

方正证券研究所

行业高级分析师：陈翀

执业证书编号：S1220109042188

联系人：蒯学章 李宇

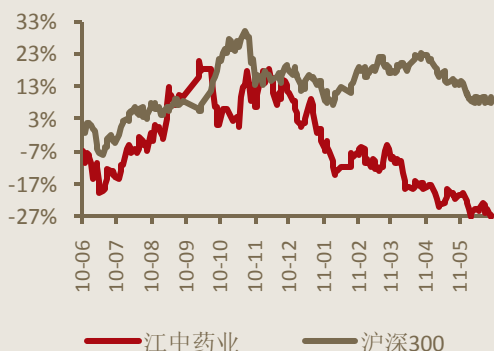
TEL: (8610) 68584823

E-mail: kuaixuezhang@foundersc.com

TEL: (8610) 68584859

E-mail: liyu0@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	2,563.61	2,948.51	3,372.16	3,875.32
(+/-)	11.0%	15.0%	14.4%	14.9%
净利润	261.20	305.60	403.30	470.14
(+/-)	29.9%	17.0%	32.0%	16.6%
EPS(元)	0.84	0.98	1.30	1.51
P/E	30.15	25.77	19.53	16.75

相关研究

业绩增速处于底部，未来或将好转

江中药业(600750)

公司调研简报

2011.6.9

投资评级：增持(维持)

医药行业

投资要点

※业绩增速降低明显，毛利率大幅下降

2010 年公司实现销售收入 25.64 亿(同比+35.64%)；归母公司净利 2.61 亿(同比+29.89%)。2011 年一季度，公司实现收入 5.31 亿元(同比-5.19%)，归母公司净利 6373 万元(同比 1.32%)，公司业绩同比增速大幅降低。公司 2010 年 1 季度毛利率 40.14%，而去年同期为 59.28%，毛利率大幅降低。

※收入结构变化与高成本压力拖累毛利率水平降低较大

公司低毛利率的医药商业占比提高：2010 年公司医药商业实现收入 8.85 亿元，同比增长 134.27%，远高于医药工业同比 8%的增速，医药商业毛利率为 2.59%，拉低整体毛利水平。

另外，公司主打产品江中健胃消食片的主要原料太子参价格暴涨，2010 年初太子参价格从 50 元/kg 猛涨到 2011 年 4 月 380 元/kg，并维持高位，而太子参在原材料成本中占比较大，故在较大程度上影响了公司毛利率。

※毛利率压力减轻，转型健康消费，未来业绩将好转

由于太子参是一年期作物，去年价格大涨必然会提升其种植积极性从而提高有效供给，随着 2011 年 7 月产季的到来，太子参价格有望稳步回落。

公司主打产品健胃消食片规模已超 10 亿，未来市场趋向稳定，增速难以放大。复方草珊瑚含片 2010 年收入 2.3 亿，同比增 5%。我们认为未来几年公司以上两个主打品种增速仍将趋于稳定。

转型健康消费品是公司最大的看点：初元系列 2010 年收入 2.25 亿元，同比增 12%，定位探病市场，预计 2011 年增速可达 20%；参灵草口服液是 2010 年的上市新品，2011 年一季度销售超 3000 万，预计今年过亿，定位于高端人群，8150 元/盒，10 瓶/盒，高端消费在我国发展迅速，预计未来随着渠道的进一步铺开，该产品销售额将有较大的增长。

※盈利预测与估值

项目(百万元/元/%)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,563.61	2,948.51	3,372.16	3,875.32
YoY(%)	35.6%	15.0%	14.4%	14.9%
归母公司净利润	261.20	305.60	403.30	470.14
YoY(%)	29.9%	17.0%	32.0%	16.6%
综合毛利率(%)	43.84%	38.47%	39.23%	39.36%
摊薄后 EPS(元)	0.84	0.98	1.30	1.51
P/E(x)	30.15	25.77	19.53	16.75
P/B(x)	4.43	3.78	3.19	2.70

数据来源：方正证券研究所 股价为 2011 年 6 月 14 日收盘价 25.31 元

附表 公司财务报表预测与重要指标

利润表:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	现金流量表:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	2564	2949	3372	3875	净利润	262	307	404	471
营业成本	1438	1814	2049	2350	资产减值损失	2	2	2	2
营业税金及附加	19	28	30	33	折旧与摊销	70	66	68	69
销售费用	650	619	674	775	财务费用	13	6	6	6
管理费用	129	124	142	163	存货变动	(164)	(24)	(13)	(46)
财务费用	13	6	6	6	经营性应收变动	(193)	(75)	(83)	(99)
资产减值损失	2	2	2	2	经营性应付变动	233	(14)	64	78
营业利润	311	354	468	545	经营活动现金流	222	270	449	481
利润总额	303	355	469	546	投资活动现金流	(141)	8	15	(1)
减: 所得税	42	49	64	75	筹资活动现金流	403	(102)	(102)	(102)
净利润	262	307	404	471	现金净变动额	484	175	362	379
少数股东损益	1	1	1	1	期初货币资金	265	749	924	1286
归母公司净利润	261	306	403	470	期末货币资金	749	924	1286	1665
资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E	主要财务比率	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	749	924	1286	1665	成长能力(YoY)				
应收账款	15	20	22	26	营业收入	35.64%	15.01%	14.37%	14.92%
预付款项	55	60	68	78	营业利润	26.88%	14.00%	31.95%	16.57%
存货	279	302	315	362	归属母公司净利润	29.89%	17.00%	31.97%	16.58%
其他	436	501	573	659	盈利能力				
流动资产合计	1534	1808	2265	2789	销售毛利率	43.91%	38.47%	39.23%	39.36%
长期股权投资	66	65	65	65	销售净利率	10.21%	10.40%	11.99%	12.16%
固定资产	455	467	471	478	ROE	14.72%	14.70%	16.40%	16.18%
无形资产	384	379	365	359	ROIC	14.27%	14.23%	15.92%	15.78%
其他	68	50	46	46	偿债能力				
非流动资产合计	973	961	947	948	资产负债率	29.01%	24.65%	23.24%	22.07%
资产总计	2506	2769	3212	3738	流动比率	2.12	2.66	3.05	3.40
短期借款	145	111	111	111	速动比率	1.13	1.48	1.85	2.15
应付账款	197	202	228	261	营运能力				
预收账款	138	118	135	155	资产周转率	1.02	1.06	1.05	1.04
其他	243	249	270	294	存货周转率	5.16	6.00	6.50	6.50
流动负债合计	723	679	743	821	应收账款周转率	167.34	150.00	150.00	150.00
长期借款	0	0	0	0	每股指标				
其他	3	3	3	3	每股收益	0.84	0.98	1.30	1.51
非流动负债合计	3	3	3	3	每股经营现金流	0.71	0.87	1.44	1.55
负债合计	727	683	746	825	每股净资产	5.72	6.70	7.92	9.36
股本	311	311	311	311	每股股利	0.3	0.3	0.3	0.3
资本公积	713	713	713	713	估值指标				
留存收益及其他	755	1062	1441	1889	PE	30.15	25.77	19.53	16.75
所有者权益合计	1779	2086	2466	2913	PB	4.43	3.78	3.19	2.70
负债和权益合计	2506	2769	3212	3738	EV/EBITDA	20.76	18.71	14.73	12.87

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com