

审慎推荐-A (维持)

片仔癀 600436.SH

目标估值: NA

当前股价: 76.80 元

2011年11月10日

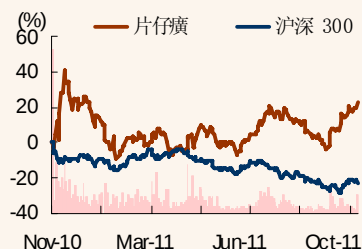
与华润成立合资公司，利好长期发展

基础数据

上证综指	2480
总股本(万股)	14000
已上市流通股(万股)	14000
总市值(亿元)	108
流通市值(亿元)	108
每股净资产(MRQ)	8.0
ROE(TTM)	21.5
资产负债率	25.5%
主要股东	漳州市九龙江建设
主要股东持股比例	54.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	26	14	34
相对表现	19	26	56



相关报告

- 1、片仔癀(600436)三季报点评—
主营业务稳定增长，期待药妆表现
2011/10/21

李珊珊, CPA

0755-83734347
lishsh@cmschina.com.cn
S1090511040046

徐列海

0755-83271609
xuliehai@cmschina.com.cn
S1090511080001

廖星昊, CIIA (研究助理)

0755-83271617

张同 (研究助理)

0755-83287995

公司今日公告拟与华润医药共同投资 10 亿元成立合资公司，公司以 8 个产品和资金投入占 49% 的股权，华润集团承诺新公司 3 年内销售收入达到 2 亿元，10 年内超过 20 亿元且利润超过 2 亿元。我们认为，合资公司成立初期还需成立管理层、建设生产车间和营销团队，短期内难以贡献业绩，但公司有望借力华润优秀的营销能力，利于长期发展。我们维持公司 2011~2013 年 EPS 1.71 元、2.15 元、2.75 元的盈利预测，维持“审慎推荐-A”的投资评级。

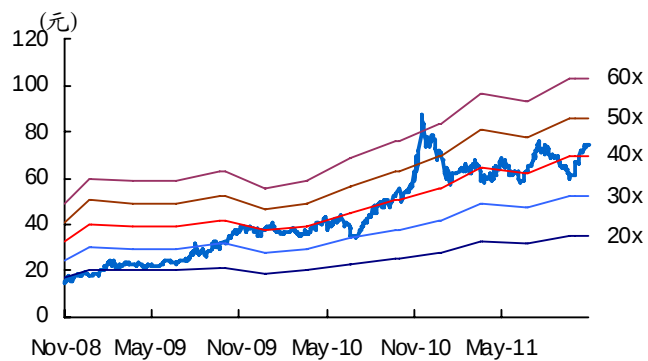
- **公司公告与华润的合作：**公司拟与华润医药集团有限公司共同投资人民币 10 亿元设立一家中外合资公司，公司占 49%，华润医药集团占 51%。公司投入 8 个产品（茵胆平肝胶囊、护肝片、心舒宝片、金糖宁胶囊、复方片仔癀含片、复方片仔癀软膏、复方片仔癀痔疮膏、片仔癀润喉糖）放入合资公司。合资公司注册成立后，将在漳州建设占地约 300 亩的医药产业园区，并引入华润医药集团有限公司的营销管理平台和渠道，建立完整的营销体系。华润医药集团承诺三年内合资公司年生产销售额 2 亿元，十年内年生产销售额超人民币 20 亿元，净利润超人民币 2 亿元。
- **合资公司短期内难以贡献业绩。**合资公司的正式成立预计在今年年底，届时将选举公司的董事会与管理层，成立营销团队，我们判断华润将主导合资公司的管理与日常运营。合资公司成立初期，产品生产仍由片仔癀完成，之后由合资公司进行销售；之后合资公司将自建生产线和研发平台。因此我们认为，合资公司短期内难以贡献业绩。
- **公司有望借力华润优秀的营销能力，利好长期发展。**受制于公司的营销能力，目前这八个产品的年收入不到 5000 万元，我们认为，成立合资公司将使片仔癀能够借力华润优秀的营销能力，将这八个品种做大做强；并且自身也有望从中学习到先进的管理理念和营销手段，有利于公司长期发展。
- **维持“审慎推荐-A”的投资评级。**合资公司成立初期需要建立营销团队和生产车间（最初是由片仔癀生产），难以贡献业绩，我们维持公司 2011~2013 年 EPS 1.71 元、2.15 元、2.75 元的盈利预测，对应 PE 为 45 倍、36 倍、28 倍。我们认为，片仔癀的稀缺性导致提价将长期存在，药妆业务有望成为新的利润增长点，与华润合作整合二线产品，利好长期发展，维持“审慎推荐-A”的投资评级。
- **风险提示：**原材料涨价增加成本压力。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	695	867	1080	1305	1553
同比增长	7%	25%	25%	21%	19%
营业利润(百万元)	153	231	285	358	458
同比增长	-9%	51%	23%	26%	28%
净利润(百万元)	130	194	240	301	385
同比增长	-8%	50%	24%	25%	28%
每股收益(元)	0.93	1.39	1.71	2.15	2.75
PE	82.9	55.4	44.8	35.7	28.0
PB	13.0	10.2	8.8	7.5	6.3

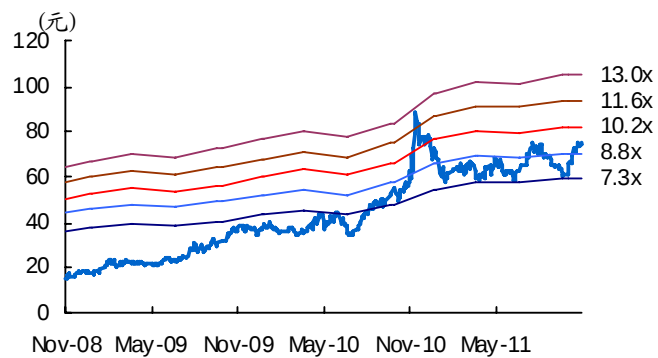
资料来源：招商证券

图 1: 片仔癀历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心、港澳资讯

图 2: 片仔癀历史 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	752	722	920	1271	1614
现金	240	228	342	573	779
交易性投资	5	0	0	0	0
应收票据	4	10	11	13	16
应收款项	121	121	147	177	211
其它应收款	13	3	11	13	16
存货	333	336	378	457	550
其他	35	24	32	37	42
非流动资产	532	725	687	551	482
长期股权投资	177	51	51	51	51
固定资产	183	158	168	192	231
无形资产	41	52	47	42	38
其他	132	463	420	266	162
资产总计	1285	1447	1608	1822	2096
流动负债	352	249	236	259	282
短期借款	213	88	50	50	50
应付账款	62	87	101	118	135
预收账款	20	17	22	26	30
其他	57	58	63	65	67
长期负债	75	114	119	99	79
长期借款	20	30	30	30	30
其他	55	84	89	69	49
负债合计	427	363	355	358	361
股本	140	140	140	140	140
资本公积金	367	467	467	467	467
留存收益	320	445	613	823	1093
少数股东权益	33	34	35	36	37
母公司所有者权益	825	1050	1218	1428	1698
负债及权益合计	1285	1447	1608	1822	2096

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	130	205	214	211	281
净利润			240	301	385
折旧摊销			25	27	30
财务费用			6	6	6
投资收益			(6)	(6)	(6)
营运资金变动			(61)	(97)	(115)
其它			10	(19)	(19)
投资活动现金流	(33)	(25)	13	110	40
资本支出			(30)	(40)	(60)
其他投资			43	150	100
筹资活动现金流	(20)	(192)	(113)	(90)	(115)
借款变动			(38)	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(72)	(90)	(115)
其他			(4)	0	0
现金净增加额	77	(11)	115	231	206

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	695	867	1080	1305	1553
营业成本	430	533	630	738	847
营业税金及附加	5	8	11	13	16
营业费用	51	60	76	98	116
管理费用	55	64	79	98	116
财务费用	6	6	6	6	6
资产减值损失	0	(30)	(1)	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	6	6	6	6	6
营业利润	153	231	285	358	458
营业外收入	2	3	3	3	3
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	153	232	287	359	459
所得税	23	38	46	58	73
净利润	130	195	241	302	386
少数股东损益	1	1	1	1	1
母公司所有者净利润	130	194	240	301	385
EPS (元)	0.93	1.39	1.71	2.15	2.75

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	7%	25%	25%	21%	19%
营业利润	-9%	51%	23%	26%	28%
净利润	-8%	50%	24%	25%	28%
获利能力					
毛利率	38.0%	38.5%	41.6%	43.5%	45.5%
净利率	18.7%	22.4%	22.2%	23.1%	24.8%
ROE	15.7%	18.5%	19.7%	21.1%	22.7%
ROIC	12.4%	16.6%	18.4%	19.8%	21.5%
偿债能力					
资产负债率	33.3%	25.1%	22.1%	19.6%	17.2%
净负债比率	18.1%	8.1%	5.0%	4.4%	3.8%
流动比率	2.1	2.9	3.9	4.9	5.7
速动比率	1.2	1.5	2.3	3.1	3.8
营运能力					
资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7
存货周转率	1.4	1.6	1.8	1.8	1.7
应收帐款周转率	5.9	7.2	8.1	8.1	8.0
应付帐款周转率	6.5	7.1	6.7	6.7	6.7
每股资料(元)					
每股收益	0.93	1.39	1.71	2.15	2.75
每股经营现金	0.93	1.47	1.53	1.51	2.01
每股净资产	5.89	7.50	8.70	10.20	12.13
每股股利	0.50	0.70	0.51	0.65	0.82
估值比率					
PE	82.9	55.4	44.8	35.7	28.0
PB	13.0	10.2	8.8	7.5	6.3
EV/EBITDA	64.3	44.0	35.1	28.4	22.5

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。

张同，天津大学制药工程系硕士，2年医药行业经验，2011年加入招商证券，任医药行业分析师。

杨烨辉，中山大学国际工商管理硕士，曾就职于江中制药集团和默沙东制药（Merck），2年医药行业从业经验，1年半证券投资经验。2011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。