

审慎推荐-A (首次)

奇正藏药 002287.SZ

目标估值: NA

当前股价: 19.17 元

2011年8月23日

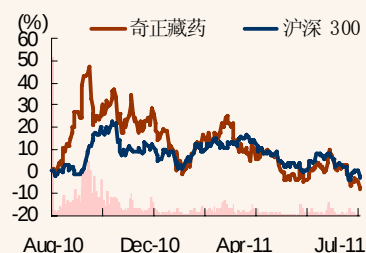
2011年中报经营分析

基础数据

上证综指	2516
总股本(万股)	40600
已上市流通股(万股)	4100
总市值(亿元)	78
流通市值(亿元)	8
每股净资产(MRQ)	2.9
ROE(TTM)	14.8
资产负债率	8.3%
主要股东	甘肃奇正实业集团
主要股东持股比例	69.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-12	-18	-11
相对表现	-3	-6	-7



相关报告

李珊珊, CPA

0755-83734347

lishsh@cmschina.com.cn

S1090511040046

徐列海

0755-83271609

xuliehai@cmschina.com.cn

S1090511080001

研究助理:

廖星昊, CIIA

0755-83271617

liaoxh@cmschina.com.cn

奇正藏药公布 2011 年中报: 公司收入、净利润分别同比增长 38.4%、1.5%, 实现 EPS 0.21 元。我们预计 2011~2013 年公司净利润分别同比增长 13%、12% 和 15%, 实现 EPS 分别为 0.48 元、0.53 元、0.61 元, 当前股价对应 PE 为 40 倍、36 倍、31 倍。公司估值相对合理, 首次给予“审慎推荐-A”的投资评级。

- **2011 年上半年销售收入增速加快。**2011 年上半年公司实现收入 3.17 亿元, 同比增长 38.4%; 实现营业利润 9742 万元, 同比增长 19.3%; 实现净利润 8333 万元, 每股收益 0.21 元, 同比增长 1.5%。每股经营现金流 0.12 元。
- **中药材业务是公司收入增长的主要来源。**分业务来看, 2011 年上半年公司的主导产品奇正消痛贴膏实现收入 1.94 亿元, 同比增长 1.2%; 软膏剂收入超过 2000 万元, 同比增长 70%, 主要由于公司报告期内重建软膏剂产品白脉软膏的销售渠道, 该产品销售比上年同期增长 5896.9%。公司上半年收入同比增长 8828 万元, 同比增长 38.4% (二季度环比增长 58.8%), 其中中药材贡献了 7900 万元的收入增量, 同比增长 465%。中药材业务的收入和毛利占比分别从去年同期的 7.4% 和 1.4%, 上升至 30.3% 和 4.2%。
- **外用止痛膏的藏药龙头, 积极发展中药材业务。**公司是一家从事藏药生产的民营企业, 主要产品包括消痛贴膏、青鹏膏剂、铁棒锤止痛膏等外用及口服藏药。其中奇正消痛贴膏是公司的主打产品, 毛利比重在 85% 左右。SFDA 南方所的数据显示, 2010 年我国外用止痛药物市场达到 59.07 亿元, 其中外用止痛贴膏用药 32.13 亿元, 年增长率保持在 15% 左右。公司的“奇正消痛贴膏”占整个外用止痛贴膏市场的 18%, 市场份额排名第一位。公司在 2010 年设立了全资子公司陇西奇正药材有限责任公司, 并以此公司为主体实施甘肃陇西“无公害特色饮片生产基地”项目, 计划投资 1.8 亿元, 建设周期 2 年。2010 年全年和 2011 年上半年, 公司的中药材业务收入分别同比增长 205% 和 465%, 毛利分别同比增长 867% 和 217%。
- **首次给予“审慎推荐-A”的投资评级。**我们预测 2011~2013 年公司收入同比分别增长 50%、33% 和 29%, 净利润同比分别增长 13%、12% 和 15%, 实现 EPS 分别为 0.48 元、0.53 元、0.61 元, 当前股价对应 PE 为 40 倍、36 倍、31 倍。公司是国内的藏药龙头企业之一, 主导品种奇正消痛贴膏是国家保密品种, 中标价格远高于同类产品; 公司正依托青藏高原和黄土高原的原产地优势, 积极进军中药饮片业务, 致力于打造最具优势的西部药材饮片第一品牌, 公司目前估值相对合理, 我们首次给予公司“审慎推荐-A”的投资评级。主要风险在于所得税优惠政策发生变化和中药材价格波动。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	469	524	785	1041	1340
同比增长	14%	12%	50%	33%	29%
营业利润(百万元)	150	154	176	197	227
同比增长	12%	3%	14%	12%	15%
净利润(百万元)	161	170	193	216	248
同比增长	18%	6%	13%	12%	15%
每股收益(元)	0.40	0.42	0.48	0.53	0.61
PE	48.4	45.7	40.4	36.0	31.4
PB	6.8	6.6	6.0	5.4	4.8

资料来源: 招商证券

表 1: 奇正藏药 主营业务分行业构成情况

百万元	2011H			2010H			11H收入 比重	10H收入 比重	销售同 比增长	毛利率同比 变化(+/-%)	11H毛利 比重	10H毛利 比重
	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率						
贴膏剂	194	32	83.2%	191	32	83.5%	61.0%	83.6%	1.2%	-0.2%	84.9%	90.0%
软膏剂	22	4	81.6%	13	2	85.2%	7.0%	5.7%	70.3%	-3.6%	9.6%	6.3%
丸剂	4	2	41.7%	6	2	55.9%	1.3%	2.4%	-22.6%	-14.2%	0.9%	1.7%
中药材	96	88	8.3%	17	14	14.7%	30.3%	7.4%	465.1%	-6.5%	4.2%	1.4%
其他	1	0	67.5%	2	1	55.8%	0.4%	0.9%	-43.0%	11.6%	0.4%	0.6%
小计	317	127	59.8%	229	51	77.6%	100%	100%	38.6%	-17.7%	100%	100%

资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

表 2: 奇正消痛贴膏的中标价格远高于同类品种

药品名	生产厂家	规格	2011年		2010年						2009年			2008年				2007年
			广西	河北	辽宁	天津	北京	江西	江苏	浙江	河南	安徽	贵州	湖北	安徽	黑龙江	吉林	内蒙古
奇正消痛贴膏	奇正藏药	9cm×12cm		13.03	13.94	13.7	12.24	12.58	13.76	14.5	13.62	12	13.03	11.98	12	12.1	12.98	12.8
天和骨通贴膏	桂林天和药业	7cm×10cm	1.60		1.52	1.50		1.76	1.49	1.88	1.45		1.54	1.45	1.45	1.53	1.55	1.60
羚锐通络祛痛膏	羚锐制药	7cm×10cm		3.53					3.47	3.54	3.33		3.53	3.31		3.59		
云南白药膏	云南白药	6.5cm×10cm	4.26	4.25	4.44			4.21								3.2		

资料来源: 米内网, 招商证券研发中心

表 3: 奇正藏药 合并报表和母公司报表2011年上半年经营指标分析

单位: 百万元、%	合并报表		母公司报表	
	2011H	增长率	2011H	增长率
营业收入	317	38.4%	125	2.0%
毛利率	59.8%	-17.7%	68.1%	1.2%
营业费用率	21.1%	-12.1%	4.6%	1.1%
管理费用率	8.3%	-0.3%	13.8%	2.7%
财务费用率	-1.5%	0.4%	-2.2%	0.1%
期间费用率	27.8%	-12.0%	16.2%	3.9%
营业利润	97	19.3%	63	-1.7%
营业利率	30.7%	-4.9%	50.7%	-1.9%
利润总额	99	16.8%	65	-3.7%
利润率	31.3%	-5.8%	51.8%	-3.1%
实际所得税率	16.2%	12.8%	15.0%	15.0%
净利润	83	1.5%	55	-18.2%
净利率	26.3%	-9.6%	44.1%	-10.9%
应收账款周转天数	22.4	13.0	211.9	64.6
存货周转天数	126.9	-74.0	155.8	56.0
每股经营现金流(元)	0.12	-47.2%	0.02	-89.6%

资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

表 4: 奇正藏药 单季度、季度累计财务指标分析

单位:百万元	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	08A	09H	09A	10H	10A	11H
一、营业总收入	77	172	64	132	97	175	79	151	103	192	78	239	413	197	469	229	524	317
二、营业总成本	49	126	43	81	77	120	54	94	85	137	49	171	280	123	320	148	370	220
其中:营业成本	12	29	14	18	37	29	21	30	37	47	14	113	71	31	97	52	136	127
营业税金及附加	2	3	1	2	2	3	1	3	1	2	1	3	6	3	8	4	7	4
销售费用	29	83	22	52	36	75	23	53	35	75	23	44	178	74	185	76	186	67
管理费用	6	14	6	8	7	18	9	11	12	18	11	15	34	15	39	20	50	26
财务费用	0	-3	0	0	-4	-5	-1	-4	0	-6	0	-4	-8	-1	-10	-4	-10	-5
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	-1	0	0	0	1	0
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
四、营业利润	28	46	22	52	21	55	24	57	17	55	29	69	133	74	150	82	154	97
加:营业外收入	4	5	2	5	5	5	2	2	8	9	1	1	15	7	16	4	20	2
减:营业外支出	0	5	0	0	0	3	0	0	0	0	0	0	12	0	4	0	0	0
五、利润总额	32	46	24	57	26	57	26	59	25	64	30	69	137	80	163	85	174	99
减:所得税	1	-1	1	1	0	-1	1	2	0	0	5	11	1	2	1	3	3	16
六、净利润	31	47	23	55	25	57	25	57	24	64	25	58	136	78	161	82	171	83
减:少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
七、归属母公司所有者净利润	31	47	23	55	25	57	25	57	24	64	25	58	136	78	161	82	170	83
EPS	0.08	0.12	0.06	0.14	0.06	0.14	0.06	0.14	0.06	0.16	0.06	0.14	0.33	0.19	0.40	0.20	0.42	0.21
收入增长率					26%	2%	22%	14%	5%	9%	-1%	59%		20%	14%	16%	12%	38%
毛利率	84.0%	83.1%	79.0%	86.5%	62.3%	83.4%	72.7%	80.0%	63.9%	75.3%	81.9%	52.6%	82.9%	84.0%	79.3%	77.5%	74.0%	59.8%
营业利润率	36.3%	26.6%	33.8%	39.2%	21.4%	31.6%	31.2%	38.0%	16.9%	28.7%	37.0%	28.7%	32.3%	37.4%	31.9%	35.6%	29.4%	30.7%
净利率	40.4%	27.5%	35.8%	41.7%	26.0%	32.7%	32.0%	37.8%	23.8%	33.4%	32.4%	24.2%	32.9%	39.8%	34.3%	35.9%	32.6%	26.3%
营业费率	37.6%	48.4%	34.2%	39.3%	36.8%	42.8%	28.9%	35.4%	34.3%	39.2%	29.2%	18.4%	43.0%	37.6%	39.4%	33.2%	35.6%	21.1%
管理费率	8.4%	8.4%	9.5%	6.4%	6.9%	10.1%	11.5%	7.0%	12.1%	9.3%	14.4%	6.3%	8.2%	7.4%	8.3%	8.5%	9.5%	8.3%
实际税率	2%	-3%	2%	2%	2%	-1%	3%	3%	2%	0%	16%	16%	1%	2%	1%	3%	2%	16%
净利润增长率					-19%	21%	9%	3%	-4%	12%	0%	2%		36%	18%	5%	6%	2%

资料来源:公司公告,招商证券研发中心

图 1: 奇正藏药历史 PE Band



资料来源:招商证券研发中心、港澳资讯

图 2: 奇正藏药历史 PB Band



资料来源:招商证券研发中心、港澳资讯

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1178	1167	1275	1437	1625
现金	827	761	546	434	330
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	253	250	353	448	536
应收款项	7	10	16	21	27
其它应收款	18	25	39	52	67
存货	51	81	214	321	443
其他	21	41	107	161	222
非流动资产	120	153	176	193	209
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	62	80	95	104	112
无形资产	24	23	21	19	17
其他	34	49	59	69	79
资产总计	1297	1320	1451	1629	1833
流动负债	141	102	132	159	190
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	6	6	18	27	37
预收账款	50	15	36	54	74
其他	85	81	79	79	79
长期负债	12	8	10	10	10
长期借款	0	0	0	0	0
其他	12	8	10	10	10
负债合计	153	111	142	169	200
股本	406	406	406	406	406
资本公积金	411	411	411	411	411
留存收益	326	371	470	621	794
少数股东权益	2	22	22	22	22
母公司所有者权益	1143	1188	1287	1438	1611
负债及权益合计	1297	1320	1451	1629	1833

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	176	97	(98)	(26)	(8)
净利润			193	216	248
折旧摊销			12	13	14
财务费用			(10)	(9)	(8)
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(293)	(247)	(262)
其它			0	0	0
投资活动现金流	(16)	(57)	(35)	(30)	(30)
资本支出			(35)	(30)	(30)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	453	(106)	(82)	(56)	(66)
借款变动			0	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(94)	(65)	(74)
其他			12	9	8
现金净增加额	612	(66)	(215)	(112)	(104)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	469	524	785	1041	1340
营业成本	97	136	356	536	739
营业税金及附加	8	7	12	16	20
营业费用	185	186	173	187	201
管理费用	39	50	79	114	161
财务费用	(10)	(10)	(10)	(9)	(8)
资产减值损失	0	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	150	154	176	197	227
营业外收入	16	20	22	25	27
营业外支出	4	0	1	1	1
利润总额	163	174	197	221	253
所得税	1	3	4	4	5
净利润	161	171	193	216	248
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	161	170	193	216	248
EPS (元)	0.40	0.42	0.48	0.53	0.61

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	14%	12%	50%	33%	29%
营业利润	12%	3%	14%	12%	15%
净利润	18%	6%	13%	12%	15%
获利能力					
毛利率	79.3%	74.0%	54.6%	48.5%	44.8%
净利率	34.3%	32.6%	24.6%	20.7%	18.5%
ROE	14.1%	14.4%	15.0%	15.0%	15.4%
ROIC	12.1%	11.7%	12.4%	12.6%	13.1%
偿债能力					
资产负债率	11.8%	8.4%	9.8%	10.4%	10.9%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	8.4	11.4	9.6	9.0	8.6
速动比率	8.0	10.6	8.0	7.0	6.2
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7
存货周转率	2.4	2.1	2.4	2.0	1.9
应收帐款周转率	59.7	60.2	61.1	57.6	56.8
应付帐款周转率	20.3	21.6	29.4	24.0	23.2
每股资料(元)					
每股收益	0.40	0.42	0.48	0.53	0.61
每股经营现金	0.43	0.24	-0.24	-0.06	-0.02
每股净资产	2.82	2.93	3.17	3.54	3.97
每股股利	0.32	0.15	0.14	0.16	0.18
估值比率					
PE	48.4	45.7	40.4	36.0	31.4
PB	6.8	6.6	6.0	5.4	4.8
EV/EBITDA	25.3	24.7	21.0	18.6	16.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

李珊珊 CPA，厦门大学工商管理硕士，全国工商联医药业商会医药工业委员会副秘书长，中国成长型医药企业发展论坛副秘书长，5年证券从业经验，注册会计师（CPA）。2010年加入招商证券，目前为招商证券医药行业首席分析师。

徐列海，中山大学金融学硕士，生物技术、会计双学士，2009年加入招商证券，任医药行业分析师。

廖星昊 CIIA，上海财经大学金融数学与金融工程硕士，武汉大学生命科学与技术基地班学士，1年股权投资经验，注册国际投资分析师（CIIA）。2010年加入招商证券，任医药行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。