

公司研究

盈利持续提高 重组支撑股价

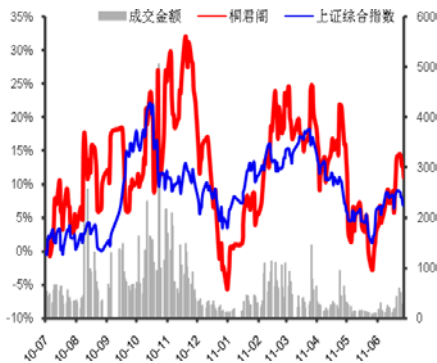
生物医药

2011年07月24日

桐君阁（000591）2011年半年报点评

评级：谨慎推荐

52周走势



投资要点：

- 2011年上半年公司实现营业收入25.60亿元，比10年同期增长14.44%；实现利润总额2169.92万元，比10年同期增长19.71%；其中归属于母公司所有者的净利润为1811.42万元，比10年同期增长34.84%，高于我们之前的预期。
- 主营业务增长势头进一步加快。2011年上半年商业实现收入23.54亿元，同比增长13.19%，在10年较快增速的基础上进一步提高，这与公司门店数目持续扩张有关。截止到2010年底公司直营店已经达到1062家，加盟店6444家，门店数目位居连锁药店第6名，不过单店销售额和总的销售额位居第二名，充分说明了公司在商业方面的龙头和规模优势。另外工业业务也毫不逊色，2011年上半年实现收入1.60亿元，同比增长28.46%，同样是公司近年来的最高增速，我们认为随着产能的解决和政府招标对品牌的日益重视，工业将维持20%以上增速水平。
- 毛利率持续提升的态势使得公司业绩大放异彩。随着公司商业规模的逐步扩大和对上游生产企业的话语权加强，再加上公司在中药材销售方面的品牌优势使得2011年上半年商业毛利率继续提高达到7.41%，同比提高0.86个百分点，而由于商业占比90%以上，尽管工业业务由于成本的压力毛利率出现3.73个百分点下滑，不过整体毛利率依然提高1.11个百分点。尽管三项费用率均有所提升，最终34.84%业绩增速一改公司之前负增长的局面。
- 给予“谨慎推荐”评级。随着公司未来三年“千家万店”目标的实现，商业业务规模和盈利能力将会继续提升，而厂房搬迁的结束将使工业业务重回稳定增长态势，综合竞争实力得以增强。不过目前80多倍的PE靠公司业绩是无法支撑的，主要是太极集团重组带来的卖壳效应，因此我们维持“谨慎推荐”评级。
- 风险提示：开店速度过快，销售费用超预期，中药成本上升。

报告作者：

国联证券医药组

周静

执业证书编号：S0590210100010

联系人：

联系人：周静

电话：0510-82833217

Email: zhoujing@glsc.com.cn

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

盈利预测表:

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1724.25	1764.49	1969.77	2135.08	营业收入	4,343.63	4,964.77	5,616.15	6,200.23
现金	582.58	424.00	436.00	448.00	营业成本	3911.59	4437.86	5010.73	5518.20
应收账款	297.89	347.53	398.75	440.22	营业税金及附加	9.94	12.41	14.04	15.49
其它应收款	51.24	64.54	78.63	86.80	营业费用	254.14	297.89	331.35	359.61
预付账款	142.01	163.84	190.95	217.01	管理费用	141.26	168.80	196.57	217.01
存货	614.75	719.89	814.34	886.63	财务费用	16.05	17.25	23.84	32.22
其他	35.78	44.68	51.11	56.42	资产减值损失	1.78	0.00	0.00	0.00
非流动资产	570.97	584.08	591.75	593.84	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	5.33	5.33	5.33	5.33	投资净收益	0.50	0.00	0.00	0.00
固定资产	390.89	408.89	418.89	423.09	营业利润	9.36	30.56	39.63	57.69
无形资产	98.71	98.81	98.78	98.67	营业外收入	19.73	5.00	5.00	3.00
其他	76.04	71.05	68.75	66.75	营业外支出	4.27	3.00	0.00	0.00
资产总计	2295.22	2348.56	2561.52	2728.92	利润总额	24.82	35.56	42.63	57.69
流动负债	1762.20	1793.09	1981.26	2117.55	所得税	6.19	8.89	10.66	14.42
短期借款	264.35	390.00	450.00	480.00	净利润	18.63	26.67	31.97	43.27
应付账款	506.73	570.95	645.86	713.03	少数股东损益	1.21	-0.87	-0.43	2.80
其他	991.12	832.14	885.41	924.52	归属母公司净利润	17.41	27.54	32.40	40.47
非流动负债	1.79	20.00	20.00	20.00	EBITDA	82.89	100.32	110.46	130.23
长期借款	0.00	20.00	20.00	20.00	EPS (元)	0.09	0.10	0.12	0.15
其他	1.79	0.00	0.00	0.00					
负债合计	1763.99	1813.09	2001.26	2137.55	主要财务比率				
少数股东权益	138.61	137.74	137.31	140.11	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
股本	196.16	274.63	274.63	274.63	成长能力				
资本公积	19.92	20.00	20.00	20.00	营业收入	13.47%	14.30%	13.12%	10.40%
留存收益	176.52	185.56	211.48	235.76	营业利润	-9.21%	226.50%	29.66%	45.60%
归属母公司股东权益	392.61	480.19	506.11	530.39	归属于母公司净利润	-12.64%	58.19%	17.64%	24.91%
负债和股东权益	2295.21	2431.02	2644.69	2808.05	获利能力				
					毛利率	9.95%	10.61%	10.78%	11.00%
					净利率	0.43%	0.54%	0.57%	0.70%
					ROE	4.43%	5.74%	6.40%	7.63%
现金流量表					偿债能力				
					资产负债率	76.85%	77.20%	78.13%	78.33%
					净负债比率	-59.91%	-2.27%	5.28%	7.76%
					流动比率	0.98	0.98	0.99	1.01
					速动比率	0.63	0.58	0.58	0.59
					营运能力				
					总资产周转率	1.97	2.14	2.29	2.34
					应收账款周转率	16.24	15.38	15.05	14.78
					应付账款周转率	9.40	9.21	9.23	9.13
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.09	0.10	0.12	0.15
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.57	-0.72	0.14	0.25
					每股净资产 (最新摊薄)	2.00	1.75	1.84	1.93
					估值比率				
					P/E	94.86	83.96	71.37	57.14
					P/B	4.21	4.82	4.57	4.36
					EV/EBITDA	64.60	53.85	49.07	46.13
经营活动现金流	112.12	-196.37	37.73	68.22					
净利润	18.63	26.67	31.97	43.27					
折旧摊销	42.02	40.95	41.03	41.11					
财务费用	8.20	17.25	23.84	32.22					
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00					
营运资金变动	14.29	-295.43	-70.31	-60.53					
其它	28.98	14.18	11.20	12.15					
投资活动现金流	-69.29	-73.87	45.00	-16.00					
资本支出	-100.67	-77.86	45.00	-16.00					
长期投资	-0.53	0.00	0.00	0.00					
其他	31.91	3.99	0.00	0.00					
筹资活动现金流	-9.20	99.10	23.68	-14.90					
短期借款	125.65	125.65	60.00	30.00					
长期借款	20.00	20.00	0.00	0.00					
普通股增加	78.47	0.00	0.00	0.00					
资本公积增加	0.08	0.00	0.00	0.00					
其他	-233.40	-46.55	-36.32	-44.90					
现金净增加额	33.63	-171.14	106.41	37.31					

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。