

中航证券金融研究所

张绍坤 证券执业证书号 :S0640511040001
研究助理：赵浩然 S0640111110037
电话：0755-83689044、83689524
邮箱：zskscstock@yahoo.com.cn
zhaohao185@hotmail.com

仁和药业 (000650) 2012 年年度报告点评： 业绩低于预期，状况有所向好

行业分类：医药生物

2013 年 04 月 23 日

公司投资评级	买入
6-12 个月目标价	8.00
当前股价 (13.04.23)	5.46

基础数据	
上证指数	2184.54
总股本 (亿)	9.91
流通 A 股 (亿)	9.45
流通 B 股 (亿)	0
流通 A 股市值 (亿)	51.60
每股净资产 (元)	1.64
ROE (2012N)	15.76%
资产负债率	18.27%
动态市盈率	16.09
市净率	2.84



事件回顾：

公司 2012 年年报披露：报告期内公司实现营业收入 20.88 亿元，同比下降幅度为 10.84% (合并口径)；取得营业利润为 3.09 亿元，同比减少 18.98%；归属上市公司股东的净利润为 2.55 亿元，同比下滑 21.15% (合并口径)；基本每股收益为 0.26 元，较去年同期下滑 23.53%。

投资要点：

收入同比下滑明显，业绩略低于预期：2012 年受“毒胶囊”及“优卡丹”事件的影响，公司主营业务收入出现明显下滑，其中核心医药业务取得营业收入 20.71 亿元，同比下滑 10.7%；分产品来看，药品业务实现营业收入 18.05 亿元，同比下滑 8.58%，健康相关产品销售 2.66 亿元，较去年同期下降 26.43%，包装物相关产品业务收入 1.45 万元，同比减少 95.53%；公司收入下滑出乎我们此前的预期判断，这也是导致公司 12 年业绩略低于我们之前预测 (0.28 元) 的主要原因。

毛利率基本稳定，期间费用率上涨：报告期内公司整体毛利率为 39.39%，基本上与去年同期 (39.37%)持平，期间费用率累计为 23.68%，较去年提高 2.39 个百分点，进一步加速利润下滑，分项来看，公司全年管理费用为 1.44 亿元，同比增加 38.65%，管理费用的大幅提高是公司当期费用率上涨的主要原因，公司解释为本期定向支付推广服务费、咨询费、收购导致管理费用增加以及工资上涨所致，同时受媒体广告费用减少 0.34 亿元的影响，公司全年销售费用为 3.55 亿元，同比减少 9.51%；期间公司针对变更外包装说明的库存商品外包装物及新增收购企业中账龄 2-3 年以上的产品全额计提存货跌价准备，合计计提 136.84 万元减值损失，为今年的业绩增长打下良好的基础。

负面影响延续，单季度经营逐步好转：去年 2 季度毒胶囊及优卡丹事件集中爆发，由于市场终端反应的滞后性，再加上出售仁翔药业因素的影响，导致 3 季度公司整体收入和净利润均出现较大幅度的下滑，分别同比下降 21.97% 和 83.57%，4 季度负面影响虽然仍在持续，但公司经营状况已有所好转，单季度实现营业收入 5.46 亿元，净利润为 0.90 亿元，分别较去年同期下滑 16.21%、17.98%。

品牌产品受伤明显，二线品种快速崛起：2012 年公司品牌产品受市场负面影响较大，以经营品牌产品为主的商业子公司江西仁和全年累计实现营业收入和净利润分别为 6.76 亿元和 2381.38 万元，分别较去年同期下滑 69.21% 和 78.67%；但是公司二线品种报告期内增长迅速，仁和中方销售收入 6.14 亿元，同比增长 68.34%，净利润实现翻番增长，重点品种清火胶囊销售近 5 千万元，儿科、咳嗽系列销售超过 1 亿元，为公司未来培育新品牌创造了市场条件。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道 3024 号航空大厦 29 楼
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：0755-83692635
传 真：0755-83688539

处方药领域增长，未来业绩的重要支撑：2012年公司完成对江西制药、药都樟树等处方药生产企业的收购，经过一段时间的营销尝试，公司处方药业务增长明显：药都药业作为公司打入处方药市场终端的排头，已组建330名地级经理、1250名县级经理的营销队伍，掌控有效终端37931家，并深化政府事务工作，以大活络胶囊为核心，打造临床主导品牌，全年处方药实现销售1.47亿元，同比增长35%；同期以经销江西制药处方药产品为主的江制医药也实现销售同比增长23%。

投资评级：

我们根据公司的年报情况，暂维持公司13-14年的EPS分别为0.34元、0.42元，同比增长率分别为31.80%、23.44%，对应的动态市盈率分别为16、13倍，在当期医药生物板块整体估值水平接近35倍的市场环境下，公司明显被严重低估；我们看好未来公司处方药业务领域的营销整合，预计随着公司对医院终端的广覆盖，处方药和二线品种将进入持续快速增长期，成为业绩增长的重要支撑，因此继续维持公司“买入”评级，目标价8.00元。

投资风险：

品牌受损风险；市场竞争风险；行业政策风险；业务整合风险。



图表 1: 仁和药业 2008-2012 年营业收入变动情况


资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 2: 仁和药业 2008-2012 年净利润变动情况


资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 3: 仁和药业 2012 年单季度营业收入变动情况


资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 4: 仁和药业 2012 年单季度净利润变动情况


资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 5: 仁和药业 2008-2012 年分产品收入变动情况

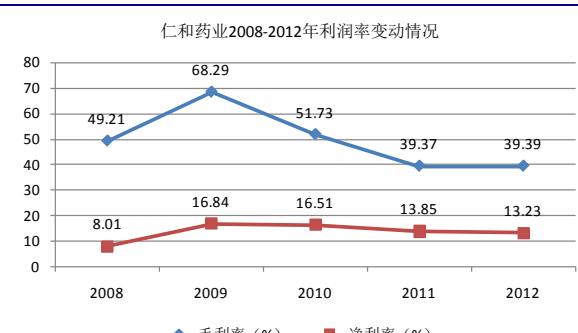

资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 6: 仁和药业 2008-2012 年分产品毛利率变动情况


资料来源:公司报告、中航证券金融研究所

图表 7: 仁和药业 2008-2012 年期间费用率变动情况


资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 8: 仁和药业 2008-2012 年利润率变动情况


资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 9：盈利预测表

报表预测						
利润表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1366.78	2207.71	2087.52	2343.24	2970.29	3632.67
减: 营业成本	659.81	1338.44	1265.25	1343.85	1755.74	2176.33
营业税金及附加	12.09	17.04	18.13	19.72	25.00	30.57
营业费用	338.51	387.95	354.93	425.77	511.19	587.77
管理费用	69.41	84.98	143.50	143.41	165.15	189.63
财务费用	-2.97	-2.83	-3.92	-7.44	-11.14	-19.36
资产减值损失	0.56	-0.30	1.37	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	-1.38	0.51	2.75	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.21	-1.54	-2.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	288.20	381.40	309.01	417.94	524.35	667.73
加: 其他非经营损益	1.43	9.27	36.04	36.10	36.10	36.10
利润总额	289.63	390.67	345.06	454.04	560.46	703.83
减: 所得税	63.93	84.86	68.92	90.67	111.92	140.55
净利润	225.70	305.81	276.14	363.37	448.53	563.27
减: 少数股东损益	6.16	5.46	20.68	27.21	33.59	42.18
归属母公司股东净利润	219.53	300.35	255.46	336.16	414.94	521.09
资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	216.13	202.49	373.42	351.49	701.91	991.03
应收和预付款项	626.32	678.63	458.34	651.53	791.03	845.58
存货	138.78	160.35	200.95	248.93	204.69	193.68
其他流动资产	9.25	8.29	15.21	15.21	15.21	15.21
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	155.74	222.49	452.30	489.84	522.37	549.90
无形资产和开发支出	263.70	266.04	513.79	523.79	537.79	555.29
其他非流动资产	4.18	8.32	1.98	0.99	0.00	0.00
资产总计	1414.11	1546.62	2016.00	2281.77	2773.00	3150.69
短期借款	20.00	20.00	0.00	38.58	0.00	0.00
应付和预收款项	482.06	384.51	283.14	198.58	343.55	237.96
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	20.79	20.79	20.79	20.79
负债合计	502.06	404.51	303.93	257.95	364.34	258.76
股本	420.17	630.25	990.67	990.67	990.67	990.67
资本公积	18.58	2.20	293.35	293.35	293.35	293.35
留存收益	435.31	484.50	336.73	621.29	972.53	1413.62
归属母公司股东权益	874.05	1116.95	1620.75	1905.30	2256.55	2697.64
少数股东权益	37.99	25.16	91.31	118.52	152.11	194.29
股东权益合计	912.05	1142.11	1712.07	2023.83	2408.66	2891.93
负债和股东权益合计	1414.11	1546.62	2016.00	2281.77	2773.00	3150.69
现金流量表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	130.44	166.47	183.12	15.06	477.99	391.18
投资性现金净流量	-176.18	-153.31	-306.57	-31.11	-36.11	-41.11
筹资性现金净流量	-86.54	-27.72	328.41	-5.90	-91.46	-60.95
现金流量净额	-132.29	-14.55	204.97	-21.94	350.42	289.12

资料来源：wind、中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

张绍坤，SAC执业证书号：S0640511040001，南开大学经济学硕士，2007年8月加入中航证券金融研究所，从事零售行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明：

本报告并非针对或意图送达或为任何就送达、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户的客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。