

研究所

证券分析师：马金良 S0350510120001

联系人：邓周宇 S0350112040029

0755-23936039 dengzy@ghzq.com.cn

品牌打造为核心，逐渐走出经营低谷

——仁和药业深度报告

投资要点：

- **优卡丹事件对公司并无致命性影响** 优卡丹事件从微博到网上传播到大量人群发酵，市场普遍认为该事件会对公司产生重大影响。随着时间的延续，优卡丹对1岁以下儿童肝肾毒性的说法被证明并不成立，而且优卡丹早在2012年就已经修改说明书限制其在1岁以下人群的使用，本次微博事件对公司销售的实质影响体现在终端消费人群（1岁以上儿童的父母）会被误导，从而影响优卡丹在1岁以上人群的正常销售。我们认为：在优卡丹本身并无质量问题的前提下，该事件对公司的影响会在不长的时间内逐渐消除。
- **品牌打造能力为公司核心竞争力，渠道管控能力正在加强** 我们认为 OTC 企业的核心竞争力在于强大的品牌打造能力，强渠道管控能力和不断丰富的产品品类。公司品牌打造能力一流，培育了妇炎洁，优卡丹，可立克，闪亮着四大品牌，目前正在培育清火胶囊和正胃胶囊这两个品种。在过去一直被人诟病的渠道管控能力上面，我们看到公司也在提高：公司在经过两改一推进工程后将扁平化的渠道改为层级更为清晰的三级代理制，产品分线运作，狠抓窜货乱价，加强终端，我们看到公司的管控能力正在加强，未来也向一线企业的水平去看齐。在产品品类上，除了过去的四大品牌上，公司力推清火胶囊和正胃胶囊，在此之上，公司推出妇炎洁新包装，针对更为高端的人群，产品品类不断丰富。
- **一线品种稳定恢复，二线品种快速增长** 公司在经过营销改革之后 2011 年恢复快速增长的势头，但是在 2012 年公司遇到毒胶囊事件的打击。公司为了保护仁和的品牌，将全线产品进行控货。使得销售额在 2012 年前三季度发生大幅下滑。但是经过半年的调整，公司已经重新恢复正常。我们预计未来 3 年公司将重回快速增长的轨道。
- **价值评估 6.78 元 首次覆盖给予增持评级** 预计 2012-2014 年公司实现净利润 2.51 亿元，3.38 亿，4.19 亿，实现 EPS0.25 元，0.34 元，0.42 元，对应 PE22 倍，17 倍，13 倍。对应 2012-2014 年的业绩，公司股票目前动态市盈率为 22 倍，17 倍，13 倍，对比 A 股市场主要的 OTC 企业，公司的 PE 低于平均水平。我们认为公司将逐渐走出毒胶囊和优卡丹事件的影响，重新回到稳定增长的轨道。从空间来看，公司 6 大产品未来仍有较大的市场空间，同时公司收购江西制药战略性进入处方药领域，打开更大的市场空间。给予公司 2013 年 20 倍 PE（6.82 元）估值的目标价，给予“增持”评级。未来随着公司经营情况的恢复，业绩有望持续超预期，投资评级有进一步上调的可能性。
- **风险提示** 优卡丹事件影响高于市场预期。公司业绩恢复慢于预期。

目 录

1、优卡丹事件对公司并无致命性打击	3
2、核心竞争力：品牌打造能力一流，渠道管控逐渐增强	4
2.1、品牌打造能力一流	4
2.2、渠道管控能力逐渐增强	6
3、品种分析：一线品种稳定恢复，二三线品种保持快速	7
3.1、妇炎洁	7
3.2、可立克，优卡丹	9
3.3、闪亮滴眼液	11
3.4、二、三线产品	11
4、盈利预测：	12
4.1、假设前提	12
4.2、盈利预测	12
5、估值	14
5.1、绝对价值评估 6.78 元	14
5.2、相对估值评估 6.82 元	15
6、风险提示	16

1、优卡丹事件对公司并无致命性打击

优卡丹事件回放:

1月21日，北京某医院一名年轻的儿科医生在微博爆料称，优卡丹（小儿氨酚烷胺颗粒）已经被充分证明了对儿童的肝肾毒性，应该“一岁内禁服，六岁内慎服”，随后该微博被转载，在大量人群中发酵。

1月23日，媒体发表“优卡丹被曝含损儿童肝肾有毒物 药店可轻松买到”的文章。仁和药业当天低开，全日下跌 0.34%，表现弱于大盘。当日晚间，仁和药业就“优卡丹含毒事件”作出澄清，表明产品含有对儿童肝肾有毒的成分的报道存在误读。

1月24日，优卡丹事件进一步升级，媒体大量报道“优卡丹未标注一岁内婴儿禁用”、“优卡丹毒害儿童肝肾”等内容，市场也过度反应，公司股价下跌。

1月27日，江西药监局表示，优卡丹新修订的药品说明书在2012年5月就已经批准，并报国家食品药品监督管理局备案，该药品可正常销售和使用。

1月28日，仁和药业再度发布公告，称“优卡丹”系列产品是严格按照国家食品药品监督管理局核准的标准进行生产和销售，产品说明书也是经过国家食品药品监督管理局严格审批的，公司产品没有任何质量问题，只要正确使用不会对儿童产生肝肾损害。

随后，优卡丹肝肾毒性的微博主“那时花开的秋天 1986 主撤掉相关博文”，并向对自己不负责任的评论向公众表示道歉。

1月30日：中央电视台财经和新华社连发数条评论，证伪优卡丹的肝肾毒性。

我们的看法:

我们认为：小儿氨酚黄那敏颗粒在1岁以下儿童禁止服用的原因并非是对儿童的肝肾毒性，其副作用在国家药监局已有确切的表述：“因含有盐酸金刚烷胺，其缺乏新生儿和1岁以下婴儿安全性和有效性的数据，新生儿和1岁以下婴儿禁用本品”。因此公司早在2012年5月就已经修改了药品说明书，禁止在1岁以下儿童使用。

本次事件的持续发酵对公司实质的影响体现在：1.对于终端消费者会产生误导，从而影响OTC终端的销售；2.终端销售的减缓会使得部分经销商发生退货。

我们认为市场对于优卡丹事件的影响过于悲观:

(1) 优卡丹的销售全部是针对1岁以上的儿童，并不受1岁禁止服用的规定的影响。

(2) 理论上小儿用药所有产品都会有副作用，氨酚黄那敏在临床上的效果和副作用已经被医生充分认知，在药监局没有禁止使用的情况下，医生不太可能会改变原来的处方习惯。

(3) 终端消费者确实会被误导，从而蔓延影响到优卡丹在 1 岁以上儿童的使用，但是公司也在积极进行危机公关，不断的将正确的信息向终端消费人群进行传递，我们认为：在公司产品没有问题的前提下，该事件会随着时间的推移而逐渐平息。

2、核心竞争力：品牌打造能力一流，渠道管控逐渐增强

我们认为 OTC 企业的核心竞争力在于品牌，渠道管控和品种的多样性。公司的品牌打造能力一流，但渠道管控能力在过去被人诟病。近年来我们看到公司的渠道管控能力正在逐渐加强，未来有望向一线企业迈进。

2.1、品牌打造能力一流

妇炎洁，优卡丹，可立克，闪亮滴眼液是公司 4 大明星品种。明确的市场定位加上深入人心的广告是品牌打造的关键，公司在这两点上做的极为突出。

图 1、仁和药业核心品种



资料来源：公司网站

妇炎洁：妇炎洁产品系列齐全超过竞争对手，包括洗液系列、卫生用品系列、护理配套系列等产品，通过在“洁、养、护”不同护理阶段的配合应用，以实现完美的护理效果。广告推广方面 2003 年著名歌星任静、付笛声代言妇炎洁，2009 年，台湾影星林心如担任产品代言人，从“知心爱人”到“健康的你，幸福的家”，浓缩了妇炎洁对所有女性的真诚关爱与祝福。除此之外，2008 年 5 月，中国妇女发展基金会与江西康美医药保健品有限公司共同发起“妇炎洁绿叶健康女性关爱工程”公益活动，由妇炎洁企业独家出资捐赠用于对中国贫困地区女性的公益救助。产品传达的公益性品牌内涵“关爱妇女，呵护健康”深入人心，目前其家庭渗透率已经达到 13.5%，拥有超过 6000 万遍布中国城乡的顾客，在女性保健卫生市场拥有极高的知名度。

表 1、2012 年全国样本 OTC 终端妇科洗液市场占有率排名

排序	产品名称	销售额（万元）	销售份额
1	洁尔阴洗液	130.19	36.02%
2	妇炎洁植物本草洗液	51.57	14.27%
3	甲硝唑氯己定洗剂	34.04	9.42%
4	复方黄松洗液	26.68	7.38%
5	湿痒洗液	23.02	6.37%
6	红核妇洁洗液	13.54	3.75%
7	皮肤康洗液	12.21	3.38%
8	青柏洁身洗液	10.09	2.79%
9	黄苦洗液	8.8	2.43%
10	苦柏止痒洗液	7.81	2.16%

资料来源：健康网

闪亮滴眼液：萘敏维滴眼液。在抗疲劳滴眼液的市场，萘敏维滴眼液市场占有率接近 30%，其中，闪亮滴眼液的市场占有率排在萘敏维滴眼液前三，其关键的因素在于：公司抓住产品定位于年轻人群的特点，运用娱乐营销模式，先后与湖南卫视合作的“仁和闪亮新主播”主题活动和“仁和闪亮快乐男声”主题活动，并聘请周杰伦，刘谦，何炅等人做形象代言人，迅速提升了品牌的知名度和认知度。

表 2、全国 OTC 市场样本终端抗疲劳滴眼液市场占有率

排序	产品名称	销售额（万元）	销售份额
1	萘敏维滴眼液	153.04	28.30%
2	复方硫酸软骨素滴眼液	101.81	18.83%
3	复方门冬维甘滴眼液	96.73	17.89%
4	珍珠明目滴眼液	72.21	13.36%
5	氯化钠滴眼液	34.32	6.35%
6	七叶洋地黄双苷滴眼液	31.31	5.79%
7	四味珍层冰硼滴眼液	29.44	5.44%
8	复方尿维氨滴眼液	14.18	2.62%
9	萘非滴眼液	5.24	0.97%
10	眼氨肽滴眼液	1.53	0.28%

资料来源：公司数据

优卡丹和可立克：通用名氨酚烷胺，前者针对儿童，后者针对成人。在儿童和成人感冒药市场中复方氨酚烷胺制剂的药物市场占有率在前 2 位。而仁和的优卡丹和可立克在复方氨酚烷胺中的市场占有率又排在前列。其成功的原因在于：高额

的广告投入和正确的代言人（利用家有儿女电视剧的影响力，聘请宋丹丹做优卡丹代言人，契合儿童用药的特点。）

表 3、全国 OTC 市场样本终端小儿感冒发烧类药物市场占有率

排序	产品名称	销售额（万元）	销售份额
1	小儿氨酚黄那敏	253.99	34.92%
2	小儿氨酚烷胺（优卡丹，好娃娃等）	159.53	21.93%
3	小儿感冒颗粒	112.42	15.45%
4	琥珀猴枣散	49.27	6.77%
5	小儿伪麻美酚滴剂	36.11	4.96%
6	美敏伪麻	33.13	4.55%
7	小儿柴桂退热颗粒	15.45	2.12%
8	小儿退热贴	14.24	1.96%
9	小儿感冒宁糖浆	11.43	1.57%
10	小儿热速清颗粒	6.36	0.87%

资料来源：公司数据

表 4、全国 OTC 市场样本终端感冒发烧类药物市场占有率

排序	产品名称	销售额（万元）	销售份额
1	复方氨酚烷胺	497.14	28.98%
2	布洛芬	365.67	21.31%
3	酚麻美敏	164.61	9.59%
4	小儿氨酚烷胺	160.05	9.33%
5	复方对乙酰氨基酚	77.11	4.49%
6	氨酚伪麻美芬片 II / 氨麻苯美片	66.03	3.85%
7	美扑伪麻	53.07	3.09%
8	对乙酰氨基酚	50.17	2.92%
9	氨麻美敏	45.43	2.65%
10	美息伪麻片	45.02	2.62%

资料来源：公司数据

公益推广、明星概念以及准确的消费者心理把握在上述四个产品销售策略上体现得淋漓尽致。随后的二线新品种清火胶囊，正胃胶囊等也移植了这个思路去运作。

2.2、渠道管控能力逐渐增强

公司的渠道管控能力在过去与一线企业相比有较大差距，但是我们看到公司的渠道管控能力正在逐渐增强。公司在初始阶段，没有大量的广告支持，与之合作的经销商多为中小经销商，公司采取业务员带着经销商去找终端的方法做，实现了仁和和经销商共同发展的过程。这个过程呈现的特点是粗放式的渠道管控，突出表现在：渠道是扁平化，直接管理数千个经销商，但是又没有足够强的力量去直面终端。经销商的激励机制是：哪种产品卖得好就卖哪种，那种里进价低就从哪里拿货，于是产生窜货乱价的问题。

针对这些，公司于 2009 年下半年开始做营销调整，主要的改革体现在 3 方面：
1.对渠道客户实施更加严格的资信分类管理，细化对渠道的管理；2.加强终端维

价工作，控制发货，为次年价格体系改善奠定基础；3.对销售员实行分线考核，二三线品种独立运作。

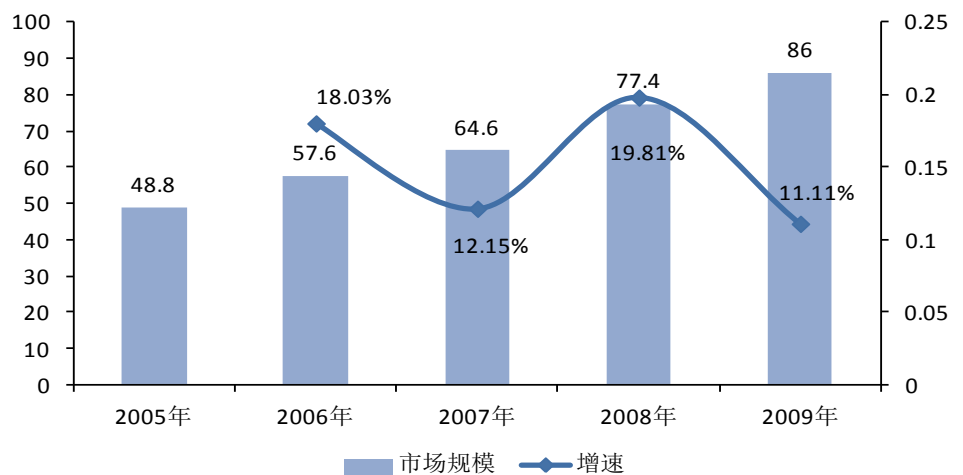
经过调整，公司从原来的全国几千个经销商，调整为 30 多个一级经销商。由一级经销商负责二级经销商，二级经销商负责三级经销商，并维护产品价格的稳定。另外，公司将主要产品与二、三线产品的销售队伍分开。在仁和药业下成立中方公司，专门负责二、三线品种的推广。目前中方销售人员 700-800 人，仁和药业销售人员 300 人，管理人员 200 人。同时公司增设市场专员，查处窜货乱价的行为。随着营销调整的结束，公司二三线产品开始实现超预期增长，同时一线产品的增长也开始加快。

3、品种分析：一线品种稳定恢复，二三线品种保持快速

3.1、妇炎洁

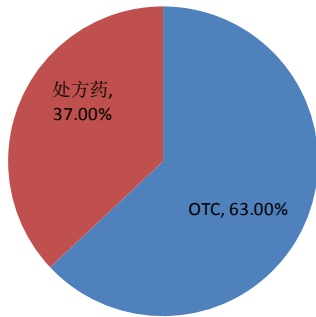
“妇炎洁”是公司起家的产品，主要治疗妇科炎症的中成药，属于外用洗液。根据南方所的统计，我国妇女妇科炎症的发病率高达 59.3%。但是由于就诊率不高，城市 27.5%，农村 26.60%，诊断治疗在较大程度上是由病人自我完成。这一特点也反映在市场格局：妇科炎症市场规模在 2012 年超过 100 亿元，其中：零售终端 OTC 占比达到 63%，医院市场占比达到 37%；OTC 市场中，中成药占比又达到 54.43%。仁和药业的“妇炎洁”经过 10 年的培育，市场占有率排名处于前 2 位。

图 2、妇科炎症市场规模（亿元）



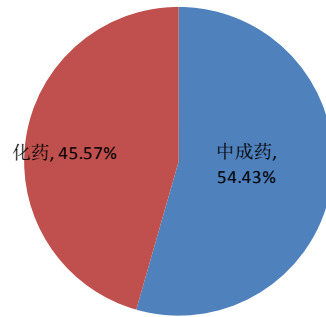
资料来源：SFDA 南方所

图 3、妇科炎症药品种类分布



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 4、妇科炎症 OTC 药品中 化药和中成药分布

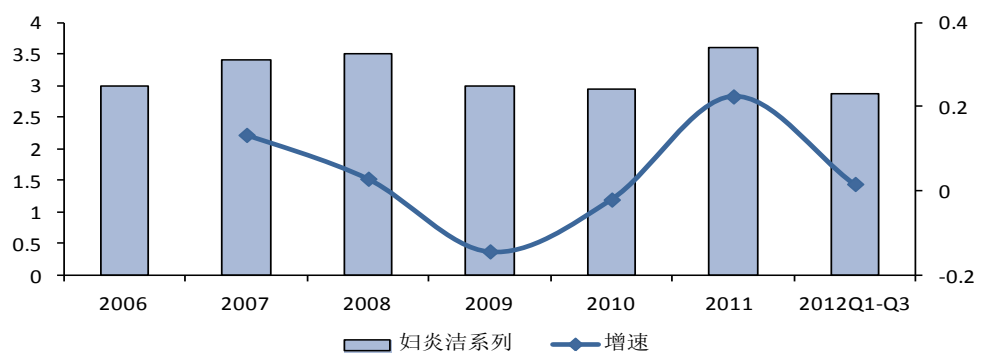


资料来源：WIND、国海证券研究所

“妇炎洁”2008 年的销售收入达到高峰，年销售额超过 3.5 亿，销售终端包括零售药店和商超。随后公司进行营销改革，放弃了超市终端，使得销售有所下滑。进入 2011 年，公司重新进入超市终端，并加大对销售人员的激励（给予销售人员 15% 的提成），使得“妇炎洁”重新恢复增长。在实行销售激励之后，“妇炎洁”不仅在超市终端扩展，而且在原有的零售药店终端中的市场占有率也在上升。

2012 年下半年，公司受到毒胶囊事件的影响，公司为了保护仁和品牌，所有一二线品种都采取控货策略，公司妇炎洁产品一度出现下滑。2013 年下半年公司针对妇炎洁推出新款妇炎洁，包装更为精美，针对更为高端的人群。随着渠道发货的正常化，以及终端细分人群的扩大化，“妇炎洁”在 2013 年将恢复稳定增长的状态。

图 5、妇炎洁销售规模（亿元）

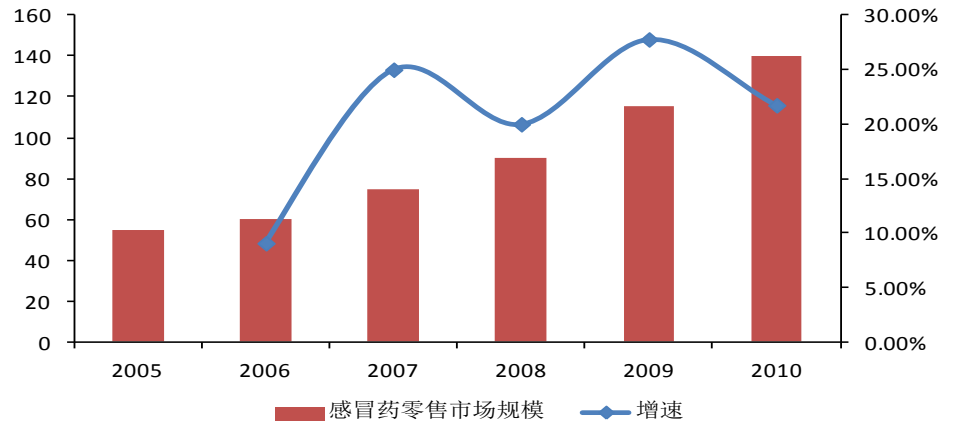


资料来源：SFDA 南方所

3.2、可立克，优卡丹

“可立克”和“优卡丹”是治疗感冒的化学药，都是以氨酚烷胺为主要成分，前者是针对成人的感冒药，后者是针对儿童的感冒药。我国的感冒药市场规模在2012年底接近200亿元，其中儿童感冒药市场规模约40亿，感冒药中，化学药与中成药的市场份额比例约为：6.5:3.5。

图 6、感冒药 OTC 市场规模



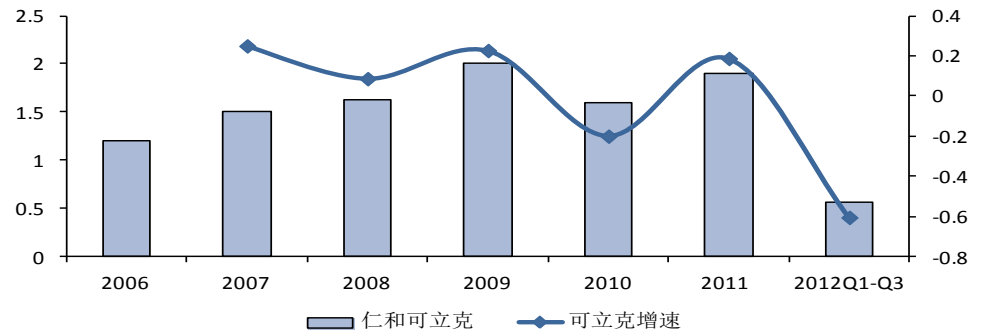
资料来源：SFDA 南方所

3.2.1 可立克

在竞争激烈的成人感冒药市场中，市场份额比较大的有：布洛芬胶囊，阿司匹林肠溶片，酚麻美敏片，盐酸伪麻黄碱胶囊，白加黑，复方氨酚烷胺片等，而每一种通用名药物中都有大量的企业在生产，因此成人感冒药市场的竞争十分激烈。

2008，2009年，“可立克”的销售收入达到1.63亿，2.00亿，分别同比增长8.67%，22.70%。2010年随着公司营销改革和广告费用的减少，“可立克”的销量发生下滑，全年可立克仅实现销售收入1.60亿元，同比下降20%。进入2011年，得益于营销激励，“可立克”的销售发生明显的好转。但是进入2012年之后公司受到毒胶囊事件的影响，销售金额大幅下降，前三季度下降60%。我们认为：对比OTC感冒药的龙头感冒灵（年销售额超过10亿），快克（年销售额超过7亿），可立克的空间远未达到。随着公司渠道管控能力的增强，以及毒胶囊事件的过去，可立克在未来会呈现稳定增长的趋势。

图 7、可立克销售



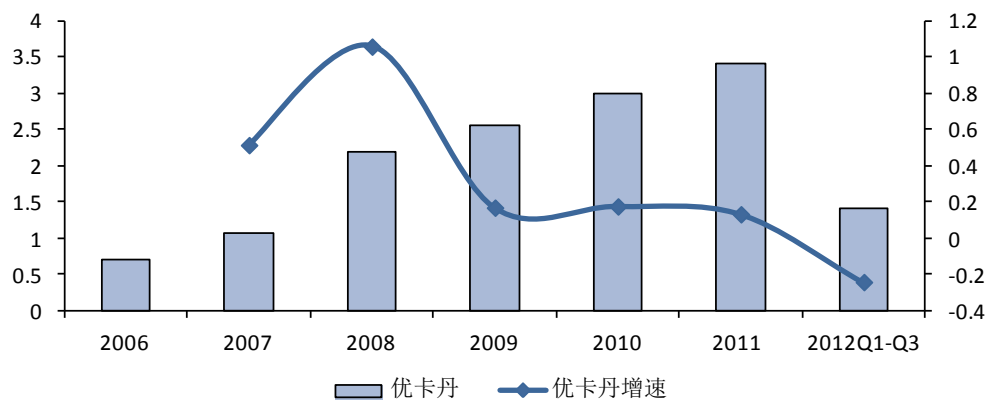
资料来源：国海证券研究所

3.2.2 优卡丹

相对来说，儿童感冒药市场的竞争强度更小一些，在小儿感冒发热用药市场上，小儿氨酚黄那敏颗粒和小儿氨酚烷胺颗粒两者合计占市场份额的 50%，所以“优卡丹”面临的市场竞争环境好于“可立克”。从销售收入上来看，“优卡丹”的销售额也大于“可立克”，而且销售增长一直比较快。2008-2010 年，“优卡丹”实现销售收入 2.18 亿, 2.55 亿, 3.00 亿, 分别同比增长 105.66%, 16.97%, 17.65%。

进入 2011 年，得益于营销激励，“优卡丹”的销售增长也有所上升，但是进入 2012 年，受到毒胶囊的影响，公司进行全线控货，优卡丹的销售额明显下降，前 3 季度同比下滑 24%，但是 4 季度开始明显恢复。进入 2013 年，优卡丹又受到微博事件的打击，短期销售受到一定的阻碍。但是我们认为该事件对公司并未产生致命性打击，优卡丹在不长的时间内会恢复稳定增长。

图 8、优卡丹销售



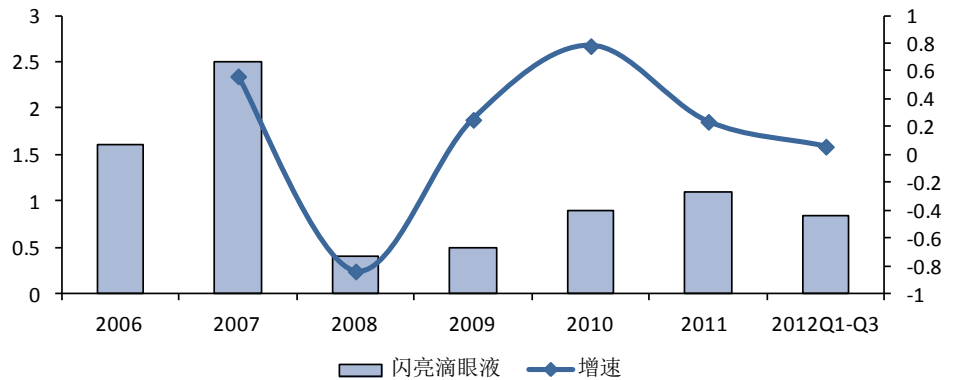
资料来源：国海证券研究所

3.3、闪亮滴眼液

眼科用药市场不大，市场规模约 70 亿元，其中滴眼剂，眼膏凝剂占市场 80% 以上的份额。眼科滴眼液市场主要呈现小市场，大品牌的特征，主要产品集中度较高。润洁，润舒，闪亮，珍珠明目滴眼液，珍视明滴眼液都是市场占有率较高的大品牌。其中销售额最大的是山东博士伦福瑞达制药生产的“润舒”和“润洁”，两者年销售额合计超过 4 亿元

仁和药业的“闪亮”系列产品主要是萘敏维滴眼液，复方门冬维甘滴眼液。相对于润洁、乐敦、珍珠明目、珍视明等滴眼液产品，闪亮滴眼液属于后起之秀，但发展最为迅速。2004 年，闪亮滴眼液年销售收入超过 1 亿元，2008 年经过“闪亮门”事件，销售收入大减，随后慢慢恢复，2010 年实现销售收入 5747 万元。进入 2011 年，公司加大对“闪亮”的广告投入和营销推广，“闪亮”滴眼液强势增长，全年超过 1.1 的收入。2012 年公司受到毒胶囊事件的影响，为了保护仁和的品牌，进行了全线产品控货，故闪亮滴眼液也受到一定程度影响。但在第四季度，闪亮滴眼液恢复稳定增长的趋势。对比滴眼液市场的龙头山东福瑞达，我们认为闪亮 1 亿销售额离市场天花板还很远，未来将会保持稳定增长的趋势。

图 9、闪亮滴眼液

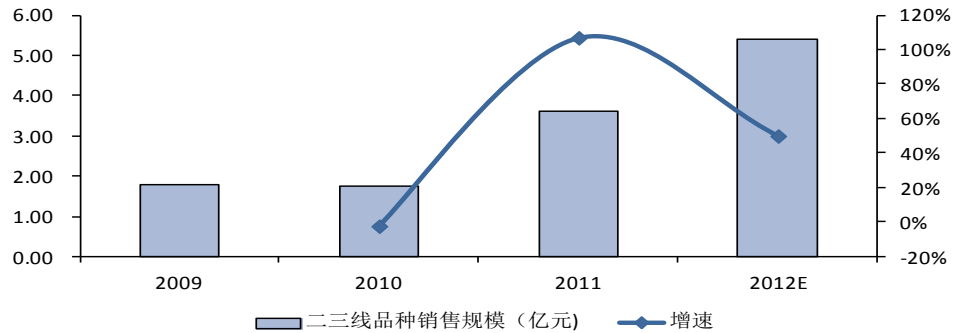


资料来源：国海证券研究所

3.4、二、三线产品

公司二三线品种包括清火胶囊，正胃胶囊和其他品种。清火胶囊和正胃胶囊放在仁和药业去运作，其他产品放在中方药业去运作，近年来公司二三线品种增速极快(2011 年增速超过 100%，2012 年剔除合并范围的扩大，增速预计超过 50%)。

图 10、二三线品种销售规模



资料来源：国海证券研究所

正胃胶囊是中西医结合用药，品牌定位为“专业胃药”，由王刚任代言人。而清火胶囊是 2009 年推出，主要功能为清热解感，其代言人为 09 年春晚“不差钱”小品中的主角（赵本山、小沈阳和毛毛）。清火胶囊在毒胶囊的打击下仍然实现 10% 以上的增长，预计 2012 年全年实现销售额 5000 万元。清火胶囊作为公司新培育的品种，未来将保持快速增长的趋势。对于大量的其他产品，公司是将其放在下属子公司中方公司来销售的。中方药业的销售额在 2012 年前三季度实现了 80% 的增速。我们预计未来仍将保持稳定快速的增长趋势。

4、盈利预测：

4.1、假设前提

2012-2014 年四大一线产品销售额预计为：9.02 亿（-8.89%），11.5 亿（+27.36%），14.28 亿（+24.27%）；二三线品种销售额预计为：6 亿（+66.67%），7.2 亿（+20%），8.64 亿（+20%）；其他业务（商业+药都药业）：4 亿（-53%，商业合并 3 季度，药都药业未纳入合并报表）；2 亿（-50%。商业剥离，合并药都药业）；2.5 亿（+25%）。

毛利率：一线品种维持在 69% 的水平；二三线品种维持在 23% 的水平，商业维持在 2% 的水平，药都药业维持在 19% 的水平。

费用率：2012 年由于销售规模下降，销售费用率和管理费用率各上升 1 个点；2013 年由于商业剥离，销售费用率明显上升，销售费用率上升 3 个点，管理费用率上升 1 个点；2013 年费用率保持不变。

4.2、盈利预测

预计 2012-2014 年公司实现净利润 2.51 亿元，3.38 亿，4.19 亿，实现 EPS0.25

元，0.34 元，0.42 元，对应 PE22 倍，17 倍，13 倍。

图 11、盈利预测

证券代码:		000650.sz		股票价格:		5.66		投资评级:		增持		日期:		2013/2/15	
财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	每股指标与估值	2011	2012E	2013E	2014E						
盈利能力					每股指标										
ROE	26%	18%	20%	20%	EPS	0.48	0.25	0.34	0.42						
毛利率	39%	40%	48%	48%	BVPS	1.77	1.36	1.67	2.06						
期间费率	22%	22%	23%	27%	估值										
销售净利率	14%	13%	16%	17%	P/E	11.88	22.30	16.60	13.36						
成长能力					P/B	3.19	4.16	3.38	2.74						
收入增长率	62%	-14%	9%	23%	P/S	1.62	2.95	2.71	2.21						
利润增长率	37%	-16%	34%	24%											
营运能力					利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E						
总资产周转率	1.38	1.06	0.98	0.99	营业收入	2208	1902	2069	2542						
应收账款周转率	3.61	3.61	3.61	3.61	营业成本	1338	1134	1073	1310						
存货周转率	8.35	8.35	8.35	8.35	营业税金及附加	17	15	16	20						
偿债能力					销售费用	388	354	445	547						
资产负债率	29%	23%	20%	19%	管理费用	85	83	111	136						
流动比	2.40	3.18	4.03	4.49	财务费用	(3)	(11)	(15)	(17)						
速动比	2.05	2.84	3.71	4.16	其他费用/(-收入)	(1)	0	0	0						
资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	营业利润	381	327	439	546						
现金及现金等价物	258	584	898	1226	营业外净收支	9	0	0	0						
应收款项	611	526	572	703	利润总额	391	327	439	546						
存货净额	160	138	130	159	所得税费用	85	71	95	119						
其他流动资产	76	67	72	86	净利润	306	256	344	427						
流动资产合计	1105	1306	1664	2167	少数股东损益	5	5	6	8						
固定资产	155	139	145	171	归属于母公司净利润	300	251	338	419						
在建工程	68	68	48	8	现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E						
无形资产及其他	256	256	231	205	经营活动现金流	167	468	343	229						
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	306	256	344	427						
资产总计	1603	1788	2107	2569	少数股东权益	5	5	6	8						
短期借款	20	20	20	20	折旧摊销	29	41	40	38						
应付款项	203	174	165	201	公允价值变动	(2)	0	0	0						
预收帐款	151	130	142	174	营运资金变动	(172)	166	(46)	(243)						
其他流动负债	87	87	87	87	投资活动现金流	(153)	15	14	15						
流动负债合计	461	411	413	482	资本支出	(67)	15	14	15						
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0						
其他长期负债	0	0	0	0	其他	(87)	0	0	0						
长期负债合计	0	0	0	0	筹资活动现金流	312	(20)	(27)	(34)						
负债合计	461	411	413	482	债务融资	0	0	0	0						
股本	630	990	990	990	权益融资	0	0	0	0						
股东权益	1142	1378	1694	2087	其它	312	(20)	(27)	(34)						
负债和股东权益总计	1603	1788	2107	2569	现金净增加额	326	463	329	209						

资料来源: 国海证券研究所

5、估值

5.1、绝对价值评估 6.78 元

FCFF 法：每股 6.78 元

我们采用 FCFF 法，测算 WACC 为 11.9%，一阶段 3 年，采用盈利预测结果，二阶段 7 年，FCF 增长 10%，永续增长 2%。据此得到每股合理估值 6.78 元。

表 5、FCFF 估值 6.78 元

FCFF估值模型					
测算年度	2012				
Assum					
贝塔β	1.00	股权资本成本Ke	12.0%	适用税率	15.0%
无风险利率	4%	债务成本Kd	6.8%		
市场预期收益率	12.00%	债务比率D/(D+E)	1%	WACC值	11.9%
第一阶段					
	2012E	2013E	2014E	第一阶段 SubTotal PV	1017.15
EBIT	316.26	424.50	528.84		
息税后利润NOPLAT	268.82	360.82	449.51		
折旧与摊销	41.09	39.54	37.59		
营业现金毛流量	309.91	400.37	487.10		
追加营运资本	-55.50	38.94	87.83		
资本支出	15.48	-6.07	-25.46		
减值准备	0.00	0.00	0.00		
FCF	349.93	367.49	424.73		
APV	349.93	328.28	338.93		
第二阶段					
期初FCF	424.73	中期年限	7	第二阶段 SubTotal PV	2252.45
FCF增长率	10.00%	实际增长率	-1.74%		
永续阶段					
期初FCF	827.68			永续阶段 SubTotal PV	3442.70
FCF增长率	2%	实际增长率	-8.88%		
Total PV	6712.29	备注			
发行在外股份数	990.25	测算出总价值以及每股价值均对应预测年度期末值			
每股价值	6.78	发行在外股份数为公司总股本，包含B股、H股及其他海外股			

资料来源：Wind、国海证券研究所

敏感性测试

对 FCFF 法中 WACC、永续增长率、二阶段增长率采用敏感性测试，结果显示：估值对 WACC 很敏感，对永续增长率、二阶段增长率均不敏感。

当 WACC 在[10.9,12.9]之间时，公司每股价值在[5.75,8.11]之间。

表 6、敏感性测试一

		敏感性分析之一						
		WACC						
		8.9%	9.9%	10.9%	11.9%	12.9%	13.9%	14.9%
永续 增 长 率	-1.0%	9.66	8.41	7.45	6.68	6.05	5.53	5.10
	0.0%	9.73	8.46	7.49	6.71	6.08	5.56	5.12
	1.0%	9.79	8.51	7.53	6.74	6.11	5.58	5.14
	2.0%	9.85	8.56	7.57	6.78	6.14	5.61	5.16
	3.0%	9.91	8.61	7.61	6.81	6.17	5.63	5.18
	4.0%	9.97	8.66	7.65	6.85	6.20	5.66	5.20
	5.0%	10.03	8.71	7.69	6.88	6.22	5.68	5.23

资料来源: Wind、国海证券研究所

表 7、敏感性测试二

		敏感性分析之二						
		WACC						
		8.9%	9.9%	10.9%	11.9%	12.9%	13.9%	14.9%
第 二 阶 段 增 长 率	2.5%	9.37	8.11	7.14	6.37	5.75	5.24	4.82
	5.0%	9.51	8.25	7.27	6.50	5.87	5.36	4.92
	7.5%	9.67	8.40	7.41	6.63	6.00	5.48	5.04
	10.0%	9.85	8.56	7.57	6.78	6.14	5.61	5.16
	12.5%	10.03	8.74	7.73	6.94	6.29	5.75	5.29
	15.0%	10.24	8.93	7.91	7.11	6.45	5.90	5.44
	17.5%	10.45	9.13	8.11	7.29	6.62	6.06	5.59

资料来源: Wind、国海证券研究所

5.2、相对估值评估 6.82 元

对应 2012-2014 年的业绩, 公司股票目前动态市盈率为 22 倍, 17 倍, 13 倍, 对比 A 股市场主要的 OTC 企业, 公司的 PE 低于平均水平。我们认为公司将逐渐走出毒胶囊和优卡丹事件的影响, 重新回到稳定增长的轨道。从空间来看, 公司 6 大产品未来仍有较大的市场空间, 同时公司收购江西制药战略性进入处方药领域, 打开更大的市场空间。给予公司 2013 年 20 倍 PE (6.82 元) 估值的目标价, 给予“增持”评级。未来随着公司经营情况的恢复, 业绩有望持续超预期, 投资评级有进一步上调的可能性。

表 8、A 股主要 OTC 企业估值

股票名称	总市值 (亿元)	每股收益				市盈率				CAGR	PEG
		2011A	2012E	2013E	2014E	2011A	2012E	2013E	2014E		
江中药业	69.98	0.73	0.86	1.16	1.47	30.72	26.29	19.45	15.28	26.20%	1.00
华润三九	286.72	0.78	1.02	1.27	1.54	37.70	28.84	23.15	18.97	25.74%	1.12
千金药业	38.86	0.27	0.40	0.51	0.65	46.93	31.82	25.00	19.74	33.47%	0.95
仁和药业	56.07	0.30	0.25	0.34	0.42	18.67	22.64	16.65	13.48	11.48%	1.97
康芝药业	27.90	0.01	0.15	0.45	0.78	990.78	93.00	31.00	17.88	281.21%	0.33
	96	0.42	0.53	0.74	0.97	224.96	40.52	23.05	17.07	75.62%	1.08

资料来源: Wind、国海证券研究所

6、风险提示

优卡丹事件对公司的影响大于预期。公司业绩恢复速度慢于预期。

【分析师承诺】

马金良，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本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征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1509室

姓名	固话	手机	邮箱
林莉	010-88576898-836	13824397011	linl@ghzq.com.cn
张志鹏	010-88576898-832	13552580746	zhangzhipeng@ruc.edu.cn
刘盛宇	010-88576898-832	13581912759	liushengyu1@163.com

上海区：上海市浦东新区世纪大道787号5楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
颜彦	0771-5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦3楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn

程一天	0755-83702072	13684915160	chengyt@ghzq.com.cn
王帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn
