

千金药业(600479.sh)

营销改革大刀阔斧，业绩拐点初现

葛峰 分析师

电话: 0755-23480370

eMail: gz2@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010015

贺菊颖 分析师

电话: 010-59136691

eMail: hjy@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511050002

四大营销改革措施大刀阔斧进行中

自去年8月上任以来，总经理王琼瑶先生即着手四方面营销改革。

- 1、建立严格的价格体系：控制发货、清理渠道库存、严格货物流向管理。
- 2、营销架构调整：营销架构由分线调整为分块管理；人员配置下沉。
- 3、考核体系调整：底薪+提成的全流向考核，加大提成和销量的挂钩比重。
- 4、优化产品结构和费用结构。销售和考核向毛利率高的品种侧重，优化广告费用与终端费用投入结构。

完善产品梯队，加大产品策划力度

大力发展独家品种。我们预计公司会加强独家品种的策划力度，在医院终端积极探索多规格、双跨等模式。在公司二线产品梯队中，我们看好：（1）2009年底新上市的独家品种断红饮胶囊和椿乳凝胶；（2）湘江药业的拉米夫定。

未来展望：调整后有望进入快速发展期

我们预计：（1）母公司：经过近一年的营销调整，2011年下半年妇科药系列迎来恢复性增长、主业盈利能力明显上升；2012年收入增长仍主要来自于原有品种、管理效率提升带来费用率逐步下降；通过进入更多地方医保及学术推广，2013年新品种梯队开始贡献明显收入增量，规模效应带来费用率进一步下降。（2）湘江药业：继续利用产品组合策略，未来维持快速增长趋势。

盈利预测与投资评级

预计2011~2013年公司实现每股收益0.35元、0.48元和0.63元（其中主业增长60%/35%/31%），对应PE38/28/22倍。公司账上现金充沛，营销改革效果逐步显现，作为妇科用药领域的品牌企业，经过调整阵痛后有望迎来快速发展。我们维持“买入”的投资评级。

风险提示

- 1、营销改革具有一定的不确定性；
- 2、产品销售慢于预期。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	904.27	979.44	1218.18	1549.96	1987.70
增长率(%)	12.83%	8.31%	24.37%	27.24%	28.24%
EBITDA(百万元)	180.31	144.58	178.19	232.68	297.47
净利润(百万元)	130.91	86.38	107.93	145.37	190.86
增长率(%)	0.79%	-34.02%	24.94%	34.69%	31.29%
每股收益(元)	0.601	0.283	0.354	0.477	0.626
市盈率	44.70	64.82	38.13	28.31	21.56
市净率	6.33	6.21	4.08	3.56	3.06
EV/EBITDA	31.02	36.68	23.12	17.72	13.82

数据来源:株洲千金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)	13.70
目标价格(元)	20.00
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	11.20%	1.82%	-12.52%
沪深300	-1.37%	-5.11%	4.76%

股票数据

总股本/流通A股(百万股)

304.82/304.82

主要股东:

株洲市国有资产投资控股集团有限公司

主要股东持股比例 19.36%

财务比率

ROE	9.58%
ROA	9.07%
资产负债率	16.72%
每股净资产(元)	2.96

2010年报数据

营销改革大刀阔斧

自去年8月上任以来，总经理王琼瑶先生即着手四方面营销改革：

1、控货，清理渠道、维护终端价格

控货及维价是改革第一步。公司原来存在价格倒挂及严重窜货问题，王总上任后即开始控货，清理渠道以维护终端价格，要求所有的一级和二级商业公司必须严格执行公司制定的价格体系，强化奖惩措施。

虽然出现暂时的销售下滑，但是经过调整后，现在已覆盖终端都能执行14.70元左右的终端零售价，有效的遏制了串货现象的发生。同时品牌中药加上有利润空间可赚，药店很有动力销售公司产品。

2、人员组织架构调整

公司原来的组织架构是按条划分的，有四个事业部，每个事业部独立核算，存在资源浪费的现象。现在将事业部整合，划分为市场部和销售部两个部门。市场部主要负责广告、策划、学术推广、政府公关事务、产品策划等，销售部管理26个销区。通过这种调整，效率有所提升，管理有望系统化。

每个销区确定了“省区经理负责制”后，加大对第三终端下沉的人员数量，主要做两方面工作，一是维护价格，二是服务终端。

3、考核体系的调整

公司现在实行的是全流向的考核体系，底薪+提成的模式，提成的比例与销量全面挂钩。以前考核和销量挂钩的比重只有25%，现在提高到90%，极大的激发了销售人员的积极性。

同时加大淘汰力度，完善淘汰制度，人员的流动性加大，优胜劣汰使销售人员素质不断提升。

4、优化产品结构和费用结构

公司加大对毛利率高的产品销售力度和考核力度。调整费用投放结构，减少广告投入，将其投入到基层营销网络建设中，并将营销中心由长沙搬回株洲，及时发现问题、解决问题。虽然营销费用减少，但由于第三终端的下沉，两大产品在基层和二级医院的销量稳步回升中。

完善产品梯队，加大产品策划力度

公司专注妇科用药，从治疗妇科炎症、调经到更年期均有丰富的产品线，覆盖了80%以上的妇科用药领域。其中千金片和千金胶囊是一线产品梯队，以补血益母颗粒为主的二线梯队，以椿乳凝胶、断红饮胶囊为主的新产品梯队正在形成中；妇科炎症的外用西药正在研发中，明年有望问世。

产品的定位方面，公司将大力发展独家品种。预计公司会逐步制定现有三个独家品种（千金片、千金胶囊、补血益母颗粒）的定价及区隔策略，巩固在二级及以上医院中的现有优势，拓宽第三终端，探索多规格、双跨等模式。

断红饮胶囊（主要适应症为功能性子宫出血）目前已经进入12个省的医保目录，椿乳凝胶（治疗宫颈炎、宫颈糜烂）还在做各地医保的工作。这两个产品均来自名医多年

的经验方，疗效显著、适应症广、发病率高、市场前景较好。

表1：公司产品梯队

用药领域	占妇科用药比重	公司产品
妇科炎症	39%	千金片、千金胶囊、千金宁洗液、椿乳凝胶、菊蝶洁坤泡腾片（临床阶段）
妇科调经类	26%	妇科调经片、八珍益母片、痛经宁糖浆、痛经宁胶囊、康媛颗粒
乳腺增生	16%	乳癖康胶囊
妇科更年期	1%	更年舒片，加味逍遥丸、千金葆雌胶囊（保健食品）
妇科其他	14%	补血益母颗粒、乳泉颗粒、妇科断红饮胶囊

数据来源：广发证券发展研究中心

西药方面，湘江药业文的拉米夫定未来有望成为大品种，拉米夫定2010年上半年刚获得产品批文，除湘江药业外仅有原研药厂葛兰素史克和安徽贝克生物可以生产。由于我国是乙肝大国，慢性乙肝患者高达2000万人，巨大的市场规模为这个产品提供了良好的前景。

业绩拐点初现，基层医院将成为公司未来业绩增长亮点

我们预计：（1）母公司：经过近一年的营销调整，2011年下半年妇科药系列迎来恢复性增长、主业盈利能力明显上升；2012年收入增长仍主要来自于原有品种、管理效率提升带来费用率逐步下降；通过进入更多地方医保及学术推广，2013年二线品种开始贡献明显收入增量，规模效应带来费用率进一步下降。（2）湘江药业：继续利用产品组合策略，未来三年维持快速增长趋势。

从今年各渠道的增量分布来看：

- ✓ **基层市场增量较快：**从2005年开始，公司的营销资源开始向第三终端倾斜，销售网络已经布向部分省市的县级城市。但由于基药的推广不能如期开展，千金片在基层放量慢于预期。2010年公司营销模式改革，加大第三终端的下沉和推广人员，同时基药推广的外部政策环境经过几年的摸索逐渐明朗，公司产品在基药招标过程中议价比较强势，议价能力较强，有效的保证了价格的坚挺，基层市场增量较快。
- ✓ **零售市场平稳增长：**主要依靠终端投入的提升。
- ✓ **医院市场略有增长：**公司正在研究三个独家品种（千金片、千金胶囊、补血益母颗粒）的定价策略和销售规划，下半年会把现有独家品种做战略性安排，在二级医院中探索多规格、双跨等模式。新产品断红饮胶囊目前已经进入12个省的医保目录，椿乳凝胶还在做医保的工作。今年医院市场略有增长。

盈利预测与投资评级

1、盈利预测前提

主要产品销售预测见下表：

表2：各个产品未来三年销售预测（单位：万元；%）

产品名称		2011E	2012E	2013E
中药销售	销售收入	61444	72836	94546
	增长率（%）	23.98	18.54	29.81
	毛利率（%）	69.00	71.00	72.50
西药销售	销售收入	23891	35120	47412
	增长率（%）	52.00	47.00	35.00
	毛利率（%）	60.00	61.00	61.00
药品批发	销售收入	27500	35750	42899
	增长率（%）	20.00	30.00	20.00
	毛利率（%）	7.80	7.80	7.80
药品零售	销售收入	23421	26935	30975
	增长率（%）	15.00	15.00	15.00
	毛利率（%）	25.00	25.00	25.00
百货零售	销售收入	2573	2830	2971
	毛利率（%）	10.00	10.00	5.00
	毛利润	27.00	27.00	27.00
广告经营	销售收入	6	7	7
	增长率（%）	10.00	10.00	10.00
	毛利率（%）	20.00	20.00	20.00
娱乐经营	销售收入	2397	2876	3451
	毛利率（%）	20.00	20.00	20.00
	毛利润	55.00	55.00	55.00

数据来源：广发证券发展研究中心

2、投资评级

预计2011~2013年公司实现每股收益0.35元、0.48元和0.63元。

总经理王琼瑶上任后，针对公司存在的渠道混乱现象，进行了大刀阔斧的营销改革，理顺了渠道，有效的维护了终端价格，使管理更加效率化和系统化。同时确定了大力发展独家品种和向第三终端下沉的策略，符合我国医改的政策方向。作为妇科用药领域的品牌企业，经过调整阵痛后有望迎来快速发展。我们维持“买入”的投资评级。

风险提示

- 1、营销改革具有一定的不确定性。
- 2、产品销售慢于预期。

资产负债表

单位：百万元

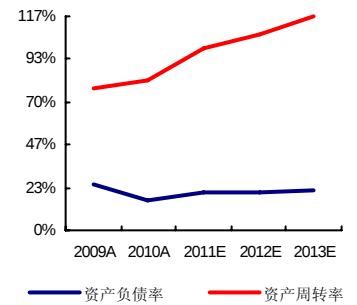
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	766	757	918	1,183	1,505
货币资金	185	275	-4	-9	5
应收及预付	248	295	266	365	499
存货	99	127	146	187	232
其他流动资产	235	60	510	640	770
非流动资产	500	372	416	373	347
长期股权投资	14	20	20	20	20
固定资产	182	273	271	272	275
在建工程	105	12	2	-50	-81
无形资产	67	66	69	76	78
其他长期资产	132	1	55	55	55
资产总计	1,266	1,128	1,334	1,556	1,852
流动负债	312	162	246	303	384
短期借款	131	0	0	0	0
应付及预收	181	162	246	303	384
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	3	26	26	26	26
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3	26	26	26	26
负债合计	314	189	273	330	411
股本	218	305	305	305	305
资本公积	240	153	153	153	153
留存收益	466	444	551	697	888
归属母公司股东权益	924	902	1,010	1,155	1,346
少数股东权益	27	38	52	71	96
负债和股东权益	1,266	1,128	1,334	1,556	1,852

利润表

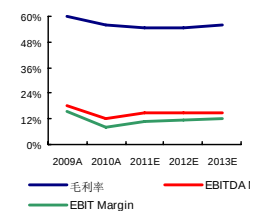
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	904	979	1218	1550	1988
营业成本	361	428	552	701	875
营业税金及附加	12	12	15	19	24
销售费用	321	380	420	527	692
管理费用	71	82	97	122	159
财务费用	-1	-1	0	0	0
资产减值损失	0	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	-1	0	0	0
投资净收益	15	26	0	0	0
营业利润	155	102	134	181	237
营业外收入	2	9	4	5	6
营业外支出	2	1	2	2	2
利润总额	156	110	137	184	242
所得税	19	12	15	20	27
净利润	137	98	122	164	216
少数股东损益	6	11	14	19	25
归属母公司净利润	131	86	108	145	191
EBITDA	167	118	178	233	297
EPS (元)	0.60	0.28	0.35	0.48	0.63

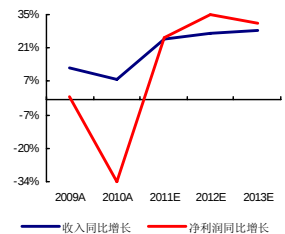
资产负债率趋势



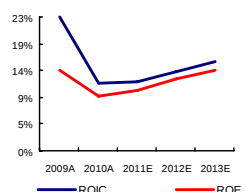
经营利润率趋势



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

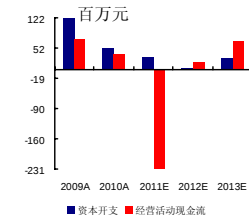
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	74	39	-245	0	43
净利润	137	98	122	164	216
折旧摊销	28	40	44	52	60
营运资金变动	-75	-75	-355	-212	-228
其它	-16	-24	-56	-4	-5
投资活动现金流	-471	273	-32	-5	-29
资本支出	-122	-53	-32	-5	-29
投资变动	-352	324	0	0	0
其他	3	2	0	0	0
筹资活动现金流	69	-216	-1	0	0
银行借款	5,068	474	0	0	0
债券融资	-4,937	-605	0	0	0
股权融资	0	1	0	0	0
其他	-62	-86	-1	0	0
现金净增加额	-329	96	-279	-5	14
期初现金余额	507	185	275	-4	-9
期末现金余额	178	281	-4	-9	5

主要财务比率

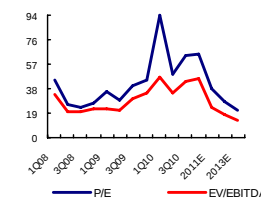
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	12.8%	8.3%	24.4%	27.2%	28.2%
营业利润	8.5%	-34.6%	32.3%	34.4%	31.5%
归属于母公司净利润	0.8%	-34.0%	24.9%	34.7%	31.3%
获利能力					
毛利率	60.1%	56.3%	54.7%	54.8%	56.0%
净利率	15.1%	10.0%	10.0%	10.6%	10.8%
ROE	14.2%	9.6%	10.7%	12.6%	14.2%
ROIC	23.4%	11.8%	12.1%	13.9%	15.6%
偿债能力					
资产负债率	24.8%	16.7%	20.4%	21.2%	22.2%
净负债比率	-30.1%	-35.6%	-5.3%	-4.2%	-4.5%
流动比率	2.46	4.66	3.73	3.90	3.92
速动比率	2.04	3.70	2.99	3.12	3.15
营运能力					
总资产周转率	0.78	0.82	0.99	1.07	1.17
应收账款周转率	33.32	32.24	33.29	32.94	32.82
存货周转率	3.70	3.80	3.78	3.76	3.78
每股指标 (元)					
每股收益	0.60	0.28	0.35	0.48	0.63
每股经营现金流	0.34	0.13	-0.80	0.00	0.14
每股净资产	4.24	2.96	3.31	3.79	4.41
估值比率					
P/E	44.7	64.8	38.1	28.3	21.6
P/B	6.3	6.2	4.1	3.6	3.1
EV/EBITDA	34.7	45.1	23.1	17.7	13.8

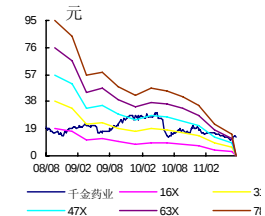
资本支出与经营活动现金流



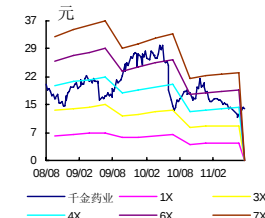
相对估值



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

千金药业(600479.sh)_年报点评	葛峰	2009-03-27
千金药业(600479.sh)_公司跟踪研究报告	葛峰	2008-12-26
千金药业(600479.sh)年报点评_年报点评	葛峰	2008-02-26

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。