

# 仁和药业：营销改革和资产整合加速公司发展

## 公司 2010 年中报点评

**评级：**
**增持-A**

上次评级： 增持-A

**目标价格：**
**20.00 元**

期限： 12 个月 上次预测： 20.00 元

现价： 17.17 元

**报告日期：**
**2010-08-20**
**报告关键点：**

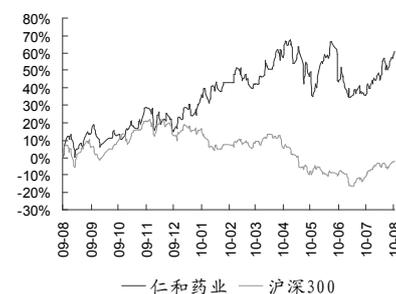
- 由于营销改革公司上半年收入略有下降，净利润稳定增长
- 公司下半年将启动闪亮药业资产注入和收购江西制药
- 维持“增持-A”评级，12月目标价20元

**报告摘要：**

- 由于营销改革公司上半年收入略有下降，净利润稳定增长。2010年上半年公司实现营业收入4.57亿元，同比下降了6.1%；实现扣除非经常性损益后的净利润9,089.75万元，与去年同口径比较增长了33.56%，实现EPS0.22元。公司去年下半年开始营销改革，逐渐取消了商超渠道的销售，增强了药店渠道销售，因此短时间内公司收入有所下降，但公司今年上半年在营销改革推动下，收入已经开始逐步步入正常发展轨道，预计下半年公司收入将加快增长。
- 公司的毛利率略有下降，销售费用率降低。公司的整体毛利率同比下降了2.02个百分点，主要原因是中药材价格的上涨带来公司的生产成本上升。同时公司的销售费用率同比下降了7.63个百分点，主要原因是公司今年采用的广告模式用成本低廉的网络媒体替代了部分电视媒体，由于公司主要的OTC产品受众为年轻人，网络媒体将会取得更好的营销效果。
- 公司下半年将启动闪亮药业资产注入和收购江西制药。公司今年下半年将注入集团旗下闪亮制药和仁和药用塑胶资产，闪亮制药收入规模约为1亿元，预计注入后将进一步丰富公司的产品线。公司未来的发展方向将逐渐向处方药领域进军，公司下半年将可能收购江西制药，该公司的收入规模在2-3亿元，主要产品以处方药为主，目前最大的品种是小诺霉素针剂，收入为7,000万元，该药兼具较好的疗效和安全性，预计不久将成为过亿品种。公司的其他产品中氨氯地平是辉瑞公司重磅产品络活喜的仿制药，也具有较大的市场潜力。公司将在原有处方药销售队伍的基础上进一步扩大规模，加强建设，将这些优秀的处方药品种收入继续做大。
- 维持“增持-A”评级，12个月目标价20元。在营销改革的推动下，2010年全年公司主业收入将有稳定增长，在不考虑资产注入和收购的情况下，我们维持对公司主业2010-2011年实现EPS0.50元和0.62元的预测。公司未来的发展方向明确，考虑到资产注入和外延式收购预期，给予2010年40倍的PE，未来12个月目标价为20元，维持“增持-A”评级。

**市场数据**

总市值(百万元)	7,214.24
流通市值(百万元)	5,483.57
总股本(百万股)	420.17
流通股本(百万股)	319.37
12个月最高/最低	12.92/27.91元
十大流通股东(%)	33.21%
股东户数	

**12个月股价表现**


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	8.40	1.12	63.14
绝对收益	18.57	8.12	61.18

**研究员**

<b>洪露</b>	首席行业分析师
021-68766073	honglu@essence.com.cn
证书编号	S1450210010306
<b>李秋实</b>	行业分析师
021-68765361	liqs@essence.com.cn
证书编号	S1450210070003

**财务和估值数据摘要**

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	876.5	982.7	1,254.5	1,489.8	1,726.7
Growth(%)	12.6%	12.1%	27.7%	18.8%	15.9%
净利润	70.2	165.5	210.1	259.9	318.0
Growth(%)	79.1%	135.9%	27.0%	23.7%	22.3%
毛利率(%)	49.2%	68.3%	64.8%	65.2%	65.8%
净利率(%)	8.0%	16.8%	16.7%	17.4%	18.4%
每股收益(元)	0.32	0.59	0.50	0.62	0.76
每股净资产(元)	0.73	2.04	2.44	2.93	3.54
市盈率	53.8	29.2	34.3	27.8	22.7
市净率	23.6	8.4	7.0	5.9	4.8
净资产收益率(%)	23.0%	19.3%	20.5%	21.1%	21.4%
ROIC(%)	32.4%	66.9%	37.2%	30.2%	32.6%
EV/EBITDA	37.3	20.3	23.9	18.7	15.0
股息收益率	0.0%	0.0%	0.6%	0.7%	0.9%

**前期研究成果**

仁和药业：OTC龙头，思变图强  
2010-06-17

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2010-8-19
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	<b>876.5</b>	<b>982.7</b>	<b>1,254.5</b>	<b>1,489.8</b>	<b>1,726.7</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	445.1	311.6	441.6	519.2	590.5	营业收入增长率	12.6%	12.1%	27.7%	18.8%	15.9%
营业税费	6.1	12.2	10.5	11.8	13.5	营业利润增长率	87.9%	122.6%	25.6%	22.8%	22.2%
销售费用	300.7	403.3	476.1	549.6	626.8	净利润增长率	79.1%	135.9%	27.0%	23.7%	22.3%
管理费用	27.2	44.9	56.6	66.0	75.3	EBITDA 增长率	82.9%	124.1%	32.9%	26.1%	21.8%
财务费用	1.0	-0.7	2.1	13.7	17.6	EBIT 增长率	86.9%	119.6%	27.0%	26.9%	22.5%
资产减值损失	0.4	-0.7	2.2	1.8	1.6	NOPLAT 增长率	78.5%	132.8%	28.4%	27.8%	22.6%
加: 公允价值变动收益	-	-0.2	0.1	-0.1	-0.2	投资资本增长率	12.7%	131.1%	57.3%	13.7%	7.7%
投资和汇兑收益	-	1.8	2.8	1.9	1.6	净资产增长率	29.8%	180.5%	19.6%	20.3%	20.6%
<b>营业利润</b>	<b>96.0</b>	<b>213.7</b>	<b>268.3</b>	<b>329.6</b>	<b>402.9</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	1.4	-0.9	-	-	-	毛利率	49.2%	68.3%	64.8%	65.2%	65.8%
<b>利润总额</b>	<b>97.4</b>	<b>212.8</b>	<b>268.3</b>	<b>329.6</b>	<b>402.9</b>	营业利润率	11.0%	21.7%	21.4%	22.1%	23.3%
减: 所得税	27.2	47.3	58.2	69.7	84.9	净利润率	8.0%	16.8%	16.7%	17.4%	18.4%
<b>净利润</b>	<b>70.2</b>	<b>165.5</b>	<b>210.1</b>	<b>259.9</b>	<b>318.0</b>	EBITDA/营业收入	11.4%	22.7%	23.7%	25.1%	26.4%
<b>资产负债表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	EBIT/营业收入	11.1%	21.7%	21.6%	23.0%	24.4%
货币资金	129.1	350.3	563.7	808.8	1,140.6	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	7.9	8.0	7.9	7.7	固定资产周转天数	10	26	42	49	53
应收帐款	53.3	9.7	15.6	16.9	18.4	流动营业资本周转天数	41	56	77	85	76
应收票据	80.7	236.2	266.4	266.1	246.0	流动资产周转天数	99	180	235	261	285
预付帐款	8.3	7.7	7.9	8.2	8.5	应收帐款周转天数	4	4	2	2	2
存货	27.8	38.7	61.7	69.0	72.5	存货周转天数	10	12	14	16	15
其他流动资产	0.0	30.9	31.2	31.4	31.7	总资产周转天数	153	275	371	410	432
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	96	150	210	231	221
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	-	-	65.4	67.8	67.8	ROE	23.0%	19.3%	20.5%	21.1%	21.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	16.0%	15.6%	13.8%	13.9%	14.0%
固定资产	24.5	117.6	173.1	229.2	280.7	ROIC	32.4%	66.9%	37.2%	30.2%	32.6%
在建工程	-	6.3	38.1	54.2	62.9	<b>费用率</b>					
无形资产	113.7	247.1	246.6	245.9	245.4	销售费用率	34.3%	41.0%	38.0%	36.9%	36.3%
其他非流动资产	0.2	8.5	9.4	9.3	9.0	管理费用率	3.1%	4.6%	4.5%	4.4%	4.4%
<b>资产总额</b>	<b>437.8</b>	<b>1,060.9</b>	<b>1,523.1</b>	<b>1,870.8</b>	<b>2,269.1</b>	财务费用率	0.1%	-0.1%	0.2%	0.9%	1.0%
短期债务	-	-	200.0	200.0	200.0	三费/营业收入	37.5%	45.5%	42.6%	42.2%	41.7%
应付帐款	42.5	85.1	38.8	45.1	49.7	<b>偿债能力</b>					
应付票据	-	2.8	3.9	4.4	5.0	资产负债率	30.2%	19.2%	32.7%	34.1%	34.4%
其他流动负债	89.7	115.8	105.4	98.6	101.7	负债权益比	43.3%	23.8%	48.6%	51.7%	52.5%
长期借款	-	-	150.0	290.0	426.0	流动比率	2.26	3.34	2.74	3.47	4.28
其他非流动负债	-	-	-0.3	-0.5	-0.7	速动比率	2.05	3.15	2.56	3.27	4.07
<b>负债总额</b>	<b>132.2</b>	<b>203.7</b>	<b>497.9</b>	<b>637.6</b>	<b>781.6</b>	利息保障倍数	98.86	-301.60	128.17	25.10	23.93
<b>少数股东权益</b>	<b>-</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>分红指标</b>					
股本	220.1	280.1	420.2	420.2	420.2	DPS(元)	-	-	0.10	0.12	0.15
留存收益	85.5	576.3	604.3	812.2	1,066.6	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>股东权益</b>	<b>305.6</b>	<b>857.2</b>	<b>1,025.2</b>	<b>1,233.2</b>	<b>1,487.5</b>	股息收益率	0.0%	0.0%	0.6%	0.7%	0.9%
<b>现金流量表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
净利润	70.2	165.5	210.1	259.9	318.0	EPS(元)	0.32	0.59	0.50	0.62	0.76
加: 折旧和摊销	8.6	23.8	26.3	30.7	35.2	BVPS(元)	0.73	2.04	2.44	2.93	3.54
资产减值准备	-0.4	-0.7	2.2	1.8	1.6	PE(X)	53.8	29.2	34.3	27.8	22.7
公允价值变动损失	-	0.2	0.1	-0.1	-0.2	PB(X)	23.6	8.4	7.0	5.9	4.8
财务费用	-0.2	-	-	2.1	13.7	P/FCF	-	-45.7	30.8	25.9	19.2
投资收益	-	-1.8	-2.8	-1.9	-1.6	P/S	8.2	7.3	5.8	4.8	4.2
少数股东损益	-	0.0	-	-	-	EV/EBITDA	37.3	20.3	23.9	18.7	15.0
营运资金的变动	1.2	-20.8	-118.2	-9.7	22.1	CAGR(%)	54.7%	24.3%	22.5%	36.2%	35.4%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>62.1</b>	<b>200.6</b>	<b>119.9</b>	<b>294.4</b>	<b>392.6</b>	PEG	1.0	1.2	1.5	0.8	0.6
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-12.0</b>	<b>-687.4</b>	<b>-161.1</b>	<b>-88.4</b>	<b>-79.0</b>	ROIC/WACC	3.4	7.0	3.9	3.2	3.4
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-</b>	<b>690.1</b>	<b>307.1</b>	<b>74.9</b>	<b>54.9</b>	REP	4.5	1.1	2.0	2.2	1.8

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 作者简介

洪露，医药首席行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有10年医药行业从业经验，2007年6月加盟安信证券研究中心。2009年《新财富》最佳分析师。

李秋实，医药行业研究员，北京大学药学和经济学双学位，中国人民大学金融学硕士，曾就职于德国拜耳医药保健有限公司，具有2年证券行业从业经验，2010年3月加盟安信证券研究中心。

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上;
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%;
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%;
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动;
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动;

## 销售联系人

潘艳	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68766516	panyan@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
律烨	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lvye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层  
邮编: 200122

### 北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层  
邮编: 100034