管理层以该产品为着力点，积极组织生产销售，现有生产线设计产能为1.2亿支，预计2010年全年生产1.1-1.2亿支，目前产能得到充分利用生产满负荷运转产品市场供需结构基本平衡。由于产品主战场仍在湖南，公司近一年中先后建立衡阳及长沙销售分公司，收回养生精全部销售权，在保留原有销售队伍及渠道基础上积极挖潜，促进本地市场的稳定增长。

图表1：公司中药保健品销售量及毛利情况图（单位：万元）



数据来源：公司年报、国联证券研究所

图表 2: 西药销售量及毛利情况图 (单位: 万元)

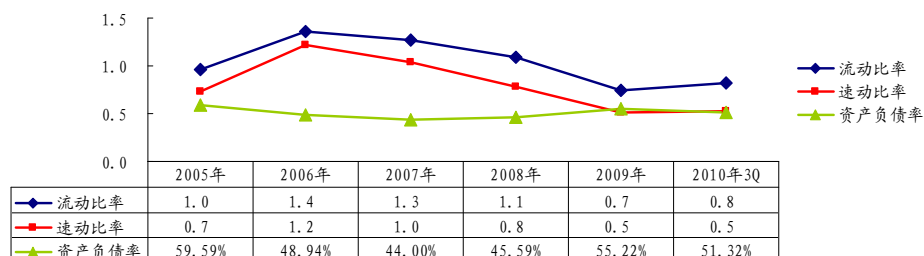


数据来源: 公司年报、国联证券研究所

二、扩产投资计划着眼未来, 省外销售拓展成为关键

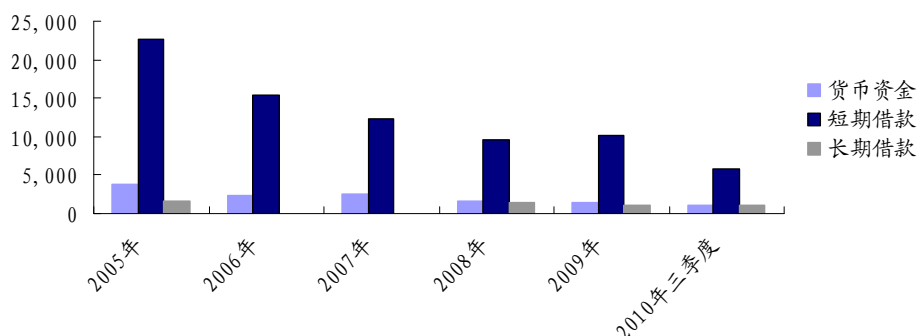
公司 2010 年 12 月 9 日发布对外投资公告称, 公司之全资子公司-紫光古汉集团衡阳中药有限公司计划投资 1.24 亿元建设“年产 4 亿支古汉养生精口服液技改工程项目”, 经过 2 年建设期, 待项目建成投产后, 新建年产能将达到 4 亿支, 预计年均营业收入 6.25 亿元, 年利润额 1.06 亿元。基于对未来两年市场的预期以及公司销售扩张的发展需要, 管理层在依靠老线盘活老产品 (古汉养生精片剂产品) 的同时, 尽管资金趋紧, 仍下定决心积极推进古汉养生精口服液产能扩建项目, 并在已有中成药品种中寻找潜力产品适时推出市场。另据管理层透露, 目前项目资金主要来源于银行贷款及租赁。

图表 3: 公司偿债能力



数据来源: 公司年报、国联证券研究所

图表 4: 货币资金及借贷情况 (单位: 万元)



数据来源: 公司年报、国联证券研究所

作为一个销售总额近两亿元的中药保健品, 古汉养生精近 90% 的销售额来自于湖南省内, 少部分产品覆盖新疆及武汉地区。在上世纪 90 年代, 公司曾尝试在全国销售布点但未能顺利展开, 目前正积极探索省外销售的运行模式, 虽然针对省外市场的销售拓展管理层目前暂无具体实施计划, 但这必将是摆在管理层面亟待解决的重大战略问题, 也将是推升公司未来业绩的关键因素。我们认为, 在现有资金压力较大的情况下, 推动销售队伍及销售渠道向全国扩张进而实现业绩在明年快速提升在短期内还具有不确定性, 管理层接下来在省外销售拓展方面的实施进度及效果将成为我们判断公司未来成长性的重要依据!

三、南岳制药股权纠纷及与古汉养生堂诉讼案件尚无结果

公司与景达生物就南岳制药的股权纷争截止目前尚在审理中, 其中依据公司 2008 年 9 月与景达签署的《增资协议》, 公司累计向景达公司预付增资款 2,047.50 万元, 景达公司至今未完成增资扩股的工商变更登记手续, 可能由此造成公司潜在损失。另外, 2009 年 9 月公司全资子公司衡阳中药在履行与衡阳古汉养生堂医药保健有限公司签订的《古清牌人参黄精口服液加工生产合同》中发生争议, 2009 年 11 月古汉养生堂以公司单方面中止《合作经营协议书》为由, 诉请公司赔偿其合同损失 22,847,656 元, 公司提起反诉, 截止目前案件仍在审理中, 相关诉讼风险仍未解除。

四、三季度业绩拐点源于主业增长及 09 年资产减值损失的大额计提

三季度业绩拐点主要源于古汉养生精销售额的增长，一方面是由于三季度出厂价近 10% 的提升，另一方面是由于受涨价预期影响部分销售终端提前囤货，我们相信随着冬令进补销售旺季的到来，四季度销售仍将好于上半年，2010 年全年盈利增长可期。在财务上，公司于 09 年计提坏账准备 9,060 万元，其中多为三年以上无法收回的应收账款，期后转回的可能性非常小。资产减值损失的充分计提为公司未来的稳健经营打下良好基础，也提高了利润总额的含金量。

五、尚未考虑扩大古汉养生酒权益，衡阳科技园项目进展顺利

公司拥有紫光古汉集团衡阳饮源制药公司 20% 权益，以成本法核算投资收益，衡阳饮源制药公司旗下古汉养生酒近两年销售业绩增长迅速，但公司尚未考虑扩大古汉养生酒投资权益。另外，公司投资的衡阳科技园项目中，投资额达 1,500 万元的行政研发大楼已实现封顶，明年将投入使用。

六、盈利预测与估值

（一）关键假设

1. 我们预计古汉养生精 2010 年至 2013 年收入增长速率为 19%、25%、21%；考虑到未来整合因素，暂时设定 2011 年及 2012 年西药收入为零。
2. 随着古汉养生精销售增长、未来提价以及业务剥离的预期，我们预计公司综合毛利率显著提高，预计 2010-2012 年毛利率分别为 54.96%、71.40%、73.00%

图表 20: 盈利预测

利润表		单位 :百万元			
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	
营业收入	274.09	308.96	261.36	314.94	
营业成本	131.01	139.16	74.75	85.03	
营业税金及附加	4.19	4.33	3.92	4.72	
营业费用	59.15	30.90	20.91	22.05	
管理费用	52.82	61.79	49.66	56.69	
财务费用	10.50	7.72	5.23	6.30	
资产减值损失	92.67	6.00	4.00	2.00	
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资净收益	4.49	4.80	5.76	6.91	
营业利润	-71.76	63.86	108.66	145.06	
营业外收入	2.02	0.00	0.00	0.00	
营业外支出	6.32	0.00	0.00	0.00	
利润总额	-76.07	63.86	108.66	145.06	
所得税	12.10	9.58	16.30	21.76	
净利润	-88.17	54.28	92.36	123.30	
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	
归属母公司净利润	-88.17	54.28	92.36	123.30	
EPS (元)	-0.14	0.27	0.45	0.61	

数据来源: 国联证券研究所

(二) 估值

基于以上假设,我们预测紫光古汉 2010-2012 年 EPS 为 0.27 元、0.45 元、0.61 元,对应市盈率为 61 倍、36 倍、27 倍。与可比公司的平均水平相当,但考虑到公司业绩改善及未来主导产品的增长空间,我们维持“谨慎推荐”评级。

七、风险提示

1、公司销售增长依托于古汉养生精单一产品的增长,且销售向省外拓展目前尚存在较大不确定性,销售产品和销售区域的高度集中对公司的持续成长构成潜在风险。衡阳中药有限公司涉及标的为 22,847,656 元诉讼赔偿案正在审理中。

2、南岳制药股权纠纷的风险。公司与景达生物就南岳制药的股权纷争截止目前尚在审理中,其中依据公司 2008 年 9 月与景达签署的《增资协议》,公司累计向景达公司预付增资款 2,047.50 万元,景达公司至今未完成增资扩股的工商变更登记手续,可能由此造成公司潜在损失。

3、衡阳中药有限公司涉及标的为 22,847,656 元诉讼赔偿案正在审理之中。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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。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和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。