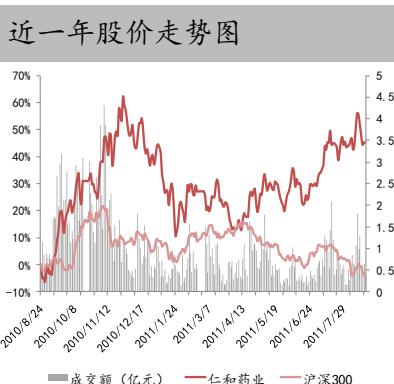


投资评级

谨慎推荐



公司基本情况

总股本(万股)	63,025
流通股本(万股)	47,905
每股净资产(元)	1.50
资产负债率(%)	31.82

相关报告

《产品亮点多，收购资产改善空间大——仁和药业一季报点评》

2011-4-29

《业绩稳定高速增长的 OTC 一线明星——仁和药业深度研究报告》

2011-6-3

《安全重于泰山，稳定压倒一切——医药行业 2011 年中期策略》

2011-6-24

研发部

宋凯

SAC 执业证书编号：S1340511070001

联系电话：010-68858138

Email: songkai@cnpsec.com

业绩基本符合预期，看好公司长远发展 ——仁和药业（000650）半年报点评

事件：

公司公布了 2011 年中报，营业收入 10.64 万元，同比增长 132.81%；营业利润 1.62 亿元，同比增长了 39.15%；利润总额 1.66 亿元，同比增长了 39.07%；归属于母公司净利润 1.27 亿元，同比增长了 38.85%；扣除非经常性损益后母公司净利润增幅为 36.68%。基本每股收益 0.20 元。

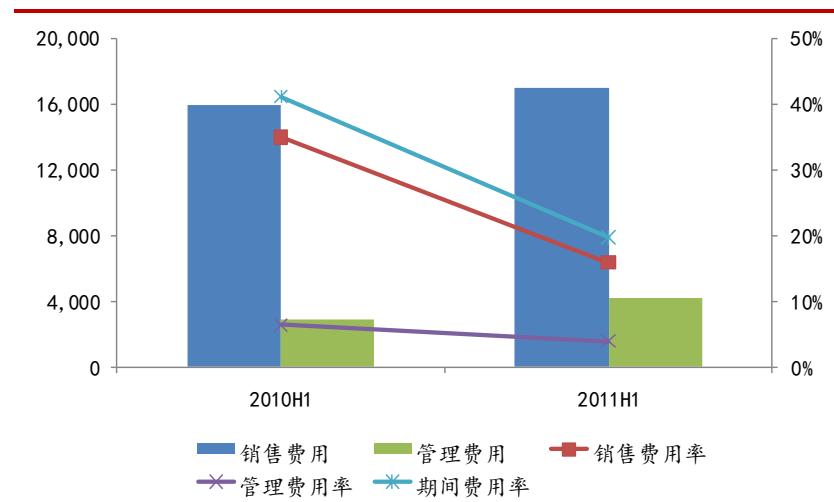
点评：

- **收入增速环比提升。**由于公司收购了从事医药流通业务的仁翔药业，导致和去年同期相比合并报表范围扩大，营业收入大幅提升。今年一季度公司营业收入增速为 84.20%，上半年的收入增速达到了 132.81%，公司第二季度实现营业收入 5.94 亿元，同比增长了 194.15%，与一季度相比，增速大幅上升，带动公司上半年收入高速增长。
- **业务结构调整导致财务指标大幅变动。**公司医药商业业务规模大幅提升，报告期内公司自产品销售额 5.9 亿元，同比增速为 29.38%；公司收购的仁翔药业实现销售额 4.7 亿元，占公司全部营业收入比例约为 44%，不仅大幅提升了公司的收入规模，也导致公司财务指标出现较大变动。由于仁翔药业从事医药流通业务，盈利能力较低，报告期内公司综合毛利率为 35.69%，同比减少了 32.78 个百分点；期间费用方面，报告期内公司销售费用率 15.94%，同比减少了 19.02 个百分点；管理费用率 3.94%，同比减少了 2.46 个百分点；期间费用率 19.72%，同比减少了 21.35 个百分点。
- **增发项目有变，江西制药债务重组成本降低。**今年七月份，公司公告，经过集团和南昌市政府协商，将原江西制药所欠财政债务本息共计 6000 万元折成 2000 万股进行债转股，债转股后江西制药注册资本由 2.08 亿元增至 2.28 亿元，南昌市国资委权益增加。我们认为此举降低了公司对江西制药债务重组的成本，并有助于江西制药未来取得更多当地政府的支持。同时，此前公司公布的募投项目也发生了调整，原募投项目之一“收购江西药都樟树医药集团股份有限公司持有的江西药都樟树制药有限公司 100% 股权、江西药都药业有限公司 100% 股权”项目存在不确定事项，取消该项目，募集资金由 9 亿元降为 6.03 亿元。我们认为江西制药是公司增发项目的主要看点，此次募投项目调整总体而言对公司影响不大。
- **盈利预测与投资评级。**我们小幅上调了公司 2011-2013 年的盈利预测，按照公司总股本 6.3 亿股计算，预计每股收益为 0.48 元、0.63 元和 0.79

元（此前为0.48元、0.62元和0.78元），对应前一交易日股价15.7元的动态市盈率为32倍、25倍和20倍，目前公司估值比较合理，我们预计公司主要工业产品——如优卡丹、妇炎洁和闪亮滴眼液今年将有较高的增速，是拉动公司净利润上升的主要动力，我们维持公司“谨慎推荐”的投资评级。

● 风险提示。产品市场营销风险；费用上升风险。

图表 1：公司部分费用和费用率情况（万元）



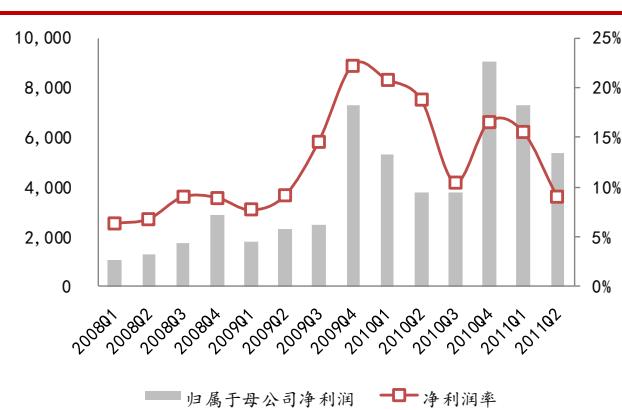
数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 2：单季度营业收入和毛利率情况（万元）



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 3：单季度净利润和净利润率情况（万元）



图表 4: 仁和药业盈利预测 (单位: 万元)

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	98,274	136,678	243,601	317,705	400,181
增长率	12.13%	39.08%	78.23%	30.42%	25.96%
营业成本	31,161	65,981	158,049	206,349	260,198
毛利率	68.29%	51.73%	35.12%	35.05%	34.98%
营业税金及附加	1,221	1,209	1,687	2,200	2,771
销售费用	40,335	33,851	32,326	42,572	54,625
管理费用	4,488	6,941	9,257	11,914	14,407
财务费用	-71	-297	-292	-222	-120
期间费用率	45.54%	29.63%	16.95%	17.08%	17.22%
资产减值损失	-73	56	55	48	65
公允价值变动净收益	-24	21	15	17	29
投资净收益	180	-138	125	118	139
营业利润	21,368	28,820	42,660	54,978	68,404
加: 营业外收入	329	806	400	0	0
减: 营业外支出	418	663	280	0	0
其中: 非流动资产处置净损失	18	29	0	0	0
利润总额	21,279	28,963	42,780	54,978	68,404
增长率	118.58%	36.11%	47.71%	28.51%	24.42%
减: 所得税	4,727	6,393	9,596	12,288	15,254
所得税率	22.21%	22.07%	22.43%	22.35%	22.30%
净利润	16,553	22,570	33,185	42,691	53,150
减: 少数股东损益	3	616	2,697	2,934	3,295
归属于母公司所有者的净利润	16,549	21,953	30,487	39,757	49,855
增长率	135.88%	32.65%	38.88%	30.40%	25.40%
基本每股收益(元)	0.68	0.52	0.48	0.63	0.79

数据来源: 公司公告, 中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

推荐： 预计未来6个月内，股票涨幅高于沪深300指数20%以上；

谨慎推荐： 预计未来6个月内，股票涨幅高于沪深300指数10%—20%；

中性： 预计未来6个月内，股票涨幅介于沪深300指数-10%—10%之间；

回避： 预计未来6个月内，股票涨幅低于沪深300指数10%以上；

行业投资评级标准：

强于大市： 预计未来6个月内，行业指数涨幅高于沪深300指数5%以上；

中性： 预计未来6个月内，行业指数涨幅介于沪深300指数-5%—5%之间；

弱于大市： 预计未来6个月内，行业指数涨幅低于沪深300指数5%以上；

可转债投资评级标准：

推荐： 预计未来6个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数10%以上；

谨慎推荐： 预计未来6个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数5%—10%；

中性： 预计未来6个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；

回避： 预计未来6个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为5.6亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于2002年，从事单一经纪业务。2006年4月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009年3月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009年10月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009年10月21日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010年11月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工200余名，保有客户数量5万余人，管理客户资产逾50亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。