

营销改革持续进行，公司潜力将逐步释放

投资要点：

1. 事件

近日，我们对公司的情况进行了跟踪。

2. 我们的分析与判断

(一)、营销改革持续进行，公司潜力将逐步释放

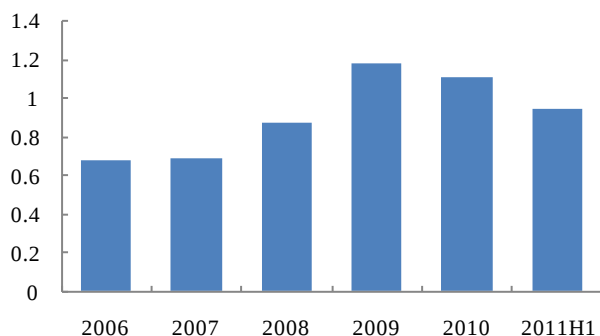
公司自 2009 年以来，一直在持续推进营销改革，改革内容主要集中在以下几方面：

1) 加强对经销商的管控。过去公司对经销商管控能力较弱，产品卖给一级经销商后就算任务完成。营销改革以来，公司在原有销售任务基础上，开始加强对一级经销商库存和下游渠道的管理，并坚持推行现款销售为主、应收账款季末清零等措施。

2) 在对经销商加强管控的同时，重点梳理了产品结构、价格体系。公司在各主销区域内派出专人巡查，对渠道价格严密监控，对销售政策的落实情况进行摸底，梳理客户资源，促进品种的合理布局，稳定价格体系。

3) 加大广告投入。由于“同仁堂”品牌所有权归集团，公司拥有使用权，因此公司的广告投入主要集中在产品上。从 09 年起，公司一直在稳步加大广告费用的投入，与公司的销售策略匹配。

图 1：公司广告费用投入持续增加（单位：亿元）



资料来源：公司年报 中国银河证券研究部

公司现在每周对经销商和自有销售人员的业务情况都有综合考评的排名，以此作为考核依据，极大的调动了营销人员的积极性。公司的潜力正在逐步释放。

(二)、营销带动收入增长，成本略有压力

公司营销改革的持续推进也带动了产品收入增长，2011 年前三

同仁堂 (600085.SH)

谨慎推荐 维持评级

分析师

黄国珍 行业分析师

☎：(8621) 2025 2609

✉：huangguozhen@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511100004

特此鸣谢

郭思捷 ☎：(8610) 8357 4110

✉：guosijie@chinastock.com.cn

对此报告编制提供信息

市场数据 时间 2012.01.18

A 股收盘价(元)	13.32
A 股一年内最高价(元)	14.59
A 股一年内最低价(元)	12.88
上证指数	2266.38
市净率	5.32
总股本 (万股)	130206.57
实际流通 A 股 (万股)	130206.57
限售的流通 A 股 (万股)	0.00
流通 A 股市值(亿元)	173.44

季度单季度收入增速分别为 31%、20%和 32%，大幅高于过去几年的平均水平。我们预计，2011 年公司 8 个销售过亿的大产品增速均在 10%以上，其中安宫牛黄丸、大活络丸由于终端需求旺盛，表现可能会更出色；公司二线产品中，3000-5000 万的产品有 30 多个，总收入超过 10 亿元，预计 11 年整体增速也会高于 20%。

公司制造成本中原材料占比大约在 50-60%之间，原材料自给率很低，基本还是靠市场采购。由于公司库存较多，因此 11 年中药材整体价格波动对成本影响较小，但由于安宫牛黄丸终端需求旺盛，公司为了保证供应购进了一批贵细原料（当时价格相对较高），且是当季生产，对成本影响较大。预计 11 年全年医药工业毛利率会略有下降。

（三）、发行可转债将解决产能瓶颈

公司拟发行 12.05 亿元可转债建设大兴基地项目已获得北京市国资委批复，目前正在准备申请材料上报证监会。大兴生产基地以制剂为主，兼有物流配送功能，主要针对公司未来发展前景良好但受产能制约的剂型品种，预计未来将以生产大蜜丸、小蜜丸、散剂和口服液四大剂型产品为主。大兴基地的建设为公司众多二线产品的发展奠定了基础，未来公司产品结构将不断丰富。

3. 投资建议

我们认为公司拥有众多优质产品，未来伴随着营销改革的持续推进，以及产能的跟进，公司的潜力将逐步释放，特别是二线产品将能够快速增长，从而带动整体收入增速。我们预测 2011、2012 年每股盈利 0.33 元和 0.41 元，维持“谨慎推荐”评级。

表 1: 同仁堂 (600085.SH) 财务报表预测

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1600	1790	2143	2565	3104	营业收入	3250	3824	4659	5577	6320
应收票据	45	85	146	175	198	营业成本	1820	2088	2529	3012	3420
应收账款	298	288	497	594	674	营业税金及附加	41	47	58	69	78
预付款项	28	61	74	88	100	销售费用	635	765	932	1115	1264
其他应收款	12	48	58	70	79	管理费用	256	310	373	435	493
存货	1815	2048	2482	2955	3356	财务费用	(2)	(7)	(1)	(3)	(5)
长期股权投资	55	60	60	60	60	资产减值损失	53	76	76	76	76
固定资产净额	933	883	795	703	611	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	5	4	0	0	10	投资收益	7	7	7	7	7
无形资产净值	98	97	99	100	102	营业利润	453	553	700	880	1001
递延所得税资产	17	23	23	23	23	营业外净收入	7	9	8	8	8
资产总计	4922	5489	6479	7436	8417	税前利润	460	562	708	888	1009
短期借款	173	173	173	173	173	所得税	72	91	114	143	163
应付票据	0	0	0	0	0	净利润	388	471	594	744	846
应付账款	495	563	883	1052	1194	归属母公司净利润	286	343	431	540	614
预收款项	103	193	235	281	318	少数股东损益	103	128	163	204	232
应付职工薪酬	44	48	56	64	73	基本每股收益	0.55	0.66	0.33	0.41	0.47
应交税费	33	36	36	36	36	摊薄每股收益	0.55	0.66	0.33	0.41	0.47
其他应付款	120	199	199	199	199	财务指标					
一年内到期的非	0	0	0	0	0	成长性					
长期借款	0	0	0	0	0	营业收入增长率	11%	18%	22%	20%	13%
长期应付款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	15%	24%	25%	23%	13%
专项应付款	0	0	0	0	0	净利润增长率	10%	20%	26%	25%	14%
其他非流动负债	29	48	48	48	48	盈利能力					
负债合计	1009	1268	1711	1888	2044	毛利率	44%	45%	46%	46%	46%
所有者权益合计	3913	4221	4768	5469	6261	净利率	9%	9%	9%	10%	10%
现金流量表						EBITDA/营业收入	18%	19%	19%	19%	18%
净利润	388	471	594	744	846	ROE	10%	11%	12%	14%	14%
折旧与摊销	0	0	95	95	95	ROIC	10%	12%	13%	14%	14%
经营活动现金流	381	466	318	427	595	估值指标					
投资活动现金流	0	0	2	2	(8)	PE	61	51	40	32	28
融资活动现金流	0	0	(46)	(40)	(49)	P/S	2	2	4	3	3
净现金流	381	466	275	389	538	P/B	2	2	4	3	3
期初现金余额	1180	1600	1790	2143	2565	EV/EBITDA	11	9	19	16	14
期末现金余额	1562	2066	2065	2532	3104	股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

黄国珍，行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区: 于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn