

证券研究报告

医药生物

强烈推荐（上调）

证券分析师

凌军

S1060209110193

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。

片仔癀 (600436)

与华润优势互补，提升市值 10%

事项：

公司拟与华润医药集团有限公司签订《合资意向协议》，双方经友好协商，拟共同投资人民币 10 亿元设立一家中外合资公司，公司股权占比 49%。公司投入 8 个产品（茵胆平肝胶囊、护肝片、心舒宝片、金糖宁胶囊、复方片仔癀含片、复方片仔癀软膏、复方片仔癀痔疮软膏、片仔癀润喉糖）和资金；华润医药集团有限公司投入资金。

■ 提升市值现值约 9-13 亿元，增幅约 10%

片仔癀和华润医药的此次合作，是两者优势互补。片仔癀公司提供独家优质品种，华润利用其销售平台做大市场，类似于中恒与步长的合作。依据公告，华润承诺 10 年内净利润超人民币 2 亿元。按 8%贴现到当前，我们认为公司市值现值增加 9-13 亿元，增幅约 10%。

■ 8 品种介绍——不乏优势独家品种

在 8 个品种中，茵胆平肝胶囊、金糖宁胶囊、复方片仔癀含片、复方片仔癀软膏、复方片仔癀痔疮软膏均为独家品种，后三个是属于片仔癀的衍生药品。而最值得期待的是金糖宁胶囊。金糖宁胶囊是公司与中国医学科学院药物研究所共同研制的新中药制剂，是第一个天然提取的复合糖苷酶抑制剂，是唯一疗效和机理明确的天然降糖药物，故具有明显的市场及产品优势。

■ 攻守兼备型品种

首先在主流的消费人群中，片仔癀的品牌知名度与同仁堂可以媲美；其次从守的角度考虑，片仔癀公司最差也就是每年提价 10%，业绩稳定在 20-25% 的增长，考虑其品牌价值，估计下行空间有限；第三，2012 年是公司换届之年，在持续 VIP 直销造成的渠道缺货影响下，我们认为片仔癀具备了提高提价幅度和频率的基础；从长远角度看，放眼未来 10 年，可以期待片仔癀公司因股权或因激励调整，迎来价值释放大机会。

■ 上调至“强烈推荐”评级，目标价 100 元——2012 年 PE40 倍

我们预计 2011-2013 年实现每股收益分别为 1.79、2.42 和 3.11 元，对应 11 月 9 日收盘价，PE 分别为 41.6、30.9、24.0 倍。我们看好公司与华润优势互补带来的价值提升，上调评级为“强烈推荐”。

一、提升市值现值约 9-13 亿元，增幅约 10%。

片仔癀和华润医药的此次合作，是两者优势互补。片仔癀公司提供独家优质品种，华润利用其销售平台做大市场，类似于中恒与步长的合作。

华润医药集团有限公司承诺在三年内将合资公司发展成为年生产销售额 2 亿元的初具规模企业，其中以片仔癀投入合资公司的 8 个品种为主导产品，十年内将合资公司发展成为年生产销售额超人民币 20 亿元，净利润超人民币 2 亿元。由于假设 10 年后公司估值达到 40 倍预期相对乐观，按 8% 贴现到 10 年，我们认为公司现值市值增幅约 10%（目前公司市值 104 亿元）。

需要注意的是，考虑销售费用，目前这 8 个投资品种为亏损品种，未来 3 年的开发销售中，销售费用投入加大是必然的过程。

图表 1 市值现值提升预测表

	谨慎	中性	乐观
净利润（亿元）	2.00	2.00	2.00
PE 假设（倍）	20.00	30.00	40.00
预期市值（亿元）	19.60	29.40	39.20
市值现值（8% 贴现率贴现 10 年，亿元）	9.08	13.62	18.16

资料来源：公司资料、平安证券研究所

二、8 品种介绍——不乏优势品种

在 8 个品种中，茵胆平肝胶囊、金糖宁胶囊、复方片仔癀含片、复方片仔癀软膏、复方片仔癀痔疮软膏均为独家品种，后三个是属于片仔癀的衍生药品。而最值得期待的是金糖宁胶囊。

金糖宁胶囊是漳州片仔癀药业与中国医学科学院药物研究所共同研制的新中药制剂，目前国内降糖中成药市场上唯一一个作用机理明确，疗效显著的 II 型糖尿病用药。作为中药制剂，其作用机理与西药拜糖平一样，同为 α -葡萄糖苷酶抑制剂，同时又有相对西药毒副作用小，成本低等特点，故具有明显的市场及产品优势。

金糖宁胶囊是第一个天然提取的复合糖苷酶抑制剂，是唯一疗效和机理明确的天然降糖药物。含有的脱氧野尻霉素等有效成分不仅可以抑制糖苷酶，还具有选择性抑制双糖酶的优点，从而减少了糖尿病患者使用阿卡波糖类化学降糖药物时出现的胃肠道紊乱等副作用。金糖宁中更多的黄酮类有效成分能降低血脂，保护血管壁，减少糖尿病的并发症。

图表2 8品种介绍表

品种	成分	主治	备注
茵胆平肝胶囊	茵陈、龙胆、黄芩、猪胆粉、栀子、白芍(炒)、当归、甘草	急性黄疸型肝炎，以及慢性肝炎。	独家产品；中药保护品种
护肝片	柴胡、茵陈、板蓝根、五味子、猪胆粉、绿豆。	降低转氨酶，慢性肝炎及早期肝硬化等。	
心舒宝片	丹参、白芍、刺五加、郁金、山楂。	冠心病，气虚血瘀引起的胸闷，心绞痛，以及高血压、高血脂、动脉硬化等。	
金糖宁胶囊	蚕沙、甘草	2 型糖尿病属湿浊中阻兼血瘀证	纯中药制剂，与西药拜糖苹有相同的治疗机理
复方片仔癀含片	蟾蜍菊、肿节风、玄参、麦冬、甘草、片仔癀、薄荷脑。	风热上攻，肺胃热盛所致急、慢性咽喉炎。	
复方片仔癀软膏	片仔癀粉、季德胜蛇药片。	带状疱疹、单纯疱疹、脓疱疮、毛囊炎、痤疮	国家二级中药保护品种
复方片仔癀痔疮疮软膏	片仔癀、珍珠粉、琥珀、冰片	内、外痔，混合痔。	
片仔癀润喉糖	糖、葡萄糖浆、水、天然植物、天然香料、薄荷。		

资料来源：公司资料、平安证券研究所

三、攻守兼备型品种——投资片仔癀的四个核心逻辑

- 在主流的消费人群中，片仔癀的品牌知名度与同仁堂可以媲美。品牌的魅力可以将片仔癀公司看成未经开垦的茅台、阿胶或白药，享受一定估值溢价是可以接受的；
- 从守的角度，片仔癀公司最差也就是每年提价 10%，业绩稳定在 20-25%的增长。这就是最坏的情况，在第一点的品牌价值支撑下，股价的下行空间有限；
- 考虑到片仔癀公司明年的换届之年，以及持续 VIP 直销造成的渠道取货程度，片仔癀具备了提高提价幅度和频率的基础；
- 放眼未来 10 年，可以期待片仔癀公司因股权或因激励调整，迎来的价值释放大机会。

四、上调评级为“强烈推荐”，目标价 100 元——2012 年 PE40 倍

我们预计 2011–2013 年实现每股收益分别为 1.79、2.42 和 3.11 元，对应 11 月 9 日收盘价，PE 分别为 41.6、30.9、24.0 倍。我们看好公司与华润优势互补带来的价值提升，上调评级为“强烈推荐”。

图表3 盈利预测表

百万	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	694.75	867.31	1018.41	1194.97	1391.20
营业成本	430.40	533.08	569.74	621.05	676.23
营业税金及附加	5.47	8.20	9.63	11.30	13.15
销售费用	51.03	59.50	82.49	101.57	118.25
销售费用率	7.34%	6.86%	8.10%	8.50%	8.50%
管理费用	54.79	64.46	75.69	88.81	103.40
管理费用率	7.89%	7.43%	7.43%	7.43%	7.43%
财务费用	6.10	6.33	3.75	-2.69	-12.31
利润总额	153.19	232.32	298.51	403.91	517.67
所得税	22.94	37.62	46.52	64.17	81.46
所得税率	14.97%	16.19%	15.58%	15.89%	15.74%
净利润	130.25	194.70	251.99	339.74	436.21
少数股东损益	0.59	0.57	0.73	0.99	1.27
归属于母公司所有者的净利润	129.66	194.13	251.26	338.75	434.95
每股收益(摊薄，元)	0.93	1.39	1.79	2.42	3.11
同比(%)	-8%	50%	29%	35%	28%
PE			41.6	30.9	24.0

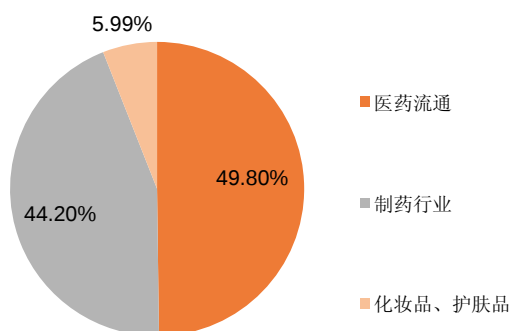
资料来源：公司资料、平安证券研究所

五、核心信息附录

5.1 公司业务概要

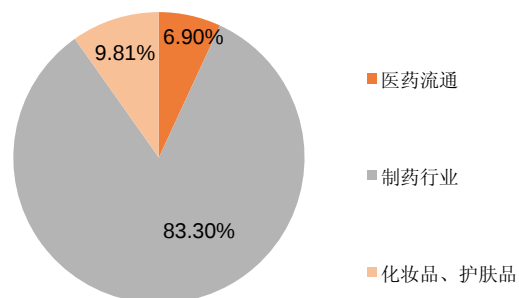
2010 年公司实现营业收入 8.67 亿元，比上年增长 24.84%。归属于母公司股东的净利润 1.94 亿元，比上年增长 49.72%。

图表4 2010年分行业收入占比



资料来源：平安证券研究所

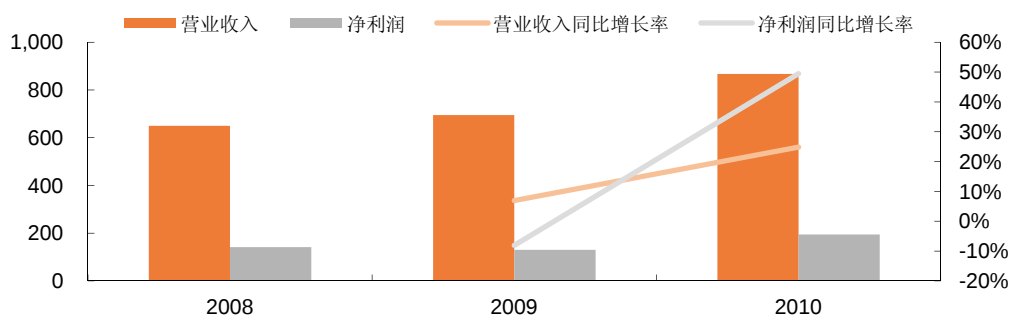
图表5 2010年分行业毛利占比



资料来源：平安证券研究所

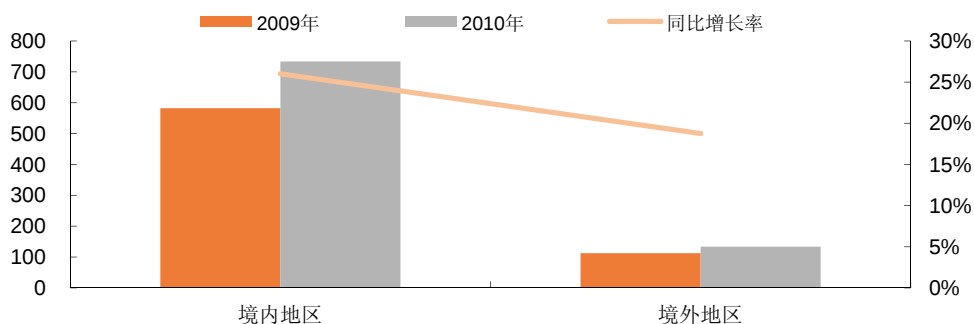
2008 年度、2009 年度和 2010 年度，公司营业收入分别为 649,74.35 万元、694,74.98 万元和 867,31.46 万元，2009 年度和 2010 年度营业收入较上年度分别同比增长 6.93%和 24.84%。

图表6 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

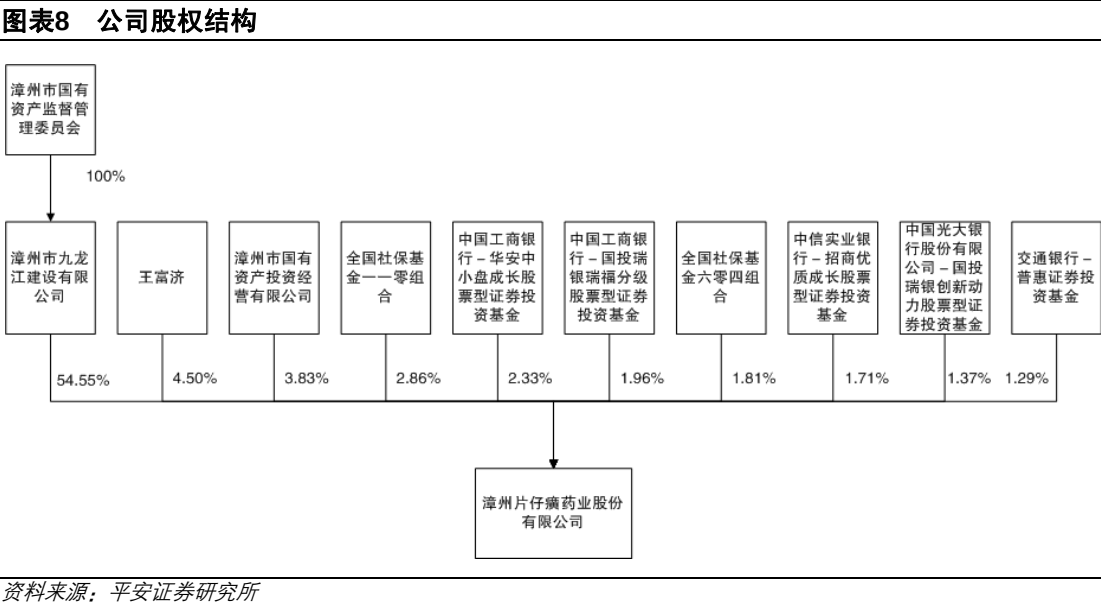
图表7 2009-2010年主营业务分地区情况（单位：百万元）



资料来源：平安证券研究所

5.2 股权结构

漳州九龙江建设有限公司成为本公司控股股东,持有本公司股份 7,636.80 万股,约占总股本 54.55%。
公司实际控制人为漳州市国有资产监督管理委员会。



资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
流动资产	752	722	886	1192	营业收入	695	867	1018	1195
现金	240	228	268	545	营业成本	430	533	570	621
应收账款	121	121	160	178	营业税金及附加	5	8	10	11
其他应收款	13	3	12	9	营业费用	51	60	82	102
预付账款	35	24	36	33	管理费用	55	64	76	89
存货	333	336	400	414	财务费用	6	6	4	-3
其他流动资产	9	10	11	13	资产减值损失	0	-30	-15	-22
非流动资产	532	725	707	690	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	177	51	51	51	投资净收益	6	6	6	6
固定资产	183	158	155	145	营业利润	153	231	298	403
无形资产	41	52	50	48	营业外收入	2	3	2	2
其他非流动资产	132	463	451	446	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1285	1447	1593	1881	利润总额	153	232	299	404
流动负债	352	249	253	192	所得税	23	38	47	64
短期借款	213	88	83	0	净利润	130	195	252	340
应付账款	62	87	88	99	少数股东损益	1	1	1	1
其他流动负债	77	75	82	93	归属母公司净利润	130	194	251	339
非流动负债	75	114	101	110	EBITDA	175	255	318	418
长期借款	20	30	30	30	EPS (元)	0.93	1.39	1.79	2.42
其他非流动负债	55	84	71	80					
负债合计	427	363	354	302	主要财务比率				
少数股东权益	33	34	35	36	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
股本	140	140	140	140	成长能力				
资本公积	367	467	467	467	营业收入	6.9%	24.8%	17.4%	17.3%
留存收益	320	445	598	937	营业利润	-9.2%	51.4%	28.8%	35.4%
归属母公司股东权	825	1050	1205	1543	归属于母公司净利润	-8.0%	49.7%	29.4%	34.8%
负债和股东权益	1285	1447	1593	1881	获利能力				
					毛利率(%)	38.0%	38.5%	44.1%	48.0%
					净利率(%)	18.7%	22.4%	24.7%	28.3%
					ROE(%)	15.7%	18.5%	20.9%	21.9%
					ROIC(%)	12.6%	16.9%	19.1%	21.2%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	33.3%	25.1%	22.2%	16.0%
					净负债比率(%)	54.43%	32.38%	31.83%	9.94%
					流动比率	2.14	2.90	3.51	6.22
					速动比率	1.19	1.55	1.93	4.06
					营运能力				
					总资产周转率	0.59	0.64	0.67	0.69
					应收账款周转率	6	7	7	7
					应付账款周转率	6.53	7.14	6.52	6.67
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.93	1.39	1.79	2.42
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.93	1.47	1.01	2.51
					每股净资产(最新摊薄)	5.89	7.50	8.60	11.02
					估值比率				
					P/E	74.78	49.95	38.59	28.62
					P/B	11.76	9.24	8.05	6.28
					EV/EBITDA	52	36	29	22

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
经营活动现金流	130	205	142	351
净利润	130	195	252	340
折旧摊销	16	18	17	18
财务费用	6	6	4	-3
投资损失	-6	-6	-6	-6
营运资金变动	-19	21	-112	-5
其他经营现金流	2	-29	-14	7
投资活动现金流	-33	-25	3	7
资本支出	30	39	0	0
长期投资	-5	13	0	0
其他投资现金流	-8	27	3	7
筹资活动现金流	-20	-192	-105	-80
短期借款	43	-125	-5	-83
长期借款	20	10	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	45	100	0	0
其他筹资现金流	-127	-177	-100	3
现金净增加额	77	-12	40	278

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）

公司声明及风险提示：

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