



中航证券金融研究所

赵浩然

证券执业证书号: S0640513070002

电话: 0755-83689524

邮箱: zhaohao2011@gmail.com

## 仁和药业 (000650) 2013 年中期报告点评: 负面影响淡化, 双轮驱动增长

行业分类: 医药生物

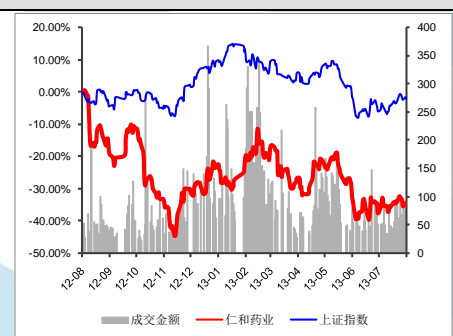
2013 年 08 月 20 日

公司投资评级	买入
6-12 个月目标价	8.00
当前股价 (13.08.20)	5.11

### 基础数据

上证指数	2072.60
总股本 (亿)	9.91
流通 A 股 (亿)	9.90
流通 B 股 (亿)	0
流通 A 股市值 (亿)	50.59
每股净资产 (元)	1.79
ROE (2013H)	8.47%
资产负债率	16.84%
动态市盈率	15.01
市净率	2.97

### 近一年公司指数与上证综指走势对比



资料来源: wind

### 事件回顾:

公司 2013 年中期报告披露: 报告期内公司实现营业收入 8.62 亿元, 同比下滑 25.51%; 取得营业利润为 1.91 亿元, 下降幅度为 7.56%; 归属上市公司股东的净利润为 1.50 亿元, 下降了 8.12% (扣非后 8.43%); 基本每股收益为 0.15 元, 较去年同期下滑 8.13%。

### 投资要点:

**收入有所下滑, 利率提升明显:** 报告期内, 公司医药行业累计实现营业收入 8.61 亿元, 同比下降了 25.54%, 分项目来看, 药品业务收入 7.36 亿元, 与去年同期相比较减少 20.33%, 健康相关产品收入 1.26 亿元, 同比下滑 46.13%, 公司收入的下降主要是受剥离商业业务所致, 剔除这方面的因素影响后, 公司上半年自有产品销售同比增长 11.7%; 同样, 剥离低毛利业务商业业务对公司毛利率影响较大, 尤其是在药品业务方面, 上半年毛利率同比提升 11.89%, 在其带动下, 公司综合毛利率也由去年同期的 37.44% 增加到 46.21%, 增加 8.77 个百分点。

**期间费用率上升, 侵蚀部分利润:** 报告期内, 公司整体销售费用 1.39 亿元, 同比下降 18.13%, 管理费用 0.65 亿元, 增加 29.43%, 管理费用的高增长主要受新收购公司合并报表、增加房屋土地摊销费用以及研发投入增加、薪酬增加等多方面因素的影响; 由于当期公司营业收入下滑幅度较大 (为 -25.51%), 使得期间三项费用率上升幅度较为明显, 由去年同期的 18.80% 上升至 23.42%, 费用率上升侵蚀部分利润。

**负面影响淡化, 业绩企稳回升:** 去年 2 季度开始公司主导产品受到毒胶囊事件、优卡丹事件等市场负面报告的影响较大, 业绩出现较为明显的下滑, 今年以来, 随着公司积极加强同媒体、经销商以及市场消费者沟通交流, 市场负面因素的影响逐步趋于淡化, 就单季度情况来看, 2 季度公司实现营业收入、净利润分别为 4.63 和 0.81 亿元, 虽然收入同比下降 25.43%, 但净利润却增长 15.13%, 经营业绩出现较为明显的企稳回升迹象, 使得公司 1-6 月份整体业绩下滑幅度进一步收窄。

**双轮驱动, OTC 与 Rx 业务并重:** 公司立足打造医药航母, 近两年通过持续的外延式扩张逐步进入 Rx 领域, 今年更是明确了“OTC 为主, Rx 为辅”的发展战略, 我们认为, 相对 OTC 市场而言, 处方药市场前景更为广阔, 目前公司在 Rx 领域的营销相对较为谨慎, 主要以团队的扩充以及营销网络的完善为主, 公司未来将会更多的参与到政府招标事务中, 在目前品牌 OTC 药品增长存在较大不确定性的情况下, Rx 领域的增长将有望成为公司未来业绩的重要驱动力。

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](http://www.avicsec.com)

联系电话: 0755-83692635

传真: 0755-83688539

**立足营销，补齐研发短板：**作为传统的 OTC 企业，公司的核心竞争优势在于其出众的营销能力、强大渠道终端控制力，但是研发投入比例偏低曾一度遭受市场的质疑，今年上半年公司针对东科制药的收购，除了看重优质的产品资源外，还有对其研发体系的认可；公司上半年在研发领域的投入力度明显加大，累计达到 539.25 万元，同比增长 236.76%，完成了包括强力枇杷软胶囊、川贝枇杷糖浆等多个拟上市品种的技术攻关工作，同时还有 3 个品规新药获得药监局受理，研发能力增强为公司未来长期稳定可持续发展奠定良好的基础。

### 投资评级：

我们根据公司的中报情况，暂维持公司 13-15 年的 EPS 分别为 0.34 元、0.42 元、0.53 元，同比增长率分别为 32.05%、23.79%、25.65%，对应的动态市盈率分别为 15、12、10 倍；我们认为，随着市场负面因素的淡化，公司单季度经营状况逐步向好，业绩企稳回升迹象明显，公司上半年通过并购获取诸多独家品种，增强了其在 RX 领域的市场竞争力，预计随着对医院终端的广覆盖，下半年业绩增长有望加速，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。





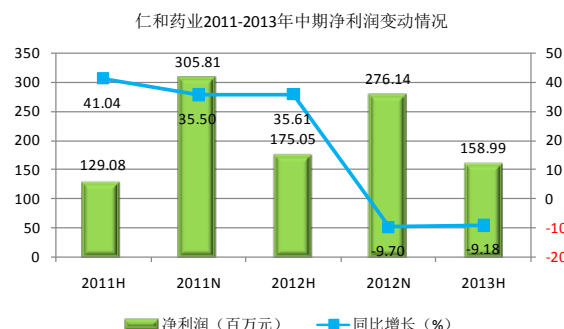
## [仁和药业（000650）公司点评报告]

图表 1: 仁和药业 2011-2013 年中期营业收入变动情况



资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 2: 仁和药业 2011-2013 年中期净利润变动情况



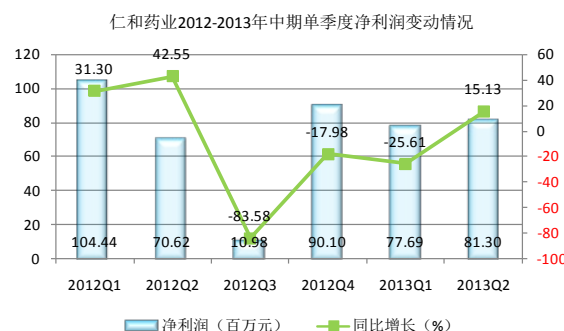
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 3: 仁和药业 2012 年至今单季度营业收入变动情况



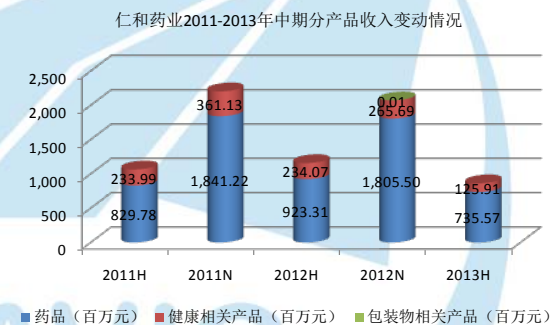
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 4: 仁和药业 2012 年至今单季度净利润变动情况



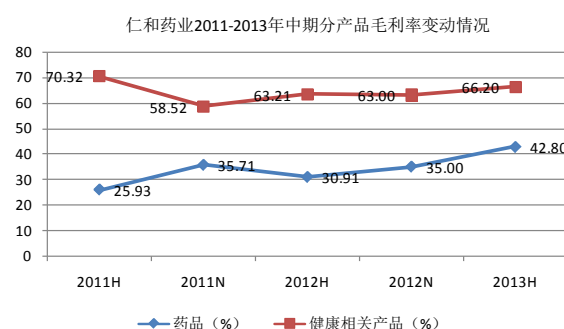
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 5: 仁和药业 2011 年至今分产品收入变动情况



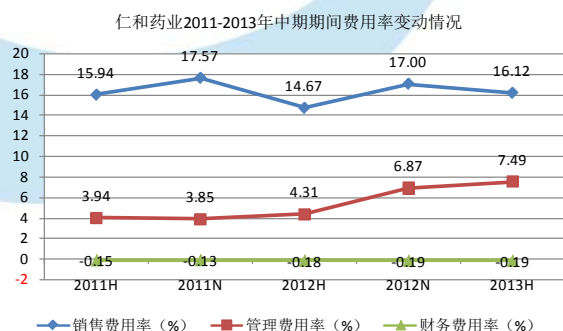
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 6: 仁和药业 2011 年至今分产品毛利率变动情况



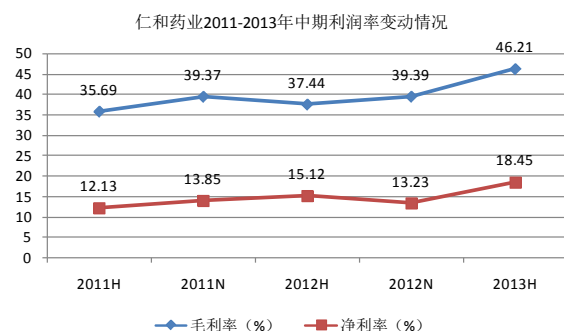
资料来源:公司报告、中航证券金融研究所

图表 7: 仁和药业 2011-2013 年中期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 2011-2013 年中期利润率变动情况



资料来源:wind、中航证券金融研究所



## [仁和药业（000650）公司点评报告]

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	-9.04	-14.72	-24.27
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	419.53	527.94	672.64
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	455.64	564.04	708.74
减：所得税	63.93	84.86	68.92	90.99	112.64	141.54
净利润	225.70	305.81	276.14	364.65	451.40	567.20
减：少数股东损益	6.16	5.46	20.68	27.31	33.80	42.47
归属母公司股东净利润	219.53	300.35	255.46	337.34	417.60	524.73
资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	216.13	202.49	373.42	402.36	878.52	1250.81
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	434.45	411.59	383.74
无形资产和开发支出	263.70	266.04	513.79	475.40	441.00	410.10
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	2228.87	2742.03	3099.11
短期借款	20.00	20.00	0.00	0.00	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	219.37	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	606.86	941.26	1361.43
归属母公司股东权益	874.05	1116.95	1620.75	1890.88	2225.27	2645.45
少数股东权益	37.99	25.16	91.31	118.62	152.42	194.90
股东权益合计	912.05	1142.11	1712.07	2009.50	2377.70	2840.35
负债和股东权益合计	1414.11	1546.62	2016.00	2228.87	2742.03	3099.11
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	118.53	581.06	493.99
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	-58.49	-68.79	-80.59
现金流量净额	-132.29	-14.55	204.97	28.94	476.16	372.29

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

赵浩然，SAC执业证书号：S0640513070002，南开大学理学学士、天津大学理学硕士，2011年6月加入中航证券金融研究所，从事医药生物行业的研究。

## 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发或为任何就送发、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其客户。

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。