

仁和药业（000650）2013 年年度报告点评： 13 年业绩低于预期，14 年有望轻装上阵

行业分类：医药生物

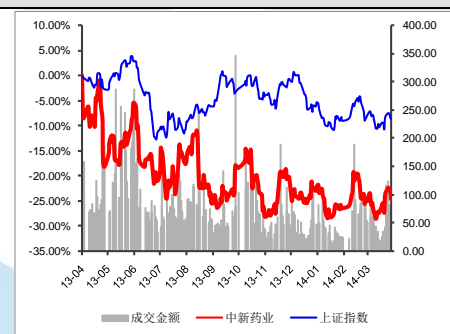
2014 年 04 月 26 日

公司投资评级	买入
6-12 个月目标价	
当前股价（14.04.25）	5.11

基础数据

上证指数	2041.71
总股本（亿）	7.39
流通 A 股（亿）	5.33
流通 B 股（亿）	0
流通 A 股市值（亿）	65.19
每股净资产（元）	3.27
ROE（2013N）	14.55%
资产负债率	45.15%
动态市盈率	16.98
动态市净率	2.41

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 年年报披露：报告期内公司实现营业收入 17.99 亿元，同比下滑幅度为 13.80%；归属上市公司股东的净利润约为 1.94 亿元，较去年同期下滑 23.99%（扣非后下滑 17.47%）；基本每股收益为 0.20 元，同比下降 23.08%。

利润分配预案：每 10 股派发现金红利 1.00 元（含税）。

投资要点：

双重挤压，4 季度业绩大幅下滑：2013 年 4 季度公司仅实现净利润 1952.22 万元，同比下滑 78.33%，下降幅度远超预期，分项目来看，当季综合毛利率下滑 7.79 个百分点，同时，受摊销股权激励费用以及产品报损等因素的影响，管理费用率却同比上升 7.13%，毛利率下降、期间费用上升的双重挤压，是导致其 4 季度业绩出现大幅下滑的主要原因；

前高后低，全年业绩未达激励条件：2013 年公司经营业绩明显是前高后低，其中 1、2 季度分别实现净利润 7769.25、8130.06 万元，我们认为公司产品经营并不存在较为明显的季节性波动，因此当时对其全年状况判断较为乐观，但是下半年公司实际经营情况却急转直下，7-12 月累计仅实现净利润 5700.89 万元，下半年业绩的不理想不仅使得公司全年每股收益（0.20 元）远低于我们此前 0.34 元的预期判断，同样也未能达到触发首期股权激励的业绩考核目标；

非品牌品种放量，增收不增利明显：报告期内，公司营业总收入 17.99 亿元，同比下滑 13.80%，我们认为，公司 13 年收入下滑主要是受合并口径变动所致，剔除这方面的影响后，公司自有产品收入应有 6.74% 的同比增长；13 年公司收入的增长主要是受二线产品以及处方药产品等非品牌品种放量驱动，其中以经营二线品种为主的商业平台仁和中方全年实现销售收入 7.06 亿元，同比增长幅度接近 15%，并成功打造了 1 个 4 千万元产品、3 个超 2 千万元产品、21 个超千万元产品，在处方药领域，重点产品大活络胶囊、强力批把胶囊分别增长 25% 和 23%；但是相对品牌产品而言，无论是二线品种还是现有处方药品种的毛利率都普遍较低，这就造成公司全年增收不增利的现象较为明显；

一直在努力，负面影响消除有待时日：2012 年以来，公司重点产品普遍遭到媒体的质疑，正如公司在年报中所述“公司品牌产品属非垄断及排他性的特点”，负面报道不仅造成品牌品种销售收入的持续下滑，13 年以经营品牌产品为主的子公司仁和药业全年营业收入 5.48 亿元，同比下滑 19.02%，同样也伤害了公司整体的品牌形象；虽然事件发生后，公司管理层积极通过投放新广告、加强同市场各方沟通以及培育新品牌等方式消除负面影响，但目前来看市场消费者信心的重新树立及核心品种市场份额挽回仍需时日；

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

14年有望轻装上阵，重点关注品牌产品恢复：2013年公司产品报损2262.51万元，同比增加2196.38万元，同时计提存货跌价损失707.10万元，基本上实现了14年的轻装上阵；我们认为仁和管理层擅长于营销，能够市场变化及时调整其营销策略，而且经过前期的创新调整，13年公司各商业战线在市场开拓上均取得不错成果，尤其是药都药业对全国性和大型连锁药店的开发，不仅为其他产品在连锁渠道的开发树立榜样，同时也为公司品牌产品未来进入连锁卖场奠定基础，有望促使其市场逐步恢复。

投资评级：

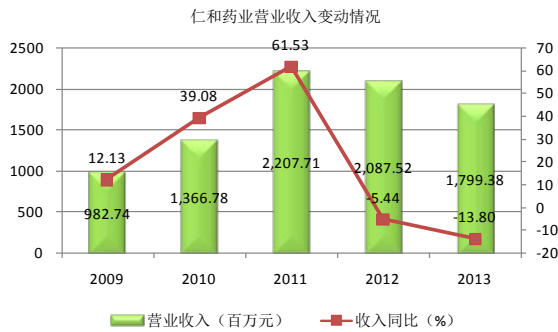
我们根据公司年报情况，暂调整公司14-16年EPS分别为0.30/0.36/0.43元（原14-15年分别为0.42、0.53元），对应的动态市盈率分别为17、14、12倍；我们认为公司13年业绩虽然远低于预期，但已在前期股价中有所反应，一方面，二线品种及处方药系列持续放量将有力保障公司未来业绩增长的稳定性，另一方面，随着时间推移，品牌产品的负面影响将会逐步趋于淡化，其市场恢复将增大公司未来业绩弹性，因此暂维持公司的“买入”评级。

投资风险：

品牌受损风险；市场竞争风险；业务整合风险；成本上升风险。

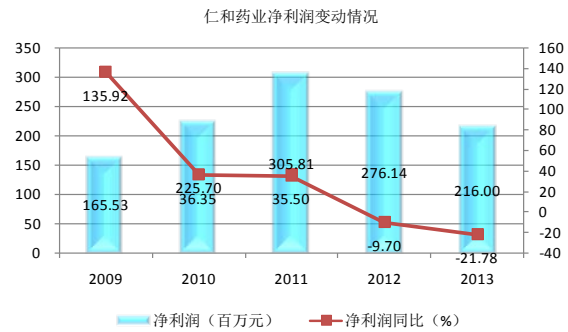


图表 1: 仁和药业营业收入变动情况



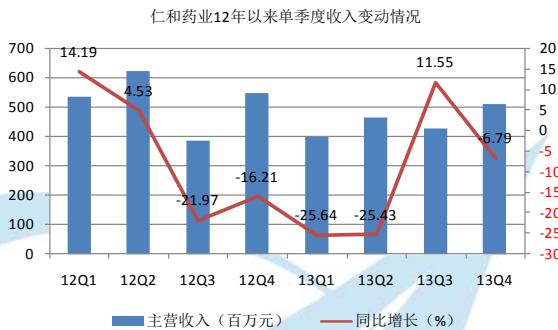
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 2: 仁和药业净利润变动情况



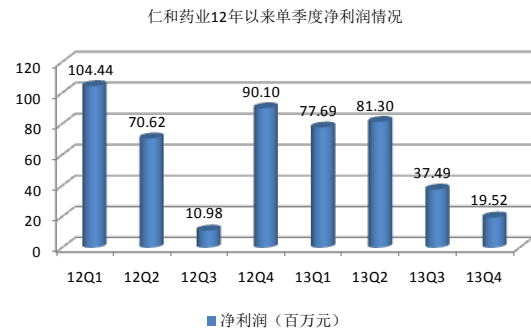
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 3: 仁和药业 12 年以来单季度收入变动情况



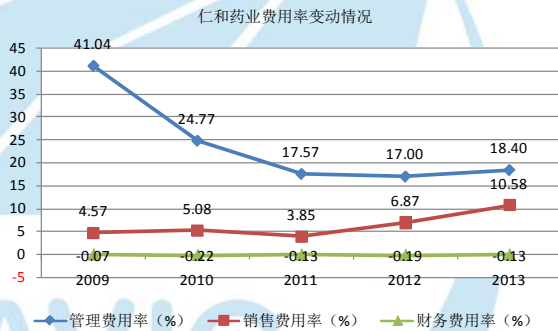
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 4: 仁和药业 12 年以来单季度净利润变动情况



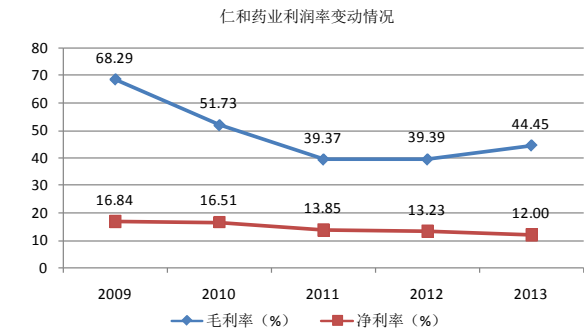
资料来源:公司报告、中航证券金融研究所

图表 5: 仁和药业费用率变动情况



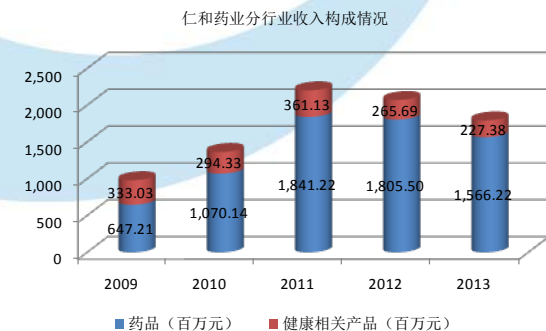
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 6: 仁和药业利润率变动情况



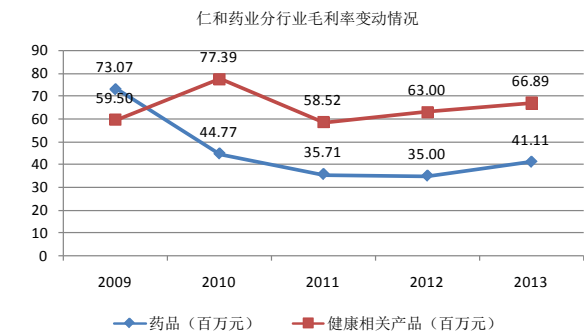
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 7: 仁和药业分行业收入构成变动情况



资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 8: 仁和药业分行业毛利率变动情况



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	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	2207.71	2087.52	1799.38	2154.75	2524.51	2922.62
减: 营业成本	1338.44	1265.25	999.51	1174.99	1375.86	1594.00
营业税金及附加	17.04	18.13	16.99	20.35	23.84	27.60
营业费用	387.95	354.93	331.07	380.74	437.75	503.57
管理费用	84.98	143.50	190.43	191.34	219.88	252.81
财务费用	-2.83	-3.92	-2.39	-15.57	-22.96	-32.67
资产减值损失	-0.30	1.37	7.80	2.96	2.96	2.96
加: 投资收益	0.51	2.75	6.46	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-1.54	-2.00	-0.15	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	381.40	309.01	262.27	399.94	487.18	574.35
加: 其他非经营损益	9.27	36.04	14.21	14.70	14.70	14.70
利润总额	390.67	345.06	276.48	414.65	501.88	589.06
减: 所得税	84.86	68.92	60.48	82.93	100.38	117.81
净利润	305.81	276.14	216.00	331.72	401.51	471.25
减: 少数股东损益	5.46	20.68	21.82	33.51	40.56	47.60
归属母公司股东净利润	300.35	255.46	194.18	298.21	360.95	423.64
资产负债表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	202.49	373.42	474.82	909.41	1131.75	1771.88
应收和预付款项	678.63	458.34	463.30	521.62	644.52	635.77
存货	160.35	200.95	251.67	251.68	249.74	249.66
其他流动资产	8.29	15.21	12.86	12.86	12.86	12.86
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	222.49	452.30	527.36	504.10	480.83	457.57
无形资产和开发支出	266.04	513.79	524.46	524.46	524.46	524.46
其他非流动资产	8.32	1.98	3.78	3.19	2.60	2.60
资产总计	1546.62	2016.00	2258.26	2727.31	3046.77	3654.80
短期借款	20.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	384.51	283.14	300.15	458.86	402.66	569.81
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	20.79	19.25	19.25	19.25	19.25
负债合计	404.51	303.93	319.40	478.11	421.92	589.06
股本	630.25	990.67	990.67	990.67	990.67	990.67
资本公积	2.20	293.35	304.83	304.83	304.83	304.83
留存收益	484.50	336.73	530.92	807.76	1142.85	1536.14
归属母公司股东权益	1116.95	1620.75	1826.42	2103.27	2438.35	2831.64
少数股东权益	25.16	91.31	112.43	145.94	186.50	234.10
股东权益合计	1142.11	1712.07	1938.85	2249.20	2624.85	3065.74
负债和股东权益合计	1546.62	2016.00	2258.26	2727.31	3046.77	3654.80
现金流量表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营性现金净流量	166.47	183.12	213.50	428.62	213.47	626.06
投资性现金净流量	-153.31	-306.57	-111.21	11.76	11.76	11.76
筹资性现金净流量	-27.72	328.41	-12.54	-5.79	-2.90	2.31
现金流量净额	-14.55	204.97	89.75	434.59	222.34	640.13

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。