

中药

署名人: 余方升

S0960511090002

021-52286447

yufangsheng@cjis.cn

6-12个月目标价:

当前股价: 14.98元

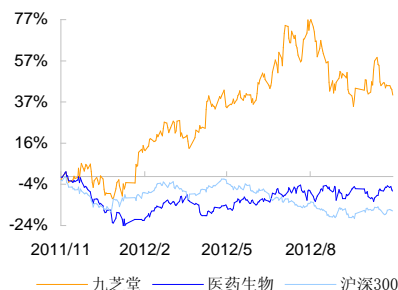
评级调整: 维持

基本资料

| | |
|----------|---------|
| 上证综合指数 | 2071.51 |
| 总股本(百万) | 297 |
| 流通股本(百万) | 297 |
| 流通市值(亿) | 44 |
| EPS | 0.68 |
| 每股净资产(元) | 4.87 |
| 资产负债率 | 19.35% |

股价表现

| (%) | 1M | 3M | 6M |
|---------|-------|--------|--------|
| 九芝堂 | -2.41 | -18.01 | 0.21 |
| 医药生物 | 0.84 | -2.64 | 2.68 |
| 沪深300指数 | -2.08 | -6.01 | -17.38 |



相关报告

九芝堂-经营战略和营销调整处于改善途中 2012-05-07

九芝堂

000989

推荐

销售调整成效渐显, 建议坚定持有

今日公司股价出现跌停, 经与公司沟通, 我们认为基本面没有问题, 属于市场过度反应。

投资要点:

- **前9月经营业绩出现下降系主动控货影响所致。**新总经理上台后, 4月以来进行了营销整合。即主动控制发货, 减少和消化渠道库存, 为营销改革铺路。进行全面有效的整合, 通过渠道管控、预付款发货的措施规范市场, 但也不可避免的影响了销售收入;
- **目前营销调整初步到位, 步入良性增长轨道。**从近期销售情况来看, 估计10月公司产品发货回款已同比增长15%, 实际纯销超过15%, 六味地黄浓缩丸和二线产品增势恢复良好势头, 说明整合初见效果, 未来将迈入健康发展轨道。4季度整体营收有望同比实现一定增速;
- **投资项目建设加快实施。**现代中药科技产业园成品仓库上半年开始投入使用, 制剂车间已封顶, 前处理基地7月进入施工阶段。此外, 公司近期决定投资0.98亿建立麓谷物流中心、0.34亿实施新版GMP改造、2.40亿用于重点剂型扩产及技术升级改造等项目, 届时将较好的全面提升公司技术、产能、流通等方面的能力;
- **推荐评级。**公司主要产品虽然面临激烈竞争, 但营销基础已夯实到位, 未来将继续稳步恢复增长, 业绩会逐渐体现。我们调整公司2012-14年的EPS分别至0.56、0.67和0.81元, 同比分别增长-18%、20%和21%, 目前价位对应12PE约24倍, 较同类中药传统品牌明显偏低, 建议考虑介入, 维持推荐的投资评级。

风险提示: 主要产品市场竞争比较激烈。

主要财务指标

| 单位: 百万元 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1150 | 1116 | 1295 | 1501 |
| 收入同比(%) | 2% | -3% | 16% | 16% |
| 归属母公司净利润 | 202 | 166 | 199 | 241 |
| 净利润同比(%) | 24% | -18% | 20% | 21% |
| 毛利率(%) | 53.6% | 52.4% | 53.7% | 55.2% |
| ROE(%) | 13.9% | 11.1% | 12.6% | 14.2% |
| 每股收益(元) | 0.68 | 0.56 | 0.67 | 0.81 |
| P/E | 19.88 | 24.16 | 20.12 | 16.65 |
| P/B | 2.77 | 2.68 | 2.53 | 2.37 |
| EV/EBITDA | 13 | 16 | 13 | 10 |

资料来源: 中投证券研究总部

附表 1: 九芝堂收入及成本预测 (单位: 百万)

| 项目 | 2009 年 | 2010 年 | 2011 年 | 2012E | 2013E | 2014E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 医药工业: | 860.13 | 886.48 | 913.64 | 867.74 | 1021.70 | 1200.13 |
| 驴胶补血颗粒 | 248.57 | 242.54 | 238.06 | 190.44 | 209.49 | 230.44 |
| 增速 | -6% | -2% | -2% | -20% | 10% | 10% |
| 浓缩丸 | 238.80 | 254.56 | 247.08 | 222.37 | 249.06 | 278.95 |
| 增速 | 13% | 7% | -3% | -10% | 12% | 12% |
| 斯奇康注射液 | 87.75 | 84.89 | 100.00 | 110.00 | 132.00 | 151.80 |
| 增速 | | -3% | 18% | 10% | 15% | 15% |
| 其它品种 | 285.01 | 304.49 | 328.50 | 344.92 | 431.15 | 538.94 |
| 增速 | -17% | 7% | 8% | 5% | 25% | 25% |
| 医药商业 | 244.50 | 227.74 | 228.89 | 240.34 | 264.37 | 290.81 |
| 增速 | -13% | -7% | 1% | 5% | 10% | 10% |
| 其它业务收入 | 4.58 | 8.17 | 7.28 | 8.00 | 8.80 | 9.68 |
| 增速 | 33% | 78% | -11% | 10% | 10% | 10% |
| 营业收入合计 | 1109.21 | 1122.39 | 1149.81 | 1116.08 | 1294.88 | 1500.62 |
| 医药工业: | 70.08% | 65.88% | 59.84% | 58.49% | 59.71% | 61.22% |
| 驴胶补血颗粒 | 68.99% | 65.40% | 57.06% | 51.69% | 51.69% | 53.88% |
| 浓缩丸 | 67.49% | 60.84% | 52.17% | 46.33% | 47.29% | 48.23% |
| 斯奇康注射液 | 89.66% | 90.14% | 89.91% | 89.91% | 90.08% | 89.82% |
| 其它品种 | 67.18% | 63.73% | 58.47% | 60.05% | 61.49% | 63.03% |
| 医药商业 | 21.82% | 23.66% | 28.59% | 30.49% | 30.49% | 30.49% |
| 其它业务 | 96.51% | 87.40% | 55.61% | 55.61% | 55.61% | 55.61% |
| 毛利率合计 | 59.55% | 57.47% | 53.59% | 52.44% | 53.72% | 55.23% |

资料来源: 公司年报 中投证券研究总部

附：财务预测表

资产负债表

| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 1261 | 1350 | 1372 | 1600 |
| 现金 | 748 | 922 | 870 | 1024 |
| 应收账款 | 100 | 90 | 106 | 125 |
| 其他应收款 | 19 | 21 | 25 | 27 |
| 预付账款 | 11 | 10 | 11 | 13 |
| 存货 | 156 | 144 | 163 | 188 |
| 其他流动资产 | 226 | 163 | 196 | 222 |
| 非流动资产 | 537 | 460 | 569 | 595 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 209 | 250 | 378 | 415 |
| 无形资产 | 140 | 140 | 140 | 140 |
| 其他非流动资产 | 188 | 70 | 51 | 40 |
| 资产总计 | 1798 | 1810 | 1941 | 2195 |
| 流动负债 | 343 | 312 | 353 | 501 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 23 | 161 |
| 应付账款 | 55 | 64 | 72 | 82 |
| 其他流动负债 | 288 | 248 | 259 | 258 |
| 非流动负债 | 5 | 1 | 1 | 1 |
| 长期借款 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 其他非流动负债 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 负债合计 | 348 | 313 | 354 | 501 |
| 少数股东权益 | 1 | 1 | 1 | 2 |
| 股本 | 298 | 298 | 298 | 298 |
| 资本公积 | 654 | 654 | 654 | 654 |
| 留存收益 | 498 | 545 | 635 | 741 |
| 归属母公司股东权益 | 1449 | 1496 | 1586 | 1692 |
| 负债和股东权益 | 1798 | 1810 | 1941 | 2195 |

现金流量表

| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 140 | 209 | 208 | 229 |
| 净利润 | 202 | 166 | 200 | 241 |
| 折旧摊销 | 29 | 30 | 43 | 58 |
| 财务费用 | -17 | -17 | -17 | -12 |
| 投资损失 | -10 | -20 | -10 | -10 |
| 营运资金变动 | -86 | 52 | -55 | -67 |
| 其他经营现金流 | 22 | -3 | 48 | 18 |
| 投资活动现金流 | -99 | 68 | -190 | -90 |
| 资本支出 | 114 | 50 | 200 | 100 |
| 长期投资 | 1 | -98 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 17 | 20 | 10 | 10 |
| 筹资活动现金流 | -119 | -102 | -70 | 16 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 23 | 139 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -12 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -107 | -102 | -93 | -123 |
| 现金净增加额 | -78 | 174 | -52 | 154 |

利润表

| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1150 | 1116 | 1295 | 1501 |
| 营业成本 | 534 | 531 | 599 | 672 |
| 营业税金及附加 | 14 | 13 | 15 | 18 |
| 营业费用 | 308 | 329 | 378 | 438 |
| 管理费用 | 87 | 93 | 104 | 120 |
| 财务费用 | -17 | -17 | -17 | -12 |
| 资产减值损失 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 10 | 20 | 10 | 10 |
| 营业利润 | 233 | 187 | 226 | 275 |
| 营业外收入 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| 营业外支出 | 1 | 2 | 2 | 2 |
| 利润总额 | 243 | 196 | 235 | 284 |
| 所得税 | 41 | 29 | 35 | 43 |
| 净利润 | 202 | 166 | 200 | 241 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 202 | 166 | 199 | 241 |
| EBITDA | 245 | 200 | 252 | 321 |
| EPS (元) | 0.68 | 0.56 | 0.67 | 0.81 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|-------|--------|-------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 2.4% | -2.9% | 16.0% | 15.9% |
| 营业利润 | 28.0% | -20.0% | 20.8% | 21.8% |
| 归属于母公司净利润 | 24.0% | -17.7% | 20.1% | 20.9% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 53.6% | 52.4% | 53.7% | 55.2% |
| 净利率 | 17.5% | 14.9% | 15.4% | 16.1% |
| ROE | 13.9% | 11.1% | 12.6% | 14.2% |
| ROIC | 34.1% | 30.8% | 30.0% | 33.3% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 19.4% | 17.3% | 18.2% | 22.8% |
| 净负债比率 | 0.17% | 0.19% | 6.57% | 32.29% |
| 流动比率 | 3.67 | 4.33 | 3.88 | 3.20 |
| 速动比率 | 3.22 | 3.86 | 3.42 | 2.82 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.65 | 0.62 | 0.69 | 0.73 |
| 应收账款周转率 | 11 | 11 | 12 | 12 |
| 应付账款周转率 | 8.58 | 8.91 | 8.81 | 8.73 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.68 | 0.56 | 0.67 | 0.81 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.47 | 0.70 | 0.70 | 0.77 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 4.87 | 5.03 | 5.33 | 5.69 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 19.88 | 24.16 | 20.12 | 16.65 |
| P/B | 2.77 | 2.68 | 2.53 | 2.37 |
| EV/EBITDA | 13 | 16 | 13 | 10 |

资料来源：中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

中投医药团队荣誉：2007—2011 年连续 5 年在新财富最佳分析师评选中入围和上榜，2008 年和 2011 年在卖方分析师水晶球奖中获得第 2 名；2010 年和 2011 年财经风云榜最佳证券分析师；团队成员余文心获得 2011 年度医药信息达人称号（证券行业唯一一个）；

中投医药团队成员：

周锐，医药行业首席分析师，理学博士，3 年医药行业从业经验，8 年证券行业从业经验，整体负责中投医药团队研究工作；
余方升，医药行业分析师，理学学士，经济学硕士，2009 年加入中投证券研究所，2 年证券行业从业经验，负责中药研究；
余文心，医药行业分析师，北京大学药学、经济学双学士，北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所，负责化学药、医疗服务及政策研究；
江琦，医药行业分析师，上海交大生物工程学士，金融学硕士，2010 年加入中投证券研究所，负责生物制药及医药流通研究；
王威，医药行业分析师，工学硕士，5 年医疗器械行业从业经验，2010 年加入中投证券研究所，负责医疗器械及境外上市中资医药股研究。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.cjis.cn>

| 深圳市 | 北京市 | 上海市 |
|--|---|---|
| 深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711 | 北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939 | 上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434 |