

千金药业 (600479)

看好千金片恢复性增长和基层市场放量

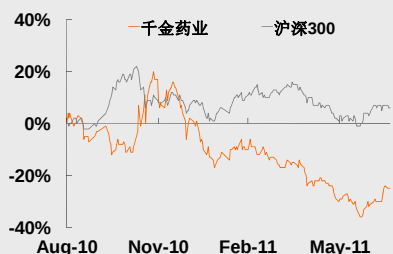
推荐 (首次)

现价: 13.19 元

主要数据

行业	医药生物
公司网址	www.qian-jin.com
大股东/持股	株洲市国资投资/19.36%
实际控制人/持股	株洲市国资委/19.36%
总股本(百万股)	305
流通 A 股(百万股)	305
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	43.22
流通 A 股市值(亿元)	43.22
每股净资产(元)	2.86
资产负债率(%)	24.7

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

凌军
S1060511010016
0755-22624694
lingjun004@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 预计 2011 年二季度千金片收入增长超过 20%

虽然 2011 年中报公司利润仍然下滑，但从单季度的情况来看，千金片 2011Q2 收入已呈现 20% 的增长。我们猜测公司核心产品千金片一季度收入约下滑 15%，主要是渠道控货所致。

■ 2011 年有望实现 09 年千金片收入水平

由于产品提价，2010 年千金片渠道混乱情况加剧，导致全年千金片在提价基础上收入下滑超过 20%。经过接近半年的渠道清理，目前公司情况已经好转。结合调研，我们预计 2011 年妇科片的收入将略超 09 年水平（约 3.4 亿元）。

■ 预计 2011 年千金胶囊增速 13-15%，益母片增长约 20%

公司的二线品种主要为千金胶囊、益母片。其中，千金胶囊为公司在千金片基础上推出的新药。2010 年千金胶囊收入约为 1.8 亿元，预计 2011 年增长 13-15%。不过由于千金胶囊是处方药，医院销售渠道费用较高，因此千金胶囊目前的净利率水平低于千金片，因此也不是公司首推品种；而补血益母片 2010 年收入约为 3000 万，预计保持 20% 的增长水平。

■ 营销改革方案符合基层利益链特征，千金片有望放量

千金妇科片是国家 307 基药目录中妇科祛湿消炎类的独家品种，如果营销模式得当，在基层放量确是可以期待的事情。公司营销改革内容主要为：1、渠道清理；2、解决激励和竞争机制；3、渠道下沉。综合评估后，我们认为方案符合基层药物利益链特征，有利于千金片的基层持续放量。

■ 看好千金片恢复性增长和基层市场放量，给予“推荐”评级

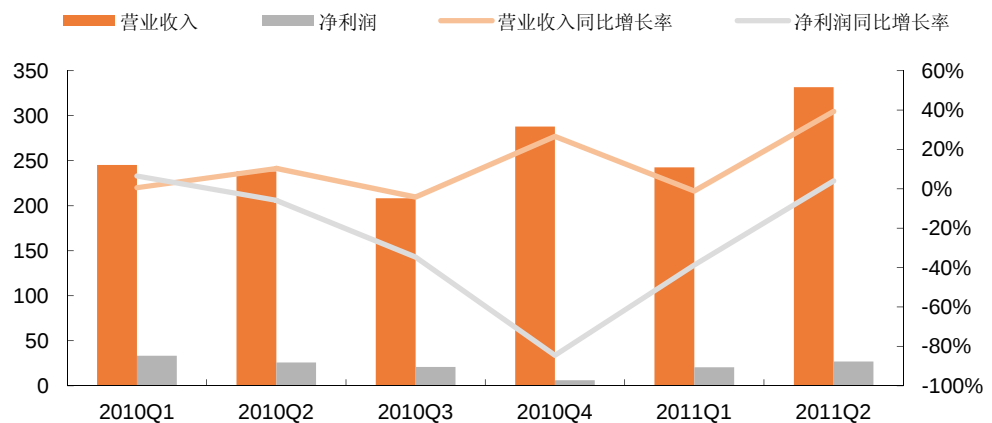
我们预计公司 2011-13 年每股收益分别为 0.38、0.49 和 0.62 元，对应当前股价 PE 分别为 34.3、27.1 和 21.1 倍。我们看好千金片的恢复性增长和基层市场放量。乐观预期下，我们认为 2011 年每股收益有望实现 0.42 元，对应当前股价 PE 为 31.4 倍，给予“推荐”评级。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	904	979	1,081	1,201	1,334
YoY(%)	12.8	8.3	10.4	11.1	11.1
净利润(百万元)	131	86	117	149	190
YoY(%)	0.8	-34.0	35.6	26.9	27.9
毛利率(%)	60.1	56.3	59.8	61.5	64.0
净利率(%)	14.5	8.8	10.8	12.4	14.2
ROE(%)	14.2	9.6	12.4	13.6	14.9
EPS(摊薄/元)	0.43	0.28	0.38	0.49	0.62
P/E(倍)	30.7	46.5	34.3	27.1	21.1
P/B(倍)	4.4	4.5	4.3	3.7	3.1

一、千金片——预计收入略超 09 年水平

虽然 2011 年中报公司利润仍然下滑,但从单季度的情况来看,千金妇科片 2011Q2 收入已呈现 20% 以上的增长。我们猜测公司核心产品千金片一季度收入约下滑 15%, 主要是渠道控货所致。

图表1 季度业绩表 (单位: 百万元)



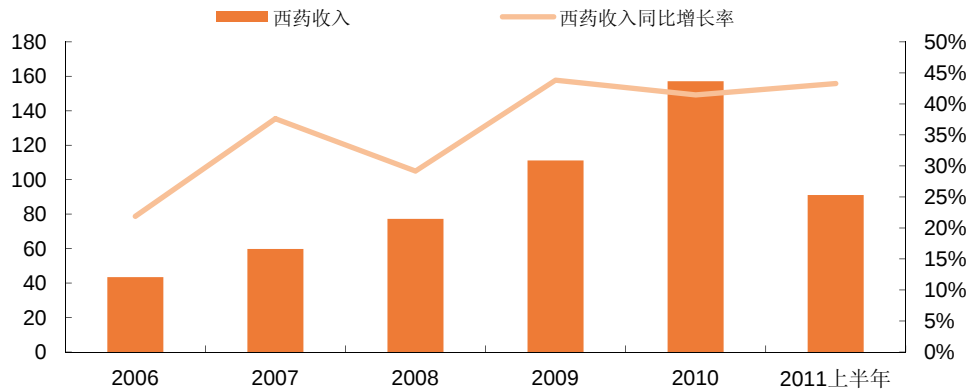
资料来源: wind、平安证券研究所

由于产品提价,2010 年千金片渠道混乱情况加剧,导致全年千金片在提价基础上收入下滑超过 20%。经过接近半年的渠道清理,目前公司情况已经好转。结合调研,我们预计 2011 年妇科片的收入将略超 09 年水平 (3.4 亿元)。

二、千金胶囊等品种保持稳定增长, 化学药增长超 50%

公司的二线品种主要为千金胶囊、益母片。其中,千金胶囊为公司在千金片基础上推出的新药。2010 年千金胶囊收入约为 1.8 亿元,预计 2011 年增长 13-15%。不过由于千金胶囊是处方药,医院销售渠道费用较高,因此千金胶囊目前的净利率水平低于千金片,因此也不是公司首推品种;而补血益母片 2010 年收入约为 3000 万,预计保持 20% 的增长水平。

图表2 西药收入增长图（单位：百万元）



资料来源：wind、平安证券研究所

另外，值得一提的是公司西药保持高速增长，2011 上半年收入增长 43%。虽然由于公司西药由于是普药的原因，利润贡献仅约 2000 万左右。但其重要的意义在于，公司现任总经理王总正是从西药子公司——湘江制药厂出身。目前公司的基层营销改革较大程度是借鉴西药基层销售的模式和经验。

三、营销改革初现成效——符合基药销售模式

千金妇科片是国家 307 基药目录中妇科祛湿消炎类的独家品种，如果营销模式得当，在基层放量确是可以期待的事情。我们初步了解，公司的营销改革主要有以下内容：

- 渠道清理。妇科片曾经一度因为提价（2010 年初，出厂价上调 1 元）原因，导致产品渠道混乱，串货、零售价不统一等现象严重。目前，经过 2010 年下半年的清理、2011 上半年的控货，目前千金妇科片已经做到定向、定价。
- 解决激励和竞争机制。在 2011 年以前，公司销售人员业绩和提成之间没有形成明确的激励制度。同时，区域经理、省级经理的选拔也无明确业绩规章。在新任总经理王总的推动下，目前激励和竞争机制得以完善。
- 渠道下沉。在 2011 年以前，公司销售人员主要覆盖渠道为连锁药店。自今年以来，公司已经将 50%以上的销售人员配置到基层市场。

综合评估之后，我们认为公司营销改革符合基药销售利益链特征，将有利于千金片在基层市场的持续放量。

四、看好千金片恢复性增长和基层市场放量

我们预计公司 2011-13 年每股收益分别为 0.38、0.49 和 0.62 元，对应当前股价 PE 分别为 34.3、27.1 和 21.1 倍。我们看好千金片的恢复性增长和基层市场放量。乐观预期下，我们认为 2011 年每股收益有望实现 0.42 元，给予“推荐”评级。

图表3 相对估值表（单位：元）

	每股收益/EPS				市盈率/PE			
	2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E
马应龙	0.37	0.60	0.76	0.95	51.43	31.82	24.97	20.05
华润三九	0.83	0.94	1.16	1.41	30.65	21.92	17.73	14.60
云南白药	1.33	1.76	2.29	2.93	45.28	34.76	26.76	20.92
康缘药业	0.43	0.58	0.73	0.93	42.96	29.64	23.31	18.34
平均	0.74	0.97	1.24	1.56	42.58	29.54	23.19	18.48
千金药业	0.28	0.38	0.49	0.62	46.50	34.30	27.10	21.10

资料来源：平安证券研究所

图表4 公司业务收入预测（单位:百万元）

中药生产	470.36	539.39	495.59	574.88	689.86	793.34
YOY		14.68%	-8.12%	16.00%	20.00%	15.00%
西药生产	77.26	111.12	157.18	220.05	286.07	371.89
YOY		43.83%	41.45%	40.00%	30.00%	30.00%
药品批发	63.61	49.05	229.16	231.45	233.77	236.1
YOY		-22.89%	367.20%	1.00%	1.00%	1.00%
药品零售	169.62	186.49	203.66	224.03	246.43	271.07
YOY		9.95%	9.21%	10.00%	10.00%	10.00%
其他	40.71	44.33	45.45	49.77	54.61	60.04
YOY		8.89%	2.53%	10.00%	10.00%	10.00%
减：分部间抵消 2	-26.45	-34.88	-161.79	-210.33	-273.43	-355.45
营业收入合计	801.43	904.27	979.44	1,089.86	1,237.31	1,376.99
YOY		12.83%	8.31%	11.27%	13.53%	11.29%

资料来源：公司资料、平安证券研究所

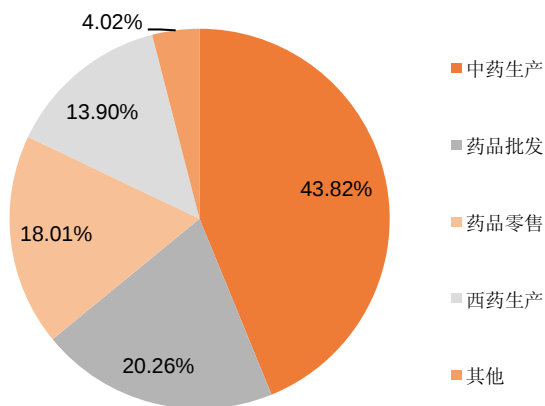
五、核心信息附录

5.1 公司业务概要

2010 年，公司实现营业收入 97944.38 万元，同比增长 8.31%；利润总额 10953.77 万元，同比减少 29.8%；归属于上市公司股东的净利润 8638.28 万元，同比减少 34.03%。业绩下滑主要由于出厂价上调后的渠道混乱引起。

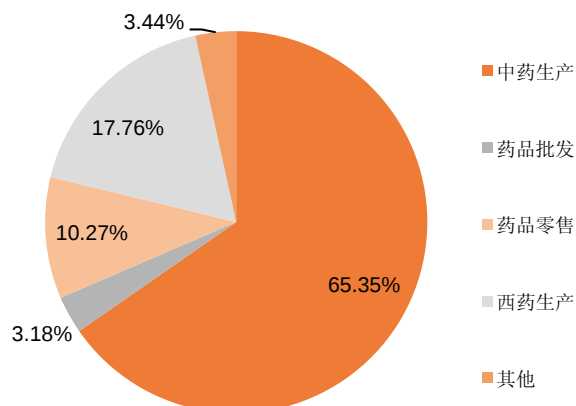
公司核心业务为中药生产，主要为千金妇科片、千金胶囊和补血益母片。2010 年中药合计毛利占比达到 65.35%。

图表5 2010年分行业收入占比



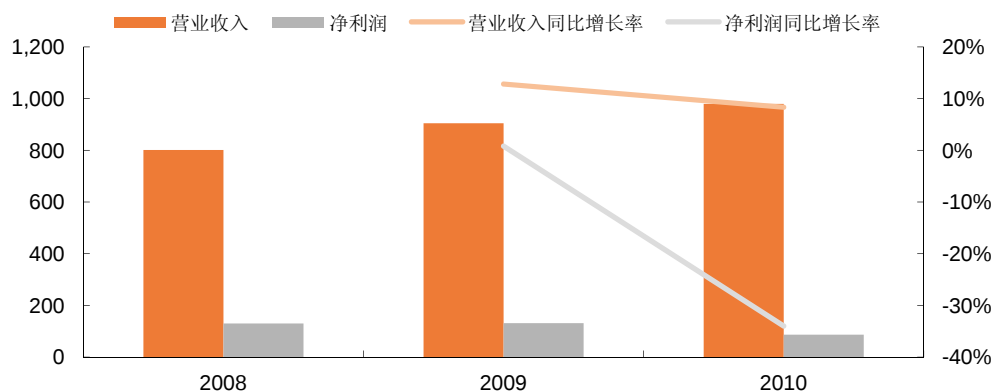
资料来源：平安证券研究所

图表6 2010年分行业毛利占比



资料来源：平安证券研究所

图表7 2008-2010年公司营业收入和净利润增长情况（单位：百万元）

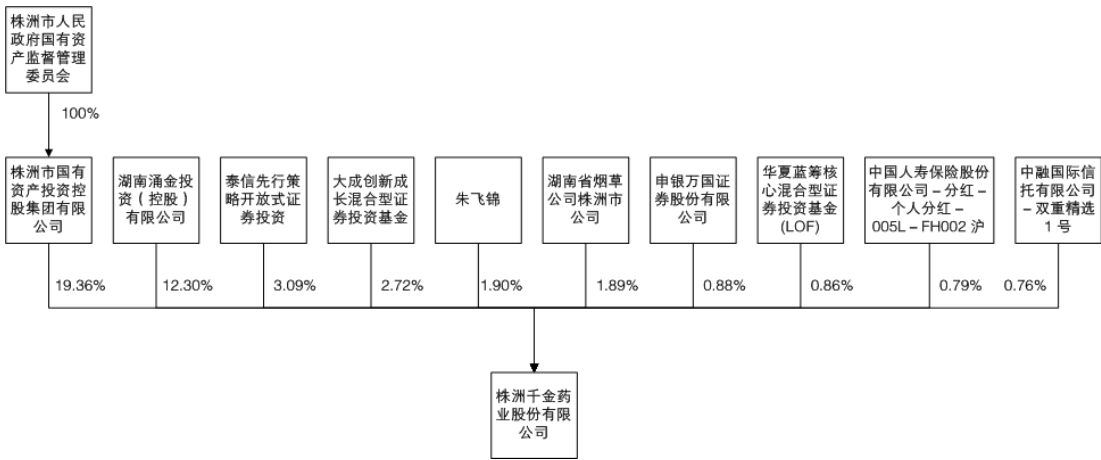


资料来源：平安证券研究所

5.2 股权结构

公司控股股东为株洲市国有资产投资控股集团有限公司，持有本公司股份 59,010,780 股，约占总股本 19.36%。公司实际控制人为株洲市人民政府国有资产监督管理委员会。

图表8 公司股权结构



资料来源：平安证券研究所

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	
流动资产	757	833	1035	1304	
现金	275	253	448	659	
应收账款	31	35	38	43	
其他应收款	13	13	15	16	
预付账款	30	35	35	37	
存货	127	124	134	138	
其他流动资产	281	374	365	411	
非流动资产	372	329	286	242	
长期投资	20	20	20	20	
固定资产	273	243	208	172	
无形资产	46	45	43	42	
其他非流动资产	32	22	14	8	
资产总计	1128	1162	1321	1546	
流动负债	162	152	138	152	
短期借款	0	9	0	0	
应付账款	81	94	93	100	
其他流动负债	82	49	44	52	
非流动负债	26	15	20	18	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	26	15	20	18	
负债合计	189	166	158	170	
少数股东权益	38	54	73	98	
股本	305	305	305	305	
资本公积	153	153	153	153	
留存收益	444	484	633	823	
归属母公司股东权益	902	942	1090	1279	
负债和股东权益	1128	1162	1321	1546	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	
经营活动现金流	39	160	134	203	
净利润	98	132	168	215	
折旧摊销	40	43	43	44	
财务费用	-1	-5	-8	-12	
投资损失	-26	-21	-23	-22	
营运资金变动	-81	23	-51	-17	
其他经营现金流	9	-12	5	-4	
投资活动现金流	273	-70	62	-4	
资本支出	58	0	0	0	
长期投资	311	0	0	0	
其他投资现金流	643	-70	62	-4	
筹资活动现金流	-216	-62	-1	12	
短期借款	-131	9	-9	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	87	0	0	0	
资本公积增加	-87	0	0	0	
其他筹资现金流	-85	-71	8	12	
现金净增加额	96	29	195	212	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	
营业收入	904	979	1081	1201	
营业成本	361	428	435	463	
营业税金及附加	12	12	13	15	
营业费用	321	380	422	468	
管理费用	71	82	91	101	
财务费用	-1	-1	-5	-8	
资产减值损失	0	2	1	1	
公允价值变动收益	0	-1	-1	-1	
投资净收益	15	26	21	23	
营业利润	155	102	145	183	
营业外收入	2	9	6	8	
营业外支出	2	1	1	1	
利润总额	156	110	150	189	
所得税	19	12	17	21	
净利润	137	98	132	168	
少数股东损益	6	11	15	19	
归属母公司净利润	131	86	117	149	
EBITDA	182	141	183	219	
EPS (元)	0.43	0.28	0.38	0.49	

主要财务比率					
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	
成长能力					
营业收入	8.3%	10.4%	11.1%	11.1%	
营业利润	-34.6%	43.2%	25.9%	29.6%	
归属于母公司净利润	-34.0%	35.6%	26.9%	27.9%	
获利能力					
毛利率(%)	56.3%	59.8%	61.5%	64.0%	
净利率(%)	23.0%	8.8%	10.8%	12.4%	
ROE(%)	9.6%	12.4%	13.6%	14.9%	
ROIC(%)	9.2%	11.8%	13.2%	13.5%	
偿债能力					
资产负债率(%)	16.7%	14.3%	12.0%	11.0%	
净负债比率(%)	0.00%	5.45%	0.00%	0.00%	
流动比率	4.66	5.48	7.51	8.58	
速动比率	3.88	4.67	6.54	7.67	
营运能力					
总资产周转率	0.82	0.94	0.97	0.93	
应收账款周转率	32	33	33	33	
应付账款周转率	5.09	4.99	4.95	4.96	
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.38	0.49	0.62	
每股经营现金流(最新摊薄)	0.13	0.52	0.44	0.67	
每股净资产(最新摊薄)	2.96	3.09	3.57	4.20	
估值比率					
P/E	46.55	34.34	27.05	21.15	
P/B	4.46	4.27	3.69	3.14	
EV/EBITDA	26	20	17	14	

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257