

中药 II

同仁堂 (600085. SH) / 14.39 元

老字号稳步增长，长期看好

事项

公司前三季度实现营收 37.30 亿元，同增 26.48%，归母净利润 3.45 亿元，同增 25.49%，对应 EPS0.27 元；三季度单季度实现营收 12.10 亿元，同增 30.76%，归母净利润 8642 万元，同增 19.57%，对应 EPS0.07 元。符合我们之前预期。

主要观点

1、公司三季度保持稳定增长，长期看好：公司主营产品营业收入和归母净利润增速均达到 25% 以上，符合我们之前预期，我们认为公司产品销售以 OTC 渠道为主，占比达 90% 以上，报告期内药品招投标、基药政策等降价因素均着手于医院渠道，对公司产品影响较小。公司一线产品多为耳熟能详的传统名方，具有较好的市场基础，预计 11-13 年增速保持在 10% 以上，同时公司着力培育二线产品，11 年上半年增速达 40%，我们预计未来三年公司制药工业增速可达 20% 以上。

2、安宫牛黄丸等自定价产品凸现优势：公司产品中安宫牛黄丸、牛黄清心丸的一个品规、国公酒等为自定价产品，其中安宫牛黄丸是传统名药，以天然牛黄、天然麝香入药，在脑血管急症中有转日回天之功效，我们认为由于目前产品线丰富、二线产品市场培育工作顺利等因素，自定价产品尚未发挥优势，但随着原材料价格浮动，公司自定价产品市场潜力突显，为公司未来快速发展提供保障。

3、同仁堂阿胶产能扩增 13 年完成：集团在唐山设立新厂生产阿胶产品，包括水胶（补血）和药胶（气血双补），乐观估计 12 年投产，13 年可达到最大产能。达产后由同仁堂国药负责生产经营阿胶产品，同仁堂股份参股 46.91%。扩产后阿胶产能为 2000 万块，每块以 31.25g 计，共约 625 吨，目前每 500g 市场零售价为 570 元，我们预计达产后将贡献净利润 2 亿元以上，按照参股比例，A 股同仁堂股份可获利 1 亿元以上，增厚 EPS 约 0.08 元。目前阿胶市场经过多家企业长期经营，消费群体已经形成一定规模，同仁堂阿胶凭借其传统工艺和百年老店的品牌优势，目前同仁堂阿胶受到产能限制市场规模在 8000 万左右，待 13 年新厂达产将大幅贡献公司业绩。

4、管理层奖励政策即将兑现：报告期内公司推出管理层奖励政策，暂定试行三年，奖励政策触发条件为营业收入增速达到 15%，11 年触发条件基本可以达成，奖励政策兑现在即，利于公司更好更快发展。

5、投资建议：推荐（维持）。我们预计 11-13 年公司 EPS 为 0.35 元、0.45 元、0.58 元，目前股价对应 PE 为 42X、32X、25X。公司拥有 342 年悠久历史，百年老店品牌优势明显，深耕中成药市场，产品线丰富，维持推荐评级。

风险提示

（1）公司销售终端的销售能力可能不达预期；（2）成本控制不达预期。

证券分析师：廖万国

执业编号：S0360210100002

Tel：0755-82027735

Email：liaowanguo@hczq.com

联系人：平晓川

Tel：010-66500867

Email：Pingxiaochuan@hczq.com

投资评级

投资评级：推荐
评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	130207
流通 A 股/B 股(万股)	130207/0
资产负债率(%)	29.44
每股净资产(元)	6.40
市盈率(倍)	72.38
市净率(倍)	2.25
12 个月内最高/最低价	41.92/13.0

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《老字号新起点，积聚上升动力》

2011-07-05

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4410	4863	5758	6790
现金	1790	2514	3367	4336
应收账款	288	306	298	297
其它应收款	48	24	28	33
预付账款	61	39	43	48
存货	2048	1883	1917	1950
其他	175	97	106	126
非流动资产	1079	978	891	798
长期投资	60	54	56	57
固定资产	883	792	701	611
无形资产	97	97	94	91
其他	39	35	40	39
资产总计	5489	5841	6649	7588
流动负债	1214	1149	1291	1437
短期借款	173	173	173	173
应付账款	563	518	526	536
其他	478	458	592	728
非流动负债	54	39	43	45
长期借款	0	0	0	0
其他	54	39	43	45
负债合计	1268	1189	1334	1482
少数股东权益	964	1128	1344	1623
股本	521	1302	1302	1302
资本公积金	791	270	270	270
留存收益	1970	1977	2424	2935
归属母公司股东权益	3257	3525	3972	4483
负债和股东权益	5489	5841	6649	7588

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	492	892	985	1207
净利润	471	614	805	1038
折旧摊销	99	96	97	97
财务费用	-7	-6	-7	-8
投资损失	-7	-7	-7	-7
营运资金变动	-136	184	95	92
其它	72	10	2	-5
投资活动现金流	-157	7	2	3
资本支出	92	0	0	0
长期投资	-18	-6	2	1
其他	-83	2	4	4
筹资活动现金流	-167	-175	-134	-241
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	781	0	0
资本公积增加	-13	-521	0	0
其他	-154	-436	-134	-241
现金净增加额	167	724	853	970

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3824	4884	5990	7247
营业成本	2088	2686	3294	3986
营业税金及附加	47	56	65	74
营业费用	765	1026	1198	1377
管理费用	310	366	449	544
财务费用	-7	-6	-7	-8
资产减值损失	76	43	48	55
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	7	7	7	7
营业利润	553	720	949	1227
营业外收入	13	11	11	10
营业外支出	4	3	2	2
利润总额	562	729	957	1235
所得税	91	115	152	197
净利润	471	614	805	1038
少数股东损益	128	164	216	279
归属母公司净利润	343	450	589	759
EBITDA	645	811	1039	1316
EPS（元）	0.66	0.35	0.45	0.58

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	16.3%	27.7%	22.6%	21.0%
营业利润	20.5%	30.3%	31.7%	29.3%
归属母公司净利润	19.2%	31.1%	31.0%	28.8%
获利能力				
毛利率	45.4%	45.0%	45.0%	45.0%
净利率	9.0%	9.2%	9.8%	10.5%
ROE	10.5%	12.8%	14.8%	16.9%
ROIC	17.7%	26.2%	37.7%	53.2%
偿债能力				
资产负债率	23.1%	20.3%	20.1%	19.5%
净负债比率	13.64%	14.56%	12.97%	11.67%
流动比率	3.63	4.23	4.46	4.72
速动比率	1.95	2.58	2.96	3.36
营运能力				
总资产周转率	0.73	0.86	0.96	1.02
应收帐款周转率	13	16	20	24
应付帐款周转率	3.93	4.97	6.31	7.50
每股指标(元)				
每股收益	0.26	0.35	0.45	0.58
每股经营现金	0.38	0.68	0.76	0.93
每股净资产	2.50	2.71	3.05	3.44
估值比率				
P/E	21.84	41.64	31.80	24.69
P/B	2.30	5.32	4.72	4.18
EV/EBITDA	28	22	17	14

医药组分析师廖万国介绍

解放军军事医学科学院医学硕士和上海中欧国际工商管理学院工商管理硕士/从业 4 年。1990 年起先后从事基础医学研究和药品营销管理，任产品经理、销售经理和营销总监。2008 年进入平安证券综合研究所任医药行业研究员，2009 年底进入华创证券研究所任高级医药行业研究员和首席医药行业研究员、医药组组长。

华创证券机构销售通讯录

地区	职务	姓名	电话	邮箱
北京	销售总监	杨晓昊	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	销售总监助理	申林英	010-66500810	shenlinying@hczq.com
	销售经理	刘小玄	010-66500807	liuxuan@hczq.com
	销售经理	石翌飞	010-66500811	shizhaofei@hczq.com
	销售经理	胡晓琼	010-66500806	huxq@hczq.com
	销售助理	赵翌帆	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
广深	销售总监	李 涛	0755-82027736	litao@hczq.com
	销售经理	张 娟	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	销售经理	孔令瑶	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	销售助理	汪丽燕	0755-88283119	wangliyan@hczq.com
	销售助理	杨 茜	0755-82027566	yangxi@hczq.com
上海	销售总监	魏媛红	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	销售经理	王维昌	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	销售经理	李茵茵	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	销售助理	吴丽平	021-50581878	wuliping@hczq.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址:北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编:100033
传真:010-66500801

深圳分部

地址:深圳市福田区深南大道 7060 号
财富广场 B 座二楼
邮编:518040
传真:0755-82027731

上海分部

地址:上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编:200122
传真:021-50583558