

江中药业跟踪报告

渡过难关，曙光初现

贺菊颖 分析师

电话: 010-59136691

eMail: hjy@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511050002

进入产新期，太子参价格大幅回落

近期我们对太子参价格走势进行了紧密跟踪。7月太子参进入产新期，福建的新货开始陆续上市，产新期的成交量开始逐步放大，因此成交价格也对未来太子参价格走势有重要参考价值。据我们了解：福建产的新货（九成干，统装）最低报价已下降至160-180元/公斤，较4月初的历史最高报价400元/公斤有大幅下降，也大幅低于6月初220元/公斤的报价。

上半年饱受成本上升之困，三季度经营将触底回升

由于太子参成本压力较大，公司对健胃消食片实行阶段性的停产及限产，造成一季度该产品销售有所下滑，我们预计上半年仍会延续这一趋势；第三季度开始公司经营将触底回升。考虑采购与生产的时滞性因素，我们认为从8月开始，公司经营将会遵循成本下降---销售费用投入上升---销售收入企稳回升这一主线展开。太子参是健胃消食片的重要原材料，随着太子参价格的回落、公司明年业绩弹性会比较大。

类消费品龙头公司，具备长期投资价值

公司在类消费品领域积累了丰富的经验，集团整体改制也基本完成，具备长期投资价值。我们认为：（1）2011年是公司的调整年与品种培育年。健胃消食片逐步企稳，初元经过品种和销售策略的调整后实现盈亏平衡，参灵草、消毒系列产品及乳酸菌素片逐步推向市场；（2）2012年全年太子参均价显著回落，保健品进入盈利贡献期，公司净利润增速再次驶入快车道。

盈利预测与投资评级

预计公司2011-2013年EPS分别为0.75/1.05/1.39元，2012-2013年净利润分别同比增长39%和32%。公司经营触底迹象明显，拐点将逐步显现，我们建议积极关注。如果太子参价格下滑较快，公司明年业绩有可能超过我们预期。

风险提示

太子参价格短期可能还有剧烈波动，我们希望投资者对此形成合理预期。OTC及保健品市场竞争激烈，公司产品销售存在低于预期的可能。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1890.02	2563.61	2595.43	3179.55	3851.64
增长率(%)	29.66%	35.64%	1.24%	22.51%	21.14%
EBITDA(百万元)	354.16	397.95	329.90	444.08	566.42
净利润(百万元)	201.10	261.20	234.78	327.06	432.79
增长率(%)	33.90%	29.89%	-10.12%	39.31%	32.33%
每股收益(元)	0.65	0.84	0.75	1.05	1.39
市盈率	42.83	32.97	36.68	26.33	19.90
市净率	6.68	6.47	4.17	4.84	4.07
BV/EBITDA	19.34	26.85	22.70	22.66	17.12

数据来源: 江中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)	26.35
目标价格(元)	36.75
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	4.48%	-8.28%	-11.24%
沪深300	5.28%	-7.88%	17.90%

股票数据

总股本/流通A股(百万股)	311.15/295.88
主要股东:	
江西江中制药(集团)有限责任公司	
主要股东持股比例	41.49%

财务比率

ROE	15.08%
ROA	15.41%
资产负债率	29.01%
每股净资产(元)	5.57
2010年报数据	

一、进入产新期，太子参价格如期大幅回落

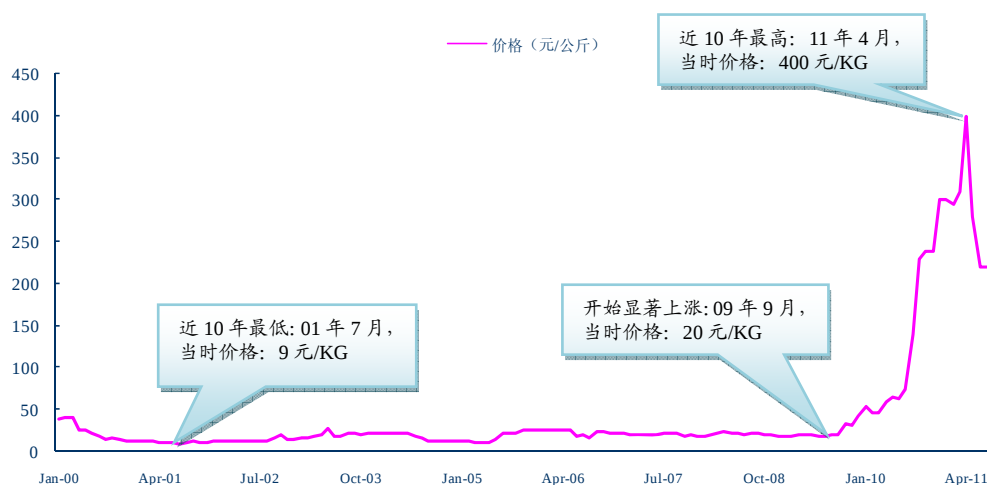
太子参是江中药业核心产品健胃消食片的主要原材料，对公司盈利能力影响极大。近期我们对太子参价格走势进行了紧密跟踪。7月太子参进入产新期，福建的新货开始陆续上市，产新期的成交量开始逐步放大，因此成交价格也对未来太子参价格走势有重要参考价值。据我们了解：福建产的新货（九成干，统装）最低报价已下降至160-180元/公斤，较4月初的历史最高报价400元/公斤有大幅下降，也大幅低于6月初220元/公斤的报价。我们认为，比较理想的情况是：太子参下半年的均价维持在140-160元/公斤，这对于种植户而言仍有不错的盈利空间，到今年10月农户选择继续或增加种植面积，明年太子参价格将继续回落的趋势。

从历史价格情况看：在2010年3月太子参主产地遭遇自然灾害有部分减产情况发生前，太子参价格均在50元/公斤的水平之下。其中，近10年的最低价发生在2011年7月，当时对应的价格为9元/公斤。

从太子参的供给情况看：太子参为一年生植物，去年9月太子参价格已大幅飙升至240元/公斤，因此农民在去年秋季对太子参的种植热情高涨。据我们了解，太子参主产地（福建、贵州及安徽）的扩种面积应在50%左右，即使考虑种苗及灾害因素，我们预计扩种带来的产量增长至少也应在20-30%。目前每亩太子参单产在100-200公斤，即使太子参价格下跌至100元/公斤，每亩种植收入也在10000-20000元，大幅高于种植其他农作物的经济价值。再考虑到种苗价格回落及转换成本，我们认为明年农民继续或增加种植太子参的可能性较大，太子参价格继续回落应是大势所趋。

从太子参的需求情况看：太子参下游需求的高集中度决定其价格控制相对容易。我们估计太子参全国年需求在4000吨左右，而江中药业的采购量占到接近一半的份额；太子参价格一旦再非理性上涨，公司通过阶段性限产或停产的方式、能够较大程度影响下游需求。而太子参不同于贵细药材，不具备长期储存价值，在种植面积不断扩大、价格看跌的背景下，再做大量囤积的可能性不大。

图 1：太子参 2000-2011 年历史月度价格走势



数据来源：药通网，广发证券发展研究中心

从其他品种的经验看：以与太子参生长周期同为一年金银花为例，在09年甲流因素影响下，也经历了一个大幅上涨的阶段；但随着种植面积的扩大，2010年价格迅速回落。金银花下游需求广泛、集中度不高，正常情况下我们认为太子参在价格回落上可能更为迅速。

图 2：金银花 2004-2011 年历史月度价格走势



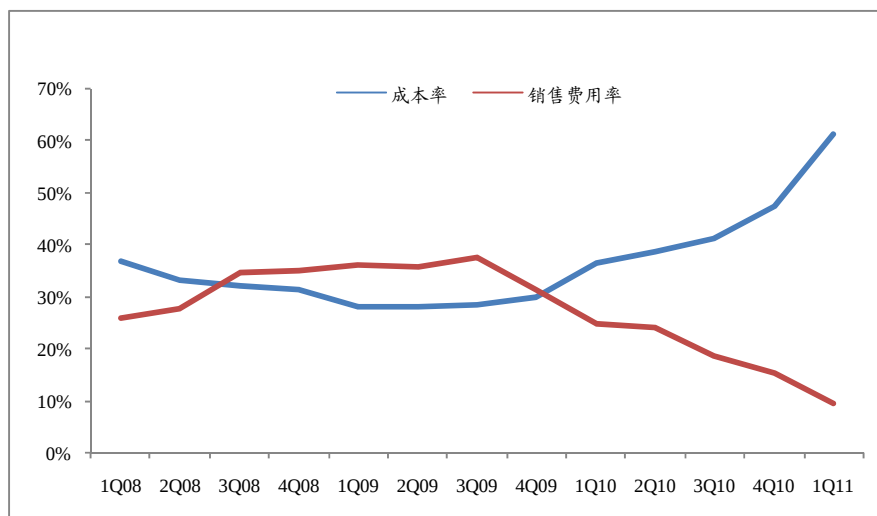
数据来源：药通网，广发证券发展研究中心

二、上半年饱受成本之困，三季度经营将触底回升

上半年公司饱受成本上升之困。由于太子参成本压力较大，公司对健胃消食片实行了阶段性的停产及限产，造成一季度该产品销售有所下滑，我们预计上半年仍会延续这一趋势。

考虑采购与生产的时滞性因素，我们认为从8月开始，公司经营将会遵循成本下降---销售费用投入上升---销售收入企稳回升这一主线展开。

图 3：江中药业母公司 2008-2011 年季度成本率及销售费用率走势



数据来源：wind资讯，广发证券发展研究中心

太子参是健胃消食片的重要原材料，随着太子参价格的回落，公司明年业绩弹性会

比较大。我们对太子参价格下降与增厚公司EPS（年化）的敏感性进行了分析，其中隐含的假设是：

- ✓ 公司第二季度太子参的采购均价约为240元/公斤，因此太子参单价下降20-140元/公斤对应的采购均价为220-100元/公斤；
- ✓ 公司其他费用率及所得税率不变；
- ✓ 当然，需要说明的是，由于公司下半年销售费用投入会逐步恢复至正常水平，因此实际业绩的增厚肯定会小于理论值。

表 1：太子参价格下降与增厚公司 EPS（年化）的敏感性测试表（EPS 的单位为元/股）

太子参需求（吨）	太子参单价下降金额（元/公斤）						
	20	40	60	80	100	120	140
1500	0.08	0.16	0.25	0.33	0.41	0.49	0.57
1600	0.09	0.17	0.26	0.35	0.44	0.52	0.61
1700	0.09	0.19	0.28	0.37	0.46	0.56	0.65
1800	0.10	0.20	0.30	0.39	0.49	0.59	0.69
1900	0.10	0.21	0.31	0.42	0.52	0.62	0.73
2000	0.11	0.22	0.33	0.44	0.55	0.66	0.76

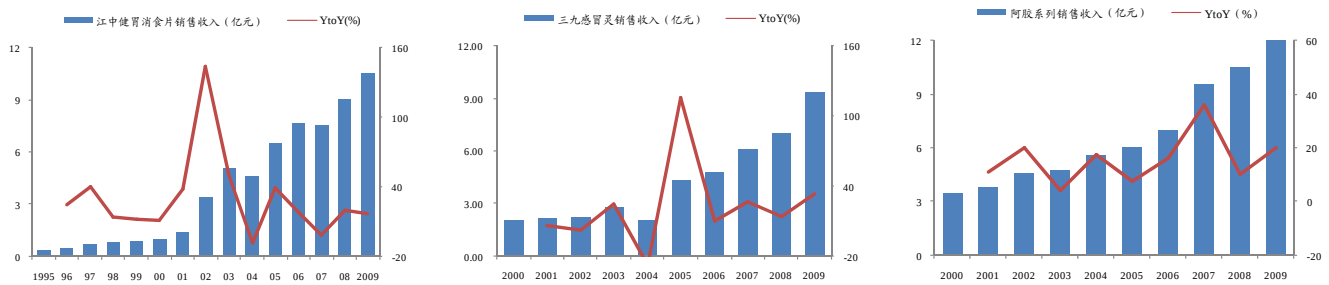
数据来源：公司数据，广发证券发展研究中心

三、类消费品龙头公司，具备长期投资价值

品牌是制药企业在OTC终端上最好的“进入壁垒”。医药企业在零售终端上面对的政策管制相对医疗终端要少一些，但进入壁垒也相对较低，竞争激烈在所难免。作为制药企业，给予渠道的毛利空间与自身的盈利能力之间存在此消彼长的关系，因此，高毛利的模式难以长期生存，我们认为品牌是最好的“护城河”。在这一领域，我们看好两类公司：

- ✓ 传统中成药品牌企业：这一类企业以云南白药、东阿阿胶、同仁堂及片仔癀等企业为代表，它们由于经营年代久远、口碑优秀而拥有深厚的天然品牌壁垒。它们也有先天的优势利用在药品领域的品牌优势逐步向类消费品领域拓展，在消费升级大潮中分得一杯羹；
- ✓ 综合营销管理能力优秀的现代品牌药企：比如江中药业、华润三九和仁和药业，它们拥有比较完善的渠道管理及终端维护体系，并已拥有上多个上亿的单品，消费者认知度非常高。

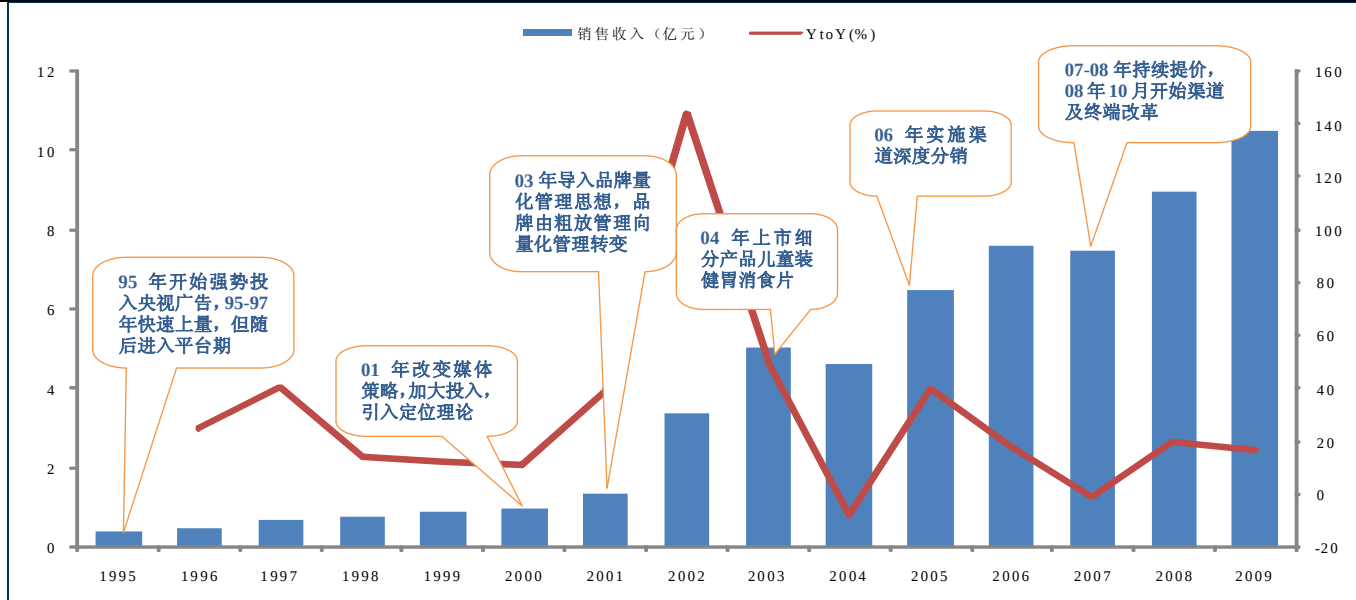
图 4：OTC 大品种销售情况（江中健胃消食片、三九感冒灵及东阿阿胶系列）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

通过对健胃消食片的多年精耕细作，公司积累了丰富的类消费品推广经验。从1994年产品上市至今，公司围绕核心品种建立起了一支精细化管理的营销体系。

图 5：江中药业健胃消食片历年销售收入变化（1995-2009）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

公司在类消费品领域积累了丰富的经验，有望逐步复制至其他产品，集团整体改制也基本完成，公司具备长期投资价值。我们认为：（1）2011年是公司的调整年与品种培育年。健胃消食片逐步企稳，初元经过品种和销售策略的调整后实现盈亏平衡，参灵草、消毒系列产品及乳酸菌素片逐步推向市场；（2）2012年全年太子参均价显著回落，保健品进入盈利贡献期，公司净利润增速再次驶入快车道。

四、盈利预测及投资评级

预计公司2011-2013年EPS分别为0.75/1.05/1.39元，2012-2013年净利润分别同比增长39%和32%。公司经营触底迹象明显，拐点将逐步显现，我们建议积极关注。如果太子参价格下滑较快，公司明年业绩有可能超过我们预期。维持买入评级。

表 2：江中药业主要业务收入预测（单位：万元）

		2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
中成药	销售收入	94048	108292	129000	139346	131848	154519	178465
	增长	-3.13%	15.15%	19.12%	8.02%	-5.38%	17.19%	15.50%
	毛利率	75.42%	76.76%	77.68%	63.87%	58.50%	68.50%	74.20%
保健品及其他	销售收入	2,785	6,754	24,189	28,634	37,314	54,979	76,550
	增长		143%	258%	18%	30%	47%	39%
	毛利率	36.43%	18.06%	76.23%	73.72%	76.00%	78.00%	79.00%
医药流通	销售收入		12,094	35,073	82,165	90,381	108,457	130,149
	同比增长			190%	134%	10%	20%	20%
	毛利率		3.97%	3.11%	2.59%	3.00%	3.00%	3.00%
合计	销售	116,859	145,764	189,002	250,144	259,543	317,955	385,164
	同比增长	-2.66%	24.73%	29.66%	32.35%	3.76%	22.51%	21.14%

数据来源：公司数据，广发证券发展研究中心

资产负债表

单位：百万元

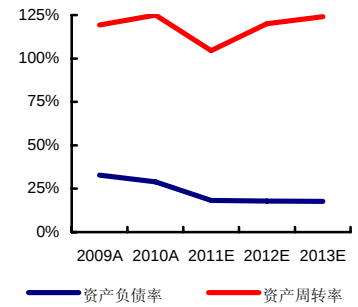
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	695	1,534	1,494	1,916	2,447
货币资金	265	749	710	1,035	1,402
应收及预付	313	506	538	630	762
存货	118	279	245	251	283
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	902	973	965	928	920
长期股权投资	68	66	66	66	66
固定资产	451	455	374	309	249
在建工程	7	49	62	80	104
无形资产	363	385	463	474	501
其他长期资产	13	17	0	0	0
资产总计	1,598	2,506	2,459	2,844	3,368
流动负债	441	723	446	506	597
短期借款	174	145	0	0	0
应付及预收	255	486	446	506	597
其他流动负债	12	93	0	0	0
非流动负债	83	3	0	0	0
长期借款	80	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3	3	0	0	0
负债合计	525	727	446	506	597
股本	296	311	311	311	311
资本公积	195	713	713	713	713
留存收益	535	708	943	1,270	1,703
归属母公司股东权益	1,027	1,732	1,967	2,294	2,727
少数股东权益	46	47	46	45	44
负债和股东权益	1,598	2,506	2,459	2,844	3,368

利润表

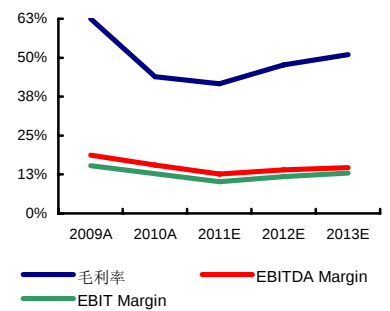
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1890	2564	2595	3180	3852
营业成本	707	1438	1513	1660	1884
营业税金及附加	19	19	25	29	33
销售费用	749	650	655	942	1216
管理费用	125	129	138	171	218
财务费用	20	13	-12	-15	-21
资产减值损失	24	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	-2	2	0	0
营业利润	245	311	278	392	522
营业外收入	2	1	2	1	2
营业外支出	2	8	7	1	6
利润总额	245	303	273	391	518
所得税	46	42	39	66	86
净利润	199	262	234	326	432
少数股东损益	-2	1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	201	261	235	327	433
EPS (元)	0.65	0.84	0.75	1.05	1.39

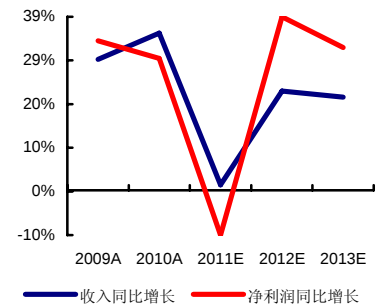
资产负债率趋势



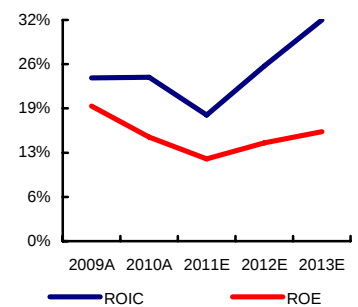
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

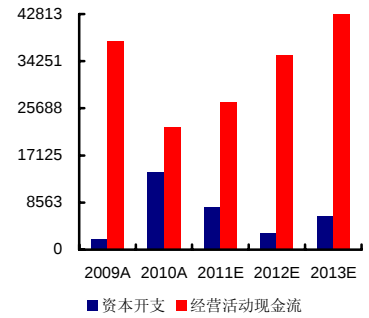
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	378	222	270	355	429
净利润	199	262	234	326	432
折旧摊销	65	70	66	66	66
营运资金变动	68	-124	-51	-38	-73
其它	46	14	21	1	4
投资活动现金流	2	-141	-76	-30	-62
资本支出	-19	-141	-78	-30	-62
投资变动	21	0	2	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-246	403	-232	0	0
银行借款	414	325	-145	0	0
债券融资	-524	-354	-83	0	0
股权融资	0	534	0	0	0
其他	-136	-103	-4	0	0
现金净增加额	134	484	-39	324	367
期初现金余额	131	265	749	710	1,035
期末现金余额	265	749	710	1,035	1,402

主要财务比率

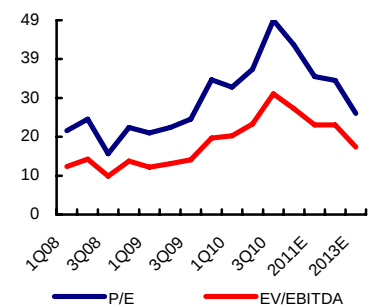
单位：

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	29.7%	35.6%	1.2%	22.5%	21.1%
营业利润	40.9%	26.9%	-10.7%	41.2%	33.1%
归属于母公司净利润	33.9%	29.9%	-10.1%	39.3%	32.3%
获利能力					
毛利率	62.6%	43.9%	41.7%	47.8%	51.1%
净利率	10.5%	10.2%	9.0%	10.2%	11.2%
ROE	19.6%	15.1%	11.9%	14.3%	15.9%
ROIC	23.7%	23.8%	18.3%	25.4%	32.1%
偿债能力					
资产负债率	32.8%	29.0%	18.2%	17.8%	17.7%
净负债比率	-1.0%	-29.4%	-35.3%	-44.2%	-50.6%
流动比率	1.58	2.12	3.35	3.79	4.10
速动比率	1.25	1.66	2.68	3.17	3.51
营运能力					
总资产周转率	1.19	1.25	1.05	1.20	1.24
应收账款周转率	201.96	258.36	117.55	173.12	165.26
存货周转率	6.48	7.25	6.17	6.60	6.65
每股指标 (元)					
每股收益	0.65	0.84	0.75	1.05	1.39
每股经营现金流	1.28	0.71	0.87	1.14	1.38
每股净资产	3.47	5.57	6.32	7.37	8.76
估值比率					
P/E	35.9	42.9	34.9	33.9	25.6
P/B	6.7	6.5	4.2	4.8	4.1
EV/EBITDA	19.3	26.9	22.7	22.7	17.1

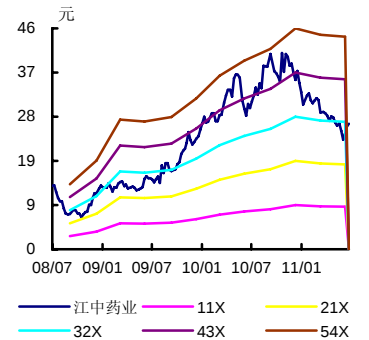
资本支出与经营活动现金流



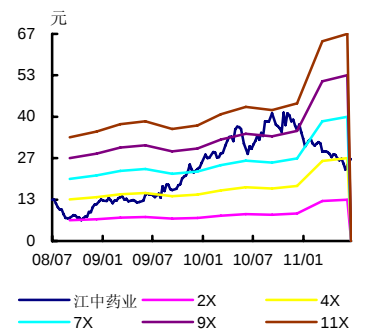
相对估值



PE BAND



PB BAND



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。

葛峰，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

江中药业（600750.sh）_中报点评	葛峰	2008-08-19
江中药业(600750.sh)_年报点评	葛峰	2008-03-18
江中药业(600750.sh)_公司跟踪研究报告	葛峰	2007-11-15

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。