

仁和药业重大事项点评

整合继续推进

贺菊颖 分析师
电话: 010-59136691
eMail: hjy@gf.com.cn
SAC执业证书编号: S0260511050002

公告定增预案中拟收购标的审计及评估基准日调整的议案

今天公司发布公告称: 因江西制药在改制中进行公司债务重组时, 经与南昌市政府协商, 将原江西制药欠财政债务共计近 6000 万元打折为 2000 万元进行债转股, 目前债转股手续已经办理。由于拟收购的目标资产产生变化, 将公司非公开发行股票预案中拟收购的目标资产的审计、评估基准日由 2011 年 3 月 31 日调整为 2011 年 6 月 30 日。

定增继续推进, 预计年内完成

此次债转股手续完成后, 仁和集团将持有江西制药 41.50% 的股权; 我们预计, 与增发预案披露的情况一致, 集团还将与其他股东协商、通过增资的形式增持江西制药的股权。从定向增发的流程来看, 公司完成资产评估和审计后, 还需要召开董事会及股东大会、向证监会报送相关材料, 我们预计年内完成再融资的可能性较大。

经营继续快速增长, 内生性拐点明确

2009 年底以来, 公司对内部销售进行了重大调整, 积极推行销售渠道改革、销售终端改革和推进二类产品销售为主要内容的“两改一推进工程”。随着销售调整渐入尾声, 今年一季度开始公司经营重回快速增长的通道, 我们预计全年仍将维持较快增长速度。拟收购的江西制药是江西省第一家医药企业, 拥有近 337 个化药普药的文号, 在原料药和注射剂型等产品比较有特色, 重点产品包括克拉维酸钾、硫酸小诺霉素以及硫酸庆大霉素等。随着江西制药甩掉历史包袱、获得技改资金支持, 今年有望盈利大幅增长。

盈利预测与投资评级

维持对公司 2011-2013 年的盈利预测分别为 0.53/0.70/0.93 元, 分别同比增长 52%/32%/33%, 公司未来三年增长确定, 增发继续推进, 考虑到公司未来三年主业复合增速超过 30%, 我们以 2012 年 30 倍 PE 给公司定价, 目标价 21 元, 维持“买入”评级。

风险提示

处方药市场开拓带来应收帐款、营销费用的大幅增长。快速并购带来的整合成本和风险。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	982.74	1366.78	2184.22	2844.51	3671.41
增长率	12.13%	39.08%	59.81%	30.23%	29.07%
EBITDA(百万元)	234.50	318.47	480.30	607.30	814.86
净利润(百万元)	165.49	219.53	334.71	442.81	588.21
增长率	135.88%	32.65%	52.47%	32.29%	32.84%
每股收益(元)	0.26	0.35	0.53	0.70	0.93
市盈率	60.10	45.30	29.71	22.46	16.91
市净率	6.84	11.01	8.22	13.63	10.05
EV/EBITDA	23.47	29.40	19.34	35.62	25.95

数据来源: 仁和药业股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	15.75
目标价格(元)	21.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	9.30%	26.14%	59.74%
沪深 300	5.11%	-6.61%	17.61%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	630.25/479.05
主要股东:	
	仁和(集团)发展有限公司
主要股东持股比例	30.36%

财务比率

ROE	25.12%
ROA	22.58%
资产负债率	38.30%
每股净资产(元)	2.08

2010 年报数据

资产负债表

单位：百万元

报表项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	350	280	658	895	1380
应收账款	5	129	52	80	123
预付款项	8	30	38	55	77
应收利息	0	0			
应收股利	0	0			
其他应收款	5	6	37	39	42
存货	39	139	125	190	246
流动资产合计	681	1054	1397	2027	2893
长期股权投资	0	0	-57	-57	-57
固定资产	118	141	160	186	194
在建工程	6	15	20	26	33
无形资产	247	254	290	338	360
长期待摊费用	8	4			
递延所得税资产	1	0	0	0	0
非流动资产合计	380	424	421	503	541
资产总计	1061	1478	1818	2529	3434
短期借款	0	20	0	0	0
应付票据	3	92	63	111	182
应付账款	42	187	144	215	295
预收款项	89	189	216	311	424
应付职工薪酬	6	12	20	30	37
应交税费	21	52	64	84	119
应付利息	0	0			
应付股利	0	0	0	0	0
其他应付款	44	27	17	14	14
流动负债合计	204	566	566	829	1135
长期借款	0	0	1	1	1
应付债券	0	0	0	0	0
长期应付款	0	0			
预计负债	0	0			
递延所得税负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	1	1	1
负债合计	204	566	567	830	1137
股本	280	420	631	631	631
资本公积	284	19	-32	-32	-32
盈余公积	31	43	93	159	247
未分配利润	261	393	518	894	1394
少数股东权益	1	38	41	47	56
负债股东权益总计	1061	1478	1818	2529	3434
每股净资产（元）	3.06	2.08	1.92	2.62	1.92

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表

单位：百万元

报表项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	983	1367	2184	2845	3671
营业成本	312	660	1278	1678	2140
营业税金及附加	12	12	21	29	35
销售费用	403	339	347	442	559
管理费用	45	69	93	130	170
财务费用	-1	-3	-5	-13	-18
资产减值损失	-1	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	-9	7	3
投资收益	2	-1	0	0	0
营业利润	214	288	443	586	788
营业外收入	3	8	25	23	12
营业外支出	4	6	5	5	5
利润总额	213	290	463	604	795
所得税费用	47	64	125	156	197
净利润	166	226	338	448	598
归属于母公司净利润	165	220	335	443	588
少数股东损益	0	6	3	5	10
EPS（元）	0.26	0.35	0.53	0.70	0.93

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表

单位：百万元

报表项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	201	130	407	343	564
投资活动现金流量	-687	-176	-10	-106	-79
筹资活动现金流量	690	-87	-18	0	0
现金及现金等价物净增加	203	-133	378	237	485
期末现金余额	332	218	658	895	1380
每股经营活动现金流（元）	0.72	0.31	0.64	0.54	0.89

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标

单位：百万元

指标项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入增长率	12.1%	39.1%	59.8%	30.2%	29.1%
营业利润增长率	122.6%	34.9%	53.6%	32.3%	34.6%
毛利率	68.3%	51.7%	41.5%	41.0%	41.7%
营业利润率	21.7%	21.1%	20.3%	20.6%	21.5%
净利润率	16.8%	16.1%	15.3%	15.6%	16.0%
净资产收益率	19.3%	25.1%	27.7%	26.8%	26.2%
总资产收益率	15.6%	14.9%	18.4%	17.5%	17.1%
流动比率	3.3	1.9	2.5	2.4	2.5
资产负债率	19.2%	38.3%	31.2%	32.8%	33.1%
所得税税率	22.2%	22.1%	27.1%	25.8%	24.8%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发医药行业研究小组

贺菊颖，分析师，复旦大学管理学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。

葛峥，分析师，广州中医药大学方剂学硕士，2006 年进入广发证券发展研究中心。

杨挺，分析师，天津大学制药工程硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

吴雅春，研究助理，浙江大学内科学博士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: wyc2@gf.com.cn, 020-87555888-8404。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。