

分析师： 乔洋 (8621) 68751070 cuiwei@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120007

联系人： 崔伟 (8621) 68751070 cuiwei@cjsc.com.cn

老字号，新活力

事件描述

同仁堂今日发布 2011 年半年报

表 1：同仁堂 2011 年上半年度主要会计数据和财务指标（单位：人民币元）

	本报告期末	上年度期末	本报告期末比上年度期末增减（%）
总资产	6,139,314,371.31	5,489,318,191.20	11.84
股东权益	3,330,810,256.00	3,257,068,944.28	2.26
每股净资产	6.40	6.25	2.25
	报告期（1-6 月）	上年同期	本报告期比上年同期增减（%）
营业利润	429,046,510.80	331,398,720.51	29.47
利润总额	429,378,617.46	331,260,248.06	29.62
净利润	258,863,852.40	202,872,275.60	27.60
扣除非经常性损益后的净利润	258,027,425.50	203,149,889.13	27.01
基本每股收益	0.497	0.390	27.44
扣除非经常性损益后的基本每股收益	0.495	0.390	26.92
稀释每股收益	0.497	0.390	27.44
加权平均净资产收益率%	7.64	6.44	上升 1.20 个百分点
经营活动产生的现金流量净额	468,269,698.22	407,544,211.28	14.90
每股经营活动产生的现金流量净额	0.899	0.782	14.96

资料来源：公司公告，长江证券研究部

- 2011 年上半年，公司以创新发展为主题，解放思想、拓宽思路，围绕市场需求，合理摆布品种结构，依托品牌优势，对内发掘潜能、对外灵活组织，在兼顾经营质量和资产质量的同时，实现了时间、任务“双过半”，为全年经营目标的顺利完成打下良好基础。公司实现营业收入 251,98.26 万元，同比增长 24.53%，营业成本为 209,631.08 万元，同比增长 23.55%，公司实现归属于上市公司股东的净利润 25,886.39 万元，同比增长 27.60%，基本每股收益为 0.497 元，同比增长 27.44%。
- 公司以市场为导向，以品种为核心，继续开拓思路促营销，突破瓶颈谋发展。报告期内，为了进一步发挥品种优

势，优化品种结构，经营分公司成立了品种委员会，专责品种的研究策划，同时负责追踪市场反应与政策导向，并在此基础上对营销工作提出指导与监督。品种委员会的建立，有效地促进了经营销售工作与市场需求和政策规定的有机结合，对于整体销售任务的完成起到积极作用。其中，2011年第二季度，公司实现营业收入102,192.74万元，同比上升17.98%，环比一季度减少31.77%，归属于上市公司股东的净利润14,094.32万元，同比增长36.29%，环比一季度上升19.52%，基本每股收益为0.271元，同比上升36.18%，环比一季度增加19.91%。

- 2011年是公司的“创新发展年”，公司将落实规划、创新发展的要求，深入探索公司资源的合理配置与使用，向内挖潜寻求增长方式的转变，充分发挥品牌、品种的优势推动公司健康发展。我们预计公司2011-2013年EPS分别为0.32、0.36、0.42元，对应8月23日收盘价16.28元的PE分别为51、46、39倍，公司估值较为合理，我们给予公司“谨慎推荐”评级。
- 风险提示：原材料价格变动风险；医改政策影响下市场结构、需求变化风险；新药上市不确定性风险。

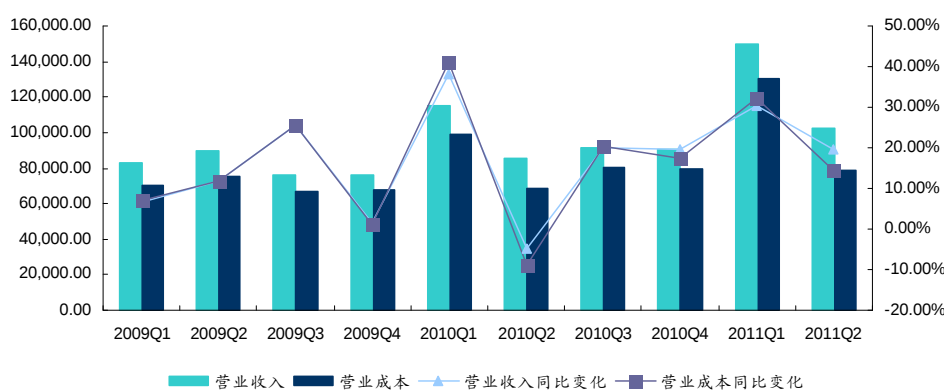
事件评论

第一、上半年公司创新发展，依托品牌优势，实现归属于上市公司股东的净利润25,886.39万元，同比增长27.60%

2011年上半年，公司以创新发展为主题，解放思想、拓宽思路，围绕市场需求，合理摆布品种结构，依托品牌优势，对内发掘潜能、对外灵活组织，在兼顾经营质量和资产质量的同时，实现了时间、任务“双过半”，为全年经营目标的顺利完成打下良好基础。公司实现营业收入251,98.26万元，同比增长24.53%，营业成本为209,631.08万元，同比增长23.55%，公司实现归属于上市公司股东的净利润25,886.39万元，同比增长27.60%，基本每股收益为0.497元，同比增长27.44%。

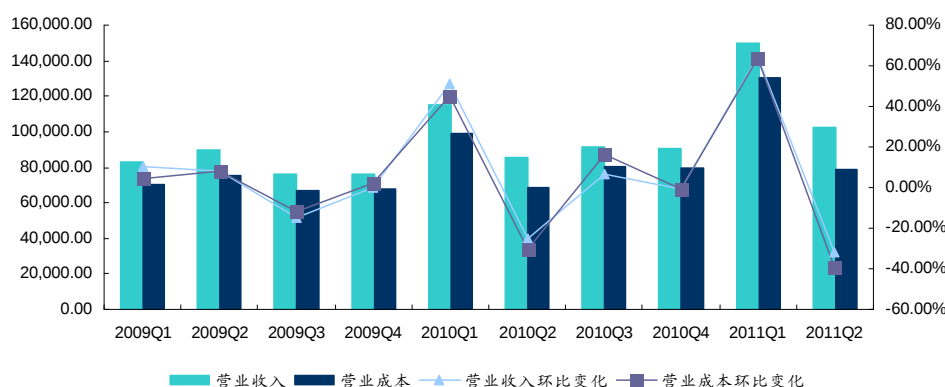
其中，2011年第二季度，公司实现营业收入102,192.74万元，同比上升17.98%，环比一季度减少31.77%，归属于上市公司股东的净利润14,094.32万元，同比增长36.29%，环比一季度上升19.52%，基本每股收益为0.271元，同比上升36.18%，环比一季度增加19.91%。

图1：一季度快速增长之后，二季度营业收入与营业成本同比增速减缓，回复至去年下半年水平



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究部

图 2：由于一季度增长迅速，二季度营业收入与营业成本环比下降



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究部

第二、公司以市场为导向，突破瓶颈谋发展，二季度营业利润和净利润延续一季度增长势头，同比继续大幅增长近 30%

公司以市场为导向，以品种为核心，继续开拓思路促营销，突破瓶颈谋发展。报告期内，为了进一步发挥品种优势，优化品种结构，经营分公司成立了品种委员会，专责品种的研究策划，同时负责追踪市场反应与政策导向，并在此基础上对营销工作提出指导与监督。品种委员会的建立，有效地促进了经营销售工作与市场需求和政策规定的有机结合，对于整体销售任务的完成起到积极作用。

对于中药原材料价格的变化公司将予以密切关注，充分做好销售计划与生产计划的协调工作，择机购进企业所需原材料，优化库存结构以保障公司生产经营工作的正常运行。同时，在确保经营、资产、产品、服务质量的前提下，公司将继续向内挖潜，有效降低成本费用，以争取更多利润空间。

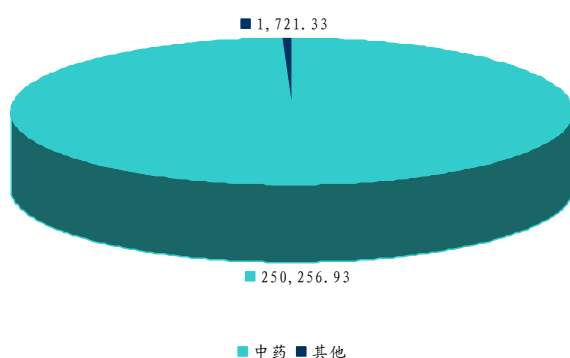
报告期内公司毛利率为 48.18%，与去年同期相比增长 1.12 个百分点，其中 2011 年二季度公司度毛利率 53.43%，同比上升 6.17 个百分点，环比今年一季度增加 8.84 个百分点。今年上半年公司净利润率为 14.37%，较去年同期提高 0.46 个百分点；二季度净利润率为 19.27%，较去年同期上升 2.79 个百分点，环比增加 8.25 个百分点。

表 2：上半年公司整体中药业务营业收入同比增加约 25%

分行业或分产品	营业收入	营业成本	营业利润率 (%)	营业收入比上年同期增减 (%)	营业成本比上年同期增减 (%)	营业利润率比上年同期增减 (%)
分行业						
中药	250,256.93	130,181.88	17.03	24.19	21.66	增加 0.65 个百分点

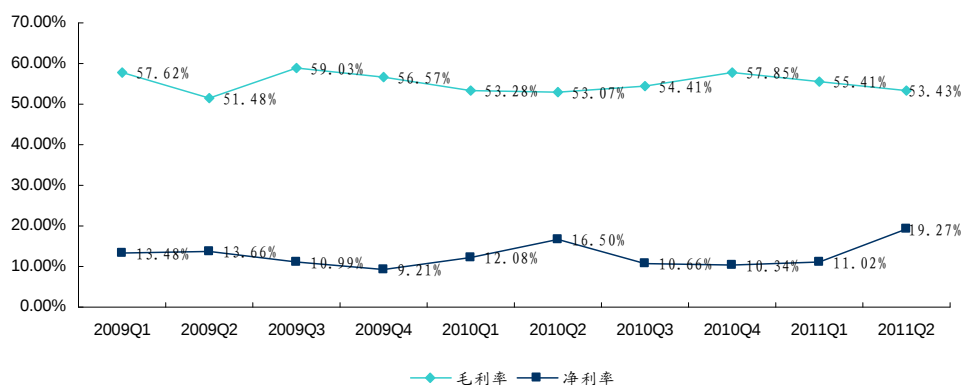
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 3：公司主营业务收入分行业构成情况



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4：二季度公司毛利率基本维持正常水平，净利率有显著提高

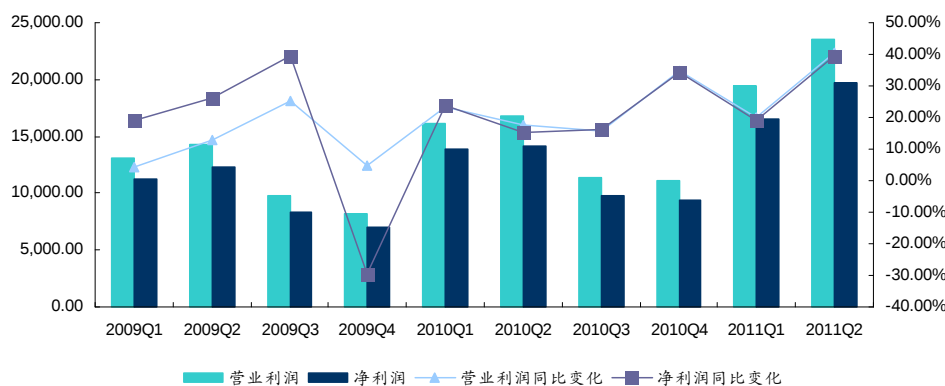


资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究部

报告期内公司营业利润为 42,904.65 万元，同比提高 29.47%。其中二季度公司营业利润达到 23,492.87 万元，较去年同期上升 38.63%，环比增加 21.02%。

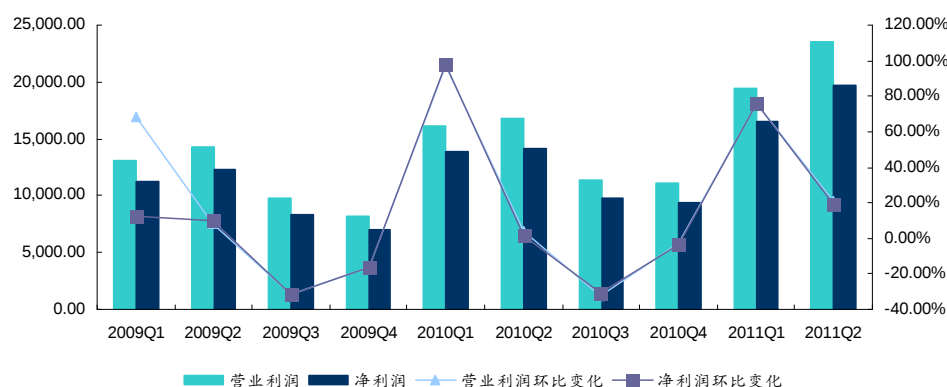
上半年公司实现净利润 36,202.16 万元，较去年同期上升 28.65%。二季度净利润为 19,691.61 万元，同比提升 37.99%，环比一季度上升 19.27%。

图 5：二季度营业利润和净利润延续一季度势头，同比继续大幅增长



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究部

图 6：由于一季度业绩良好，二季度营业利润和净利润环比增速不大



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究部

第三、上半年公司销售费用随着销售额的增长同比增加，费用率基本维持不变

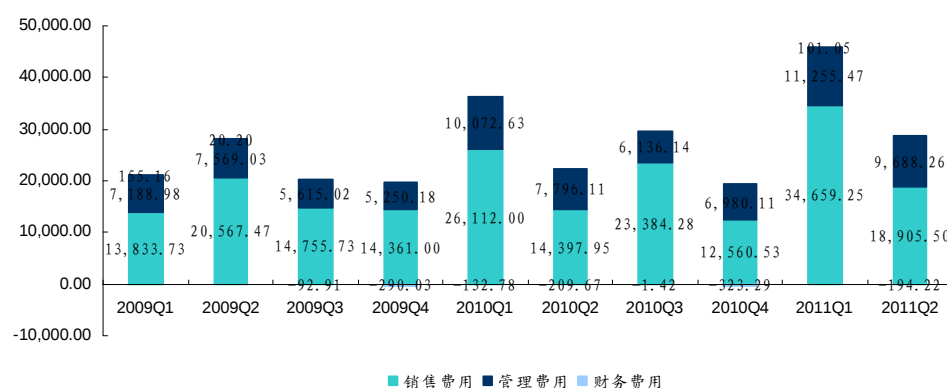
2011 年上半年，公司销售费用为 53,564.76 万元，同比增加 28.72%；管理费用为 20,943.73 万元，同比增加 16.02%；财务费用为-93.17 万元，同比增加 74.30%。

公司经营队伍按照重点突出、稳定发展、长远推广的梯队建设方法，组建合理的品种结构,力保重点品种的销售上量，继续推动二、三线品种的快速成长，同时也为今后的中长期发展做好品种布局。

公司仍然坚持现款销售为主的销售政策，信用销售季末必清零。通过对市场秩序的有效维护和对经销商渠道的管理监督，使得公司的经销网络更趋健康和成熟不仅增强了与经销商的合作深度，也为公司进一步扩大产品覆盖率创造了良好环境。

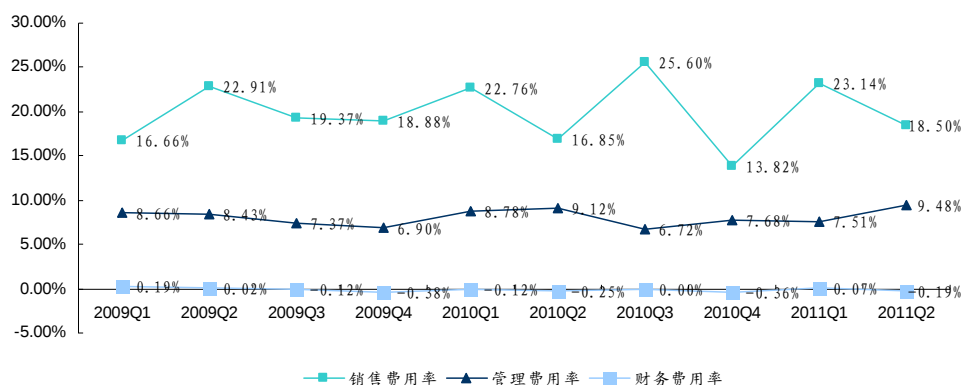
上半年公司销售费用率为 21.26%，较去年同期上升 0.69 个百分点。管理费用率为 8.31%，较去年同期下降 0.61 个百分点。财务费用率为-0.04%，较去年同期增加 0.14 个百分点。总体期间费用率为 29.53%，较去年同期上升 0.23 个百分点。总体来说，上半年公司费用率基本维持不变。

图 7：期间费用情况



资料来源：wind，公司公告，长江证券研究部

图 8：期间费率情况



资料来源：wind，公司公告，长江证券研究部

第四、主导品种增长势头良好，带动了公司整体销售情况的上行

上半年营销分公司结合市场需求认真分析其负责的品种特性，细化品种营销模式，针对不同的地区、人群、消费特点，采用媒体广告、门店推广、主题活动等多种方式相结合的推介方法，使品牌形象推广更加深入，客户群反馈理想，经营业绩稳定增长。公司主导品种仍然保持了良好增长势头，带动了公司整体销售情况的上行，较好地实现了预期目标。同时经过销售人员的不懈努力，北京社区医疗市场销售规模较去年同期增长幅度超过30%，显示出较好的市场基础，为公司在北京医疗市场深度拓展打下扎实基础。

第五、推进研发，加强子公司管理，强化品牌，增盈利

公司研发的五类新药郁乐胶囊已经获取了准确数据信息，并进行了试产；六类新药贞芪益肾颗粒已取得生产批件。

公司对所属子公司要求其巩固基础管理和规范化管理的成果，正确把握规范与发展的关系，既要保证子公司的盈利水平，也要提升经营管理水平。除对子公司加强法人治理结构的规范、协助其建立健全内控体系之外，公司为所属子公司之间搭建了交流平台，以便相互之间取长补短，促进子公司的共同进步。子公司上半年营业收入、利润较去年同期均实现较快增长，充分体现出公司在规范中求发展、向管理要效益的工作成果。

公司继续推进工艺改进、技术创新，提高生产的机械化水平；同时，继续推行“降五高”，有效降低可控成本，探索发展方式的转变，寻求新的增长点。公司加强品牌制度的落实，通过构建和谐进取的企业文化提升队伍素质，强化品牌意识，共担保护品牌的责任。

第六、预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.32、0.36、0.42 元，给予“谨慎推荐”评级

2011年是公司的“创新发展年”，公司将落实规划、创新发展的要求，深入探索公司资源的合理配置与使用，向内挖潜寻求增长方式的转变，充分发挥品牌、品种的优势推动公司健康发展。我们预计公司2011-2013年EPS分别为0.32、0.36、0.42元，对应8月23日收盘价16.28元的PE分别为51、46、39倍，公司估值较为合理，我们给予公司“谨慎推荐”评级。

第七、 风险提示

原材料价格变动风险；医改政策影响下市场结构、需求变化风险；新药上市不确定性风险。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3824	4368	5027	5791	货币资金	1790	2050	2493	2983
营业成本	2088	2396	2735	3141	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1737	1971	2292	2650	应收账款	336	383	441	508
% 营业收入	45.4%	45.1%	45.6%	45.8%	存货	2048	2349	2680	3078
营业税金及附加	47	54	62	72	预付账款	61	70	80	92
% 营业收入	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	其他流动资产	90	103	123	142
销售费用	765	874	1056	1216	流动资产合计	4410	5051	5928	6930
% 营业收入	20.0%	20.0%	21.0%	21.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	310	354	410	472	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	8.1%	8.1%	8.2%	8.2%	长期股权投资	60	60	60	60
财务费用	-7	-3	-8	-10	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	固定资产合计	887	849	820	801
资产减值损失	76	15	18	21	无形资产	97	96	95	94
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	7	0	0	0	递延所得税资产	23	2	3	3
营业利润	553	678	754	879	其他非流动资产	12	22	32	42
% 营业收入	14.5%	15.5%	15.0%	15.2%	资产总计	5489	6081	6938	7931
营业外收支	9	8	8	8	短期贷款	173	0	0	0
利润总额	562	686	762	887	应付款项	563	642	732	841
% 营业收入	14.7%	15.7%	15.2%	15.3%	预收账款	193	218	251	290
所得税费用	91	111	123	144	应付职工薪酬	48	56	64	74
净利润	471	575	639	743	应交税费	36	43	48	56
归属于母公司所有者的净利润	343.2	418.3	465.0	541.1	其他流动负债	201	232	269	309
少数股东损益	128	156	174	202	流动负债合计	1214	1191	1365	1569
EPS (元/股)	0.26	0.32	0.36	0.42	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	5	0	0	0
经营活动现金流净额	492	483	500	558	其他非流动负债	49	94	139	184
取得投资收益	2	0	0	0	负债合计	1268	1285	1504	1753
收回现金					归属于母公司	3257	3675	4140	4681
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	964	1121	1294	1497
固定资产投资	-92	-54	-65	-78	股东权益	4221	4796	5435	6178
其他	-65	0	0	0	负债及股东权益	5489	6081	6938	7931
投资活动现金流净额	-157	-54	-65	-78	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	29	0	0	0	EPS	0.264	0.321	0.357	0.416
银行贷款增加 (减少)	0	-173	0	0	BVPS	6.25	7.06	3.18	3.60
筹资成本	192	3	8	10	PE	61.76	50.68	45.59	39.18
其他	-388	0	0	0	PEG	3.77	3.09	2.78	2.39
筹资活动现金流净额	-167	-170	8	10	PB	2.60	2.31	5.12	4.53
现金净流量	168	260	443	490	EV/EBITDA	30.54	24.93	22.24	18.83
					ROE	10.5%	11.4%	11.2%	11.6%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。