

江中药业（600750）

推荐（维持）

保健品是未来增长重点

市场数据

报告日期	2011-3-29
收盘价(元)	30.22
总股本(百万股)	311.15
流通股本(百万股)	295.88
总市值(百万元)	9402.95
流通市值(百万元)	8941.40
净资产(百万元)	1121.24
总资产(百万元)	1836.01
每股净资产	3.60

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2564	3000	3460	3918
同比增长(%)	35.6%	17.0%	15.3%	13.2%
净利润(百万元)	261	307	417	488
同比增长(%)	29.9%	17.6%	35.7%	17.0%
毛利率(%)	43.9%	44.1%	46.0%	45.8%
净利率(%)	10.2%	10.2%	12.0%	12.4%
净资产收益率(%)	15.1%	15.1%	17.0%	16.6%
每股收益(元)	0.84	0.99	1.34	1.57
每股经营现金流(元)	0.71	0.86	1.37	1.54

相关报告

《品牌 OTC，转型中药保健品》2010-12-16

《增长平稳，未来看保健品》2010-10-24

《OTC 和保健食品稳定增长》2010-7-27

分析师 王晞

021-38565926

wangx@xyzq.com.cn

SAC:S0190200010075

联系人：邓晓倩

021-38565597

dengxq@xyzq.com.cn

投资要点

事件：

江中药发布年报，2010 年实现营业收入 25.64 亿元，同比增长 35.64%；净利润 2.62 亿元，同比增长 31.66%；归属上市公司股东的净利润为 2.61 亿元，同比增长 29.89%；扣除非经常性损益后的净利润为 2.68 亿元，同比增长 33.35%；每股收益 0.88 元，摊薄后 0.84 元（按 2010 年 12 月增发后的股本计算）。分配预案为每 10 股送现金 3 元（含税）。

点评：

公司业绩基本符合我们的预期。

- **2010 年营业收入同比增长 35.64%**。公司本年度营业收入增长较快主要得益于医药商业的快速增长。本年度医药商业实现销售收入 8.85 亿，同比增长 134.16%，为公司贡献了 75.28% 的销售收入增量。此外，本年度中成药实现销售收入 13.74 亿，同比增长 8.43%，为公司贡献了 15.85% 的收入增量；保健品实现销售收入 3.01 亿，同比增长 24.44%，为公司贡献了 8.78% 的销售收入增量。
- **2010 年净利润同比增长 31.66%，慢于收入的增速**。公司本年度净利润增速跑输收入增速的原因包括两个方面。1) 2010 年公司主要原材料价格大幅上涨带来中成药、保健品的毛利纷纷下降（如太子参从 2010 年初的 50 元/kg 一路飙涨到 250 元/kg）：中成药整体毛利同比下降 13.81 个百分点，保健品整体毛利率同比下降 2.51 个百分点。2) 2010 年低毛利的医药商业收入占比大幅提升 14.53 个百分点。在以上两点的共同作用下，公司整体

毛利率同比下降 18.67 个百分点，该下降幅度大于销售费用率 14.31 个百分点的下降幅度（伴随医药商业收入占比提升而发生），而拖累净利润增速跑输收入增速。

- **2010 年 OTC 增长平稳、初元增速放缓。**1) 本年度公司两个 OTC 主打品种增长较为平稳：江中健胃消食片收入突破 11 亿，同比增长 9%；草珊瑚含片收入超过 2.2 亿，同比增长 5%。2) 初元 2010 年的销售收入增速低于市场的预期，约为 2.25 亿，同比增速仅为 12%。初元今年的低增速是公司为了整理渠道而短期牺牲销量的结果。2010 年公司对初元的渠道进行了全面的整理，缩减销售团队，加强对终端和价格体系的监控，为今后初元的发展铺平道路。
- **公司 2011 年的看点是“初元”放量，以及新产品的推出。**1) 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。在公司 2010 年对初元渠道进行清理的基础上，我们预计 2011 年初元产品的销售增长将会得到恢复。2) 公司在 2011 年进行推广的新产品包括：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。
- **高端滋补品推广效果尚需跟踪。**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。公司已经于 2010 年 8 月开始推广该产品，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 2010 年的销售增长，会有较大的变数，需要进一步跟踪。
- **盈利预测。**我们预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.99、1.34 和 1.57 元（按 2010 年 12 月增发摊薄后的股本计算）。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。

表、江中药业分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	10-1Q	10-2Q	10-3Q	10-4Q	QOQ	2009	2010	YOY		说明
营业收入	560	482	533	989	85.5%	1890	2564	35.6%		
营业成本	228	214	298	698	134.6%	707	1438	103.3%		
毛利	332	268	236	291	23.4%	1183	1126	-4.8%		
销售费用	214	156	134	146	8.9%	749	650	-13.3%		
管理费用	30	27	27	46	71.4%	125	129	3.6%		
财务费用	4	4	2	3	26.2%	20	13	-36.4%		
资产减值	2	-0	3	-3	-181.9%	24	2	-90.2%		
公允价值	0	0	0	0		0	0			
投资收益	-0	-0	0	-2	-502.7%	-0	-2	311.2%		
营业利润	76	77	67	91	36.7%	245	311	26.9%		
利润总额	77	74	66	87	33.0%	245	303	23.9%		
净利润	63	64	57	78	36.6%	201	261	29.9%		
EPS	0.213	0.215	0.192	0.250	29.9%	0.680	0.839	23.5%		
销售费用率	38.2%	32.3%	25.2%	14.8%	-10.4%	39.7%	25.3%	-14.3%		
管理费用率	5.3%	5.7%	5.0%	4.6%	-0.4%	6.6%	5.0%	-1.6%		
财务费用率	0.8%	0.8%	0.4%	0.3%	-0.1%	1.1%	0.5%	-0.6%		
所得税率	17.3%	16.4%	13.9%	8.1%	-5.9%	18.7%	13.7%	-4.9%		
毛利率	59.3%	55.5%	44.2%	29.4%	-14.8%	62.6%	43.9%	-18.7%		
净利润率	11.2%	13.2%	10.7%	7.9%	-2.8%	10.6%	10.2%	-0.5%		

资料来源：天软投资系统

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1534	1832	2303	2862
货币资金	749	896	1259	1676
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	15	22	25	28
其他应收款	69	149	137	160
存货	279	325	346	405
非流动资产	973	954	931	917
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	66	65	64	64
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	455	461	469	470
在建工程	49	32	26	23
油气资产	0	0	0	0
无形资产	384	367	348	330
资产总计	2506	2786	3234	3779
流动负债	723	698	729	785
短期借款	145	150	150	150
应付票据	16	33	46	39
应付账款	197	191	235	254
其他	366	324	298	341
非流动负债	3	1	1	1
长期借款	0	0	0	0
其他	3	1	1	1
负债合计	727	699	730	785
股本	311	311	311	311
资本公积	713	713	713	713
未分配利润	560	836	1211	1650
少数股东权益	47	48	49	50
股东权益合计	1779	2087	2505	2994
负债及权益合计	2506	2786	3234	3779

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	261	307	417	488
折旧和摊销	70	63	68	71
资产减值准备	-2	-17	21	-4
无形资产摊销	19	18	19	19
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	13	8	7	5
投资损失	2	1	0	0
少数股东损益	1	1	1	1
营运资金的变动	125	84	97	80
经营活动产生现金流量	217	269	426	479
投资活动产生现金流量	-83	-39	-55	-56
融资活动产生现金流量	403	-83	-7	-5
现金净变动	536	147	364	417
现金的期初余额	265	749	896	1259
现金的期末余额	801	896	1259	1676

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2564	3000	3460	3918
营业成本	1438	1678	1868	2123
营业税金及附加	19	30	32	35
销售费用	650	750	865	960
管理费用	129	152	175	196
财务费用	13	8	7	5
资产减值损失	2	3	3	3
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-2	-1	0	0
营业利润	311	378	511	596
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	8	8	8	8
利润总额	303	371	503	589
所得税	42	63	86	100
净利润	262	308	418	489
少数股东损益	1	1	1	1
归属母公司净利润	261	307	417	488
EPS (元)	0.84	0.99	1.34	1.57

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	35.6%	17.0%	15.3%	13.2%
营业利润增长率	26.9%	21.8%	35.0%	16.8%
净利润增长率	29.9%	17.6%	35.7%	17.0%
盈利能力(%)				
毛利率	43.9%	44.1%	46.0%	45.8%
净利率	10.2%	10.2%	12.0%	12.4%
ROE	15.1%	15.1%	17.0%	16.6%

偿债能力(%)

资产负债率	29.0%	25.1%	22.6%	20.8%
流动比率	2.12	2.62	3.16	3.65
速动比率	1.72	2.14	2.67	3.12

营运能力(次)

资产周转率	1.25	1.13	1.15	1.12
应收帐款周转率	145.02	119.36	118.55	117.55

每股资料(元)

每股收益	0.84	0.99	1.34	1.57
每股经营现金	0.71	0.86	1.37	1.54
每股净资产	5.57	6.55	7.89	9.46

估值比率(倍)

PE	36.00	30.60	22.56	19.28
PB	5.43	4.61	3.83	3.19

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

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。