



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 年调研简报: 增长动力犹在, 未来长期看好

行业分类: 医药生物

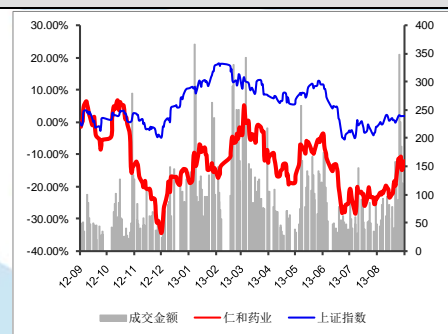
2013 年 09 月 02 日

公司投资评级	买入
6-12 个月目标价	8.00
当前股价 (13.09.02)	5.76

### 基础数据

上证指数	2098.45
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)	57.02
每股净资产 (元)	1.79
ROE (2013H)	8.47%
资产负债率	16.84%
动态市盈率	16.92
市净率	3.02

### 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:

08 月 30 日, 仁和药业在南昌总部召开 2013 年第二次临时股东大会, 我们参加公司此次会议, 并在会后同公司管理层就中报情况、以及未来发展规划进行沟通交流, 形成如下观点。

### 我们的观点:

**中报业绩说明:** 今年上半年公司累计取得营业收入 8.62 亿元, 同比下滑 25.51%, 收入的下降主要是受剥离商业公司的影响, 剔除这方面的因素后, 公司自有产品的销售收入同比增长 11.7%, 累计实现净利润 1.59 亿元, 较去年同期下降了 9.18%, 但就单季度情况而言, 2 季度公司虽然收入同比下降 25.43%, 但净利润却相对去年同期增长 15.13%, 业绩企稳回升迹象较为明显, 上半年分业务来看:

➢ **品牌 OTC 业务:** 2012 年至今, 公司品牌产品受到市场负面报道影响较大, 最明显的表现为公司以经营品牌产品为主的全资子公司江西仁和上半年仅实现营业收入 2.66 亿元, 同比下降了 38.53%; 就单一品种而言, 优卡丹、妇炎洁上半年仍受媒体负面报道影响较大, 销售收入分别同比出现较为明显的下滑, 而其他品牌产品如可立克、闪亮等则随着负面影响的淡化, 市场逐步恢复正常, 上半年收入均较去年同期有不同程度增长。

➢ **二线 OTC 业务:** 今年上半年, 公司二线 OTC 品种依旧保持高增长势头, 成为驱动其业绩增长的主动力, 以经营二线品种为主的中方医药累计实现营业收入 3.39 亿元, 同比增长 43.04%; 管理层介绍中方医药的高增长主要受到经营品种数量增加、营销范围扩大以及营销策略调整等多方面因素的影响, 尤其是公司营销策略调整后, 允许中方医药培育、推广新的品牌产品, 极大的调动了市场营销人员的积极性。

➢ **处方药业务:** 公司近两年相继收购了樟树制药、江西制药、东科制药等数家处方药生产企业, 产品体系不断的充实完善, 但是管理层对于 Rx 领域营销整合较为谨慎, 目前处方药推广仍旧以各子公司营销团队为主, 上半年整体保持较为稳健的增长势态, 其中核心重点品种大活络胶囊销售收入 0.63 亿元, 同比增长 18.83%。

**未来增长动力:** 公司今年 1 月份公布首期股权激励计划 (草案) 修订稿, 其中 2013-2016 年净利润指标预设最大值分别为 3.30、4.12、5.15、6.44 亿元, 按照此计算, 公司未来三年 (2014-2016 年), 净利润增速基本上要维持在 25% 左右, 公司管理层认为未来品牌产品的市场恢复以及处方药领域的营销整合将会是推动其业绩增长的关键因素。

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

**品牌产品市场修复：**在此前的报告中，我们一直在重申这样的观点，公司当前负面新闻并非是其自身产品质量出现问题，更多的是行业因素所造成的，在这个前提下，市场消费者对公司产品信心犹在；公司管理层认为品牌产品相对而言毛利率较高，是当前公司利润的重要来源，未来两三年公司仍将会持续品牌建设以及品牌品种延伸，逐步淡化负面报道带来的市场影响；今年上半年公司重点加强同媒体、经销商以及消费者的交流沟通，部分品牌产品市场逐步修复，可立克 1-6 月份的销售收入同比提升 51.8%，与此同时，公司不断通过收购、品牌延伸以及品种转换等方式扩大品牌 OTC 产品体系，也是未来推动品牌市场修复的重要因素。

**处方药营销资源整合：**公司近两年收购多家处方药企业，目前已经拥有 30 多个独家品种，为其未来加强政府事务、参与各地招标工作奠定了良好的品种基础；之前公司处方药业务的营销仍旧以各子公司为主，资源共享仍有待进一步提升，随着公司对处方药推广规则的熟悉，下一步工作的重点将会转向营销资源整合方面，拟成立专业的处方药营销中心，用品种、用区域来划分营销团队，采取自建及代理相结合的方式加快全国营销网络的建设，以推动处方药持续稳定增长。

### 投资评级：

我们根据此次调研结果，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 17、14、11 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，公司擅长于营销，我们看好未来其在处方药领域的营销资源整合，此外管理层打造医药航母的决心不变，预计未来仍存在有并购的可能性，因此重申对公司“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。

  
AVIC

图表 1: 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
<b>营业利润</b>	<b>288.20</b>	<b>381.40</b>	<b>309.01</b>	<b>419.53</b>	<b>527.94</b>	<b>672.64</b>
加: 其他非经营损益	1.43	9.27	36.04	36.10	36.10	36.10
<b>利润总额</b>	<b>289.63</b>	<b>390.67</b>	<b>345.06</b>	<b>455.64</b>	<b>564.04</b>	<b>708.74</b>
减: 所得税	63.93	84.86	68.92	90.99	112.64	141.54
<b>净利润</b>	<b>225.70</b>	<b>305.81</b>	<b>276.14</b>	<b>364.65</b>	<b>451.40</b>	<b>567.20</b>
减: 少数股东损益	6.16	5.46	20.68	27.31	33.80	42.47
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>219.53</b>	<b>300.35</b>	<b>255.46</b>	<b>337.34</b>	<b>417.60</b>	<b>524.73</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>1414.11</b>	<b>1546.62</b>	<b>2016.00</b>	<b>2228.87</b>	<b>2742.03</b>	<b>3099.11</b>
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
<b>负债合计</b>	<b>502.06</b>	<b>404.51</b>	<b>303.93</b>	<b>219.37</b>	<b>364.34</b>	<b>258.76</b>
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
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>874.05</b>	<b>1116.95</b>	<b>1620.75</b>	<b>1890.88</b>	<b>2225.27</b>	<b>2645.45</b>
少数股东权益	37.99	25.16	91.31	118.62	152.42	194.90
<b>股东权益合计</b>	<b>912.05</b>	<b>1142.11</b>	<b>1712.07</b>	<b>2009.50</b>	<b>2377.70</b>	<b>2840.35</b>
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
<b>现金流量净额</b>	<b>-132.29</b>	<b>-14.55</b>	<b>204.97</b>	<b>28.94</b>	<b>476.16</b>	<b>372.29</b>

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。