



外延式扩张为公司增长添动力

——仁和药业（000650）调研快报

2010年5月18日

推荐/首次

医药行业

调研快报

银国宏

策略分析师

执业证书编号: s1480207120048

联系人: 陈恒

010-66507337 Email: chenheng@dxzq.net.cn

事件:

近期,我们对仁和药业进行了调研,就未来发展战略和产品销售与公司进行了深入的交流,要点如下:

问题 1:

目前公司的主要产品都是 OTC 产品,未来发展是打算专心做大做强 OTC,还是逐步涉足处方药市场?

公司要立足长远的发展,必须要有几个过硬的处方药,公司不会只满足在 OTC 领域发展,未来肯定会涉足到处方药。OTC 领域受到市场的影响波动太大,有些风险不是公司能够控制的。处方药品的来源很可能是收购,但目前没有具体的收购标的。收购方式可能是集团先收购,条件成熟后再注入到上市公司,也可能是上市公司直接收购。

问题 2:

公司目前的工作重点是什么?

现在的工作重点是并购。并购的计划标的是临床用药,但是如果有好的 OTC 产品也可以考虑。

另外一个重要的工作就是下半年闪亮和医用塑胶资产的注入。

问题 3:

公司产品今年的销售情况如何?

公司的主打产品销售比较平稳。其中妇炎洁预计全年销售 3.4 亿元,同比增长 20%;可立克 2.5 亿元,同比增长 25%;优卡丹 3 亿元,增长 20%;清火胶囊 6000 万元,增长 33%;胃康宁 2500 万元,同比增长 67%。清火胶囊是重点培育的品种,08 年以来放量比较快,09 年的销售达到 4500 万元,并且毛利率比较高,在 75%左右。

问题 4:

公司目前的销售体系如何?

公司现在的产品销售渠道主要有两个,一是通过子公司江西仁和药业销售公司的一线品种;二是子公司仁和中方医药股份有限公司负责销售乌鸡白凤丸、六味地黄丸等公司二线品种。2009 年三季度公司的销售队伍曾做过一些整合,主要对商超渠道的销售政策作出了一些调整,对产品进行了控货。所以当时的销售受到了一些影响。现在这些影响都已经不存在,公司在销售方面的整合已经完成,旗下两家销售公司江西仁和药业、仁和中方医药股份有限公司的分工都已经明确,并且现在来看,整合的效果已经逐步显现。

问题 5:

公司自己研发的新药仁和健心胶囊目前进展如何?

“仁和健心胶囊”产品被列为国家“863”高科技项目，填补了江西省医药“863”高科技项目的空白。目前还在高科技园区做进一步的认证。

结论:

1.公司目前处于发展的平稳期。由于基数已经不小，因此仅靠清火胶囊等个别新品种的快速增长来带动整体高速发展已经不太可能。这种情况下，公司选择逐步涉足处方药市场是一个必然的选择，但是处方药市场一样竞争激烈，并且公司的长项是销售，存在着一定的研发短板，转型的这条道路也许不会走得一帆风顺。

2.外延式扩张为公司增长添动力。公司的现有产品种类虽然不少，但是有突出增长潜力的不多。如果今年下半年的资产注入顺利进行，并表后预计闪亮的 2010 年能贡献 3 亿元左右的收入，闪亮的注入将会为公司未来 2-3 年的业绩提供保证。如果在将来能够并购到合适的资产注入到上市公司，并且这些资产通过整合能够发挥积极的效应，公司的持续外延式高速增长将可持续。

3.营销是公司的强项，一直以来公司的产品销售都是先款后货，因此现金流情况非常好。良好的现金流为公司未来收购提供了保障，也为资产整合的闪展腾挪提供了空间。销售渠道的有效整合、广告费用的精确投放可以使公司的销售费用降低。2010 年公司的电视、网络广告费用预算为 1.4 亿元，比 09 年的 2.74 亿元大幅减少。费用虽然减少了，但是销售并没有受到影响。

4.我们看好公司未来的外延式扩张和内生性增长并举的发展模式。不考虑闪亮和医用塑胶资产注入的情况下，预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.78 元、1.04 元和 1.19 元，对应 5 月 18 日收盘价 23.78 元的动态 PE 分别为 30 倍、23 倍和 20 倍，首次给予“推荐”投资评级。

图表 1: 仁和药业盈利预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	983	1216	1500	1838	现金及现金等价物	350	416	517	651
营业成本	312	393	487	598	应收款项	246	304	375	460
营业税金及附加	12	11	14	17	存货净额	39	48	60	73
销售费用	403	486	577	732	其他流动资产	39	48	59	72
管理费用	45	51	56	71	流动资产合计	681	824	1019	1265
财务费用	(1)	(5)	(6)	(7)	固定资产	124	167	207	245
投资收益	2	0	0	0	无形资产及其他	247	239	231	222
资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	投资性房地产	8	8	8	8
其他收入	0	0	0	0	长期股权投资	0	0	0	0
营业利润	214	279	373	427	资产总计	1061	1239	1466	1741
营业外净收支	(1)	0	0	0	短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
利润总额	213	279	373	427	应付款项	44	55	68	84
所得税费用	47	61	82	94	其他流动负债	159	195	235	294
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	204	251	303	378
归属于母公司净利润	165	218	291	333	长期借款及应付债券	0	0	0	0
					其他长期负债	0	0	0	0
					长期负债合计	0	0	0	0
					负债合计	204	251	303	378
					少数股东权益	1	1	1	1
					股东权益	856	987	1162	1361
					负债和股东权益总计	1061	1239	1466	1741
现金流量表 (百万元)					关键财务与估值指标				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
净利润	165	218	291	333	每股收益	0.59	0.78	1.04	1.19
资产减值准备	(0)	1	0	0	每股红利	0.00	0.31	0.42	0.48
折旧摊销	21	21	25	30	每股净资产	3.06	3.52	4.15	4.86
公允价值变动损失	(0)	0	0	0	ROS	17%	18%	19%	18%
财务费用	(1)	(5)	(6)	(7)	ROE	19%	22%	25%	24%
营运资本变动	(90)	(29)	(41)	(36)	毛利率	68%	68%	68%	68%
其它	105	(1)	0	0	EBIT Margin	21%	23%	24%	23%
经营活动现金流	201	209	275	327	EBITDA Margin	24%	24%	26%	24%
资本开支	(110)	(56)	(57)	(59)	收入增长	12%	24%	23%	23%
其它投资现金流	(8)	0	0	0	净利润增长率	136%	32%	33%	15%
投资活动现金流	(118)	(56)	(57)	(59)	资产负债率	19%	20%	21%	22%
权益性融资	696	0	0	0	资产净利率	0.0%	1.3%	1.7%	2.0%
负债净变化	0	0	0	0	P/E	40.2	30.6	22.9	20.0
支付股利、利息	0	(87)	(116)	(133)	P/B	7.8	6.7	5.7	4.9
其它融资现金流	(557)	0	0	0	EV/EBITDA	29.7	23.4	17.8	15.6
融资活动现金流	138	(87)	(116)	(133)					
现金净变动	221	66	101	134					
货币资金的期初余额	129	350	416	517					
货币资金的期末余额	350	416	517	651					
企业自由现金流	29	149	213	262					
权益自由现金流	(529)	153	217	267					

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

银国宏

中国社会科学院经济学博士，东兴证券研究所所长，从事投资策略研究，曾在中信建投（华夏）证券研究所从事投资策略研究 7 年，累计从业经历 14 年。

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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

本报告体系采用沪深300指数为基准指数。