

处于估值洼地的百年老店

九芝堂 (000989)

评级: 增持 (维持)

股价: 12.13 元 目标价: 14.0 元

跟踪报告

2010 年 7 月 22 日 星期四

东海医药研究小组

屈昶、袁舰波

执业证书编号: S0630208010053

执业证书编号: S0630208010052

021-50586660-8643

qy@longone.com.cn

医药生物行业/中药

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

| | |
|----------|-----------|
| 6 个月目标价位 | 14.0 |
| 升值潜力 (%) | 15.4 |
| 目标价确定日期: | 2010.7.21 |

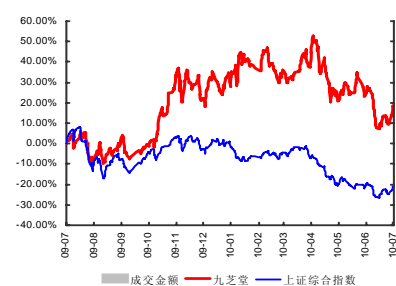
重要数据

| | |
|----------|-------|
| 总股本(亿股) | 2.98 |
| 流通股本(亿股) | 2.98 |
| 总市值(亿元) | 36.10 |
| 流通市值(亿元) | 36.10 |

市场表现

| | 绝对涨幅 (%) | 相对涨幅 (%) |
|------|----------|----------|
| 1 个月 | (3.65) | (4.54) |
| 3 个月 | (18.25) | (3.35) |
| 6 个月 | (7.64) | 11.92 |

个股相对上证综指走势图



投资要点

- **公司整体盈利能力一直在提升:** 公司近年一直在进行业务结构调整, 压缩商业规模提升工业比重。07-09 年工业收入比重从 70.5% 提升至 77.9%; 工业营业利润率由 60.23% 提升至 70.08%; 整体毛利率水平由 50.59% 提升至 59.55%。
- **一线品种的主要增长点来自于浓缩丸:** 浓缩丸市场需求广阔, 长期来看还有较大的成长空间。09 年收入 2.39 亿元, 同比增长 13.09%; 10 年一季度增速也超过 5%; 10 年全年预计收入增速仍能达到两位数。公司新基地建成后, 有望迎来浓缩丸的快速成长期。
- **驴胶补血颗粒增长略显乏力:** 受补血产品市场竞争的影响, 驴胶补血颗粒近年来增长停滞, 且产品并未对目标市场进行重新定位, 提价空间较小, 预计公司对该产品的经营目标是保持现有 2.5 亿元左右的生产规模。
- **二线品种基数尚小但增速良好:** 公司产品众多, 其中不乏优秀的独家品种, 裸花紫珠片收入已超过 5000 万元, 增长态势良好; 健胃愈疡片、足光散等收入超过 3000 万元, 市场空间广阔。虽然二线品种的基数尚小, 但是公司未来长期成长的主要动力。
- **新高管上任有望加快公司成长步伐:** 新高管的上任显示了涌金系将加强医药实业建设的决心, 预计公司较为保守的经营作风将改善, 成长的步伐将加快。
- **新基地建设将解决产能瓶颈:** 新基地整体投资已超过 3.5 亿元, 预计三年左右时间能够达产, 届时将有效解决公司浓缩丸等产品的产能瓶颈问题。
- **盈利预测与估值:** 我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.56 元、0.67 元和 0.76 元, 给予公司未来 6 个月目标价为 14.0 元, 给予公司“增持”评级。

| 盈利预测及重要数据 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(万元) | 110,109 | 110,921 | 118,934 | 128,028 | 138,355 |
| 增长率 | 7.50% | 0.70% | 7.20% | 7.60% | 8.10% |
| 营业利润(万元) | 10,769 | 17,187 | 19,593 | 23,551 | 26,741 |
| 净利润(万元) | 19989 | 14832 | 16607 | 19961 | 22665 |
| 增长率 | 56.40% | -25.80% | 12.00% | 20.20% | 13.50% |
| 每股净资产(元) | 4.13 | 4.23 | 4.56 | 4.96 | 5.34 |
| 每股收益(元) | 0.67 | 0.5 | 0.56 | 0.67 | 0.76 |

□ 公司整体盈利能力一直在提升

公司近几年总收入增速不明显，主要因素是公司一直在对业务结构进行调整，压缩盈利能力欠佳的商业尤其是批发规模，提高工业比重。07-09 年公司的工业比重分别占比由 70.5%、74.4%提升至 77.9%，实际上公司的中药业务一直保持着较好的增长态势。

盈利能力上看，一方面业务结构的调整有效地提升了工商两块业务的毛利率水平，公司整体毛利率由 07 年的 50.59%提升至 09 年的 59.55%；另一方面工业业务上公司一直强调精细化管理，通过降本增效，产品及整个工业的盈利能力也逐年提升，07-09 年拳头产品如浓缩丸及驴胶补血颗粒的营业利润率均提升了 2-3 个百分点左右，工业营业利润率也由 60.23%迅速上升至 70.08%。

公司经营最大的特点是作风比较稳健，我们预计公司未来稳步扩大传统中药主业规模、精细化管理控制费用的经营模式仍将延续，公司的盈利能力还有提升空间。

□ 一线品种的主要增长点来自于浓缩丸

公司一线产品中成长能力最好的浓缩丸系列产品，近年来一直保持稳定增长，09 年收入 2.39 亿元，同比增长 13.09%；10 年一季度收入增速也超过 5%。

目前浓缩丸系列产品中收入比重最大的是六味地黄丸，约占 70-80%的份额。由于六味地黄丸滋阴补肾的疗效显著，市场认可程度很高，因此产品市场容量逐年均有增长。虽然六味地黄丸的生产厂家众多，同质化竞争非常激烈，但九芝堂的六味地黄丸收入规模仅位列宛西制药和同仁堂之后，居全国第三，规模优势非常明显；并且公司长期采用请明星代言的广告模式，品牌优势较同类品种也非常显著，因此近年来产品市场份额保持上升态势。其他系列产品如杞菊地黄丸、逍遥丸的市场空间也较大。

我们预计公司浓缩丸今年的增长有望达到 10%左右，浓缩丸的加速成长期将出现在新基地达产之后。

□ 驴胶补血颗粒增长略显乏力

驴胶补血颗粒 09 年收入 2.48 亿元，同比下降 5.58%，10 年一季度收入仍未见起色。当前中低端补血市场竞争非常激烈，而公司最大的竞争对手东阿阿胶对产品重新定位，阿胶块改走中高端市场，上半年提价近 40%促进阿胶价

值回归。相比之下，由于驴胶补血颗粒仍定位于中低端市场，产品价格敏感性较高，且最高零售价与出厂价之间的空间不到 30%，因此未来产品提价空间不大，短期内预计公司对驴胶补血颗粒的目标是维持现有规模。

□ 二线品种基数尚小但增速良好

公司工业的发展方向是“稳住中间，两翼突破”。公司中药产品线非常丰富，产品多达 331 种，其中独家产品就有 31 种，因此公司长期成长的动力不仅来自浓缩丸系列的增长，更多的还要依靠其他品种的共同增长。

二线品种中公司梳理出的 8 个过千万品种潜力都较大，其中如裸花紫珠片 09 年销售突破了 5000 万元，该独家品种是二线品种中基数和增速都较快的品种，公司未来加大处方药的销售力度，首当其冲扶持的品种应当是它。其他较大的二线品种还有如健胃愈疡片、足光散等 09 年收入都超过了 3000 万元，虽然这些不是独家品种，但目标市场广阔，能够依托公司的品牌实现增长。目前虽然公司二线品种的基数都还较小，但是公司能够长期成长的主要源泉，裸花紫珠片等优秀品种加以时日重点培养，很有希望能成为下一个过亿品种。

□ 新高管上任有望加快公司成长步伐

公司 2010 年 5 月 14 日公告了原董事长关继锋辞职，选举魏锋先生担任公司董事长，同时董事会秘书也暂由原财务总监代行的高管更换决议。由于魏锋先生是原公司实际控制人、涌金系大佬魏东的哥哥，同时也是 2002 年开始涌金系进驻九芝堂的元老级人物，因此此次魏锋先生的上任显示了涌金系将加强医药实业建设的决心。我们预计新高管的上任将逐步改善公司过去保守的经营作风，但步调不会太快，还是建立在比较稳健的基础上。

□ 新基地建设将解决产能瓶颈

公司近年的一个工作重点是加快九芝堂长沙新基地的建设。由于新基地的建设工作前后已经几年时间，随着公司浓缩丸业务的增长，公司原有浓缩丸生产线的产能瓶颈问题已经凸现，公司只能依靠停产其他小品种的方法来弥补浓缩丸的产能不足。按照原有规划，新基地将建设一条国内最先进的浓缩丸自动生产线及其他领先水平的中成药出口车间、提取车间、中试车间等。目前新基地投资已超过 3.5 亿元，预计三年内将建成达产，届时将有效解决公司产能瓶颈、提升劳动生产率。

□ 盈利预测及估值

我们认为公司拥有 OTC 企业最为重要的品牌和渠道优势，但由于核心产品市场竞争激烈，且公司整体经营作风虽稳健但仍显保守，因此成长性较弱。但

公司一直在进行业务结构调整和精细化管理，盈利能力逐年有所提升，随着新管理层的上台和新基地建设步伐的加快，公司未来的成长能力将有望获得提升。

我们提升公司的盈利预测至 2010-2012 年 EPS 分别为 0.56 元、0.67 元和 0.76 元，目前公司处于“估值洼地”，我们给予公司未来 6 个月目标价为 14.0 元，给予公司“增持”评级。

表 1：海正药业盈利预测

| 盈利预测及市场重要数据 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(万元) | 110,109 | 110,921 | 118,934 | 128,028 | 138,355 |
| 增长率 | 7.5% | 0.7% | 7.2% | 7.6% | 8.1% |
| 营业利润(万元) | 10,769 | 17,187 | 19,593 | 23,551 | 26,741 |
| 增长率 | -18.8% | 59.6% | 14.0% | 20.2% | 13.5% |
| 净利润(万元) | 19989 | 14832 | 16607 | 19961 | 22665 |
| 增长率 | 56.4% | -- | 12.0% | 20.2% | 13.5% |
| 每股净资产(元) | 4.13 | 4.23 | 4.56 | 4.96 | 5.34 |
| 每股收益(元) | 0.67 | 0.50 | 0.56 | 0.67 | 0.76 |

资料来源：招股说明书、东海证券研究所

附表：三大表预测

| 资产负债表(万元) | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 现金及现金等价物 | 48653 | 58244 | 78766 | 80981 | 89772 | 111429 |
| 应收款项 | 20989 | 29190 | 23562 | 26068 | 28061 | 30324 |
| 存货净额 | 13429 | 11426 | 11344 | 11276 | 11810 | 1377 |
| 其他流动资产 | 1811 | 1053 | 910 | 3568 | 3841 | 2214 |
| 流动资产合计 | 85892 | 113142 | 114675 | 121894 | 133484 | 145344 |
| 固定资产 | 28205 | 24214 | 23231 | 27021 | 29231 | 31031 |
| 无形资产及其他 | 11100 | 11386 | 10971 | 10605 | 10239 | 9874 |
| 投资性房地产 | 18571 | 3879 | 3877 | 3877 | 3877 | 3877 |
| 长期股权投资 | 400 | 2000 | 2000 | 2000 | 2000 | 2100 |
| 资产总计 | 144168 | 154620 | 154753 | 165397 | 178831 | 192226 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 6178 | 5569 | 5364 | 5388 | 5643 | 5923 |
| 其他流动负债 | 18825 | 25911 | 23279 | 23889 | 25037 | 26658 |
| 流动负债合计 | 25003 | 31480 | 28642 | 29277 | 30680 | 32581 |
| 长期借款及应付债券 | 57 | 57 | 58 | 58 | 58 | 58 |
| 其他长期负债 | 1288 | 0 | 0 | 0 | 0 | 100 |
| 长期负债合计 | 1345 | 57 | 58 | 58 | 58 | 158 |
| 负债合计 | 26347 | 31538 | 28700 | 29335 | 30738 | 32739 |
| 少数股东权益 | 252 | 264 | 307 | 352 | 406 | 468 |
| 股东权益 | 117569 | 122819 | 125746 | 135710 | 147687 | 159020 |
| 负债和股东权益总计 | 144168 | 154620 | 154753 | 165397 | 178831 | 192226 |
| 利润表(万元) | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 营业收入 | 102411 | 110109 | 110921 | 118934 | 128028 | 138355 |
| 营业成本 | 50600 | 48529 | 44864 | 48244 | 50880 | 53862 |
| 营业税金及附加 | 964 | 1417 | 1368 | 1189 | 1280 | 1384 |
| 销售费用 | 33242 | 37696 | 37331 | 41627 | 43530 | 47041 |
| 管理费用 | 7852 | 9300 | 8207 | 8563 | 9090 | 9685 |
| 财务费用 | 2879 | 1712 | 1359 | (283) | (303) | (358) |
| 投资收益 | 9005 | 5761 | 505 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值及公允价值变动 | 2612 | 6448 | 1110 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收入 | (5225) | (12895) | (2220) | (0) | 0 | 0 |
| 营业利润 | 13267 | 10769 | 17187 | 19593 | 23551 | 26741 |
| 营业外净收支 | 2040 | 9919 | 684 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 15307 | 20688 | 17871 | 19593 | 23551 | 26741 |
| 所得税费用 | 2523 | 687 | 2996 | 2939 | 3533 | 4011 |
| 少数股东损益 | 2 | 12 | 43 | 47 | 57 | 65 |
| 归属于母公司净利润 | 12781 | 19989 | 14832 | 16607 | 19961 | 22665 |
| 现金流量表(万元) | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 净利润 | 12781 | 19989 | 14832 | 16607 | 19961 | 22665 |
| 资产减值准备 | 2035 | 3835 | (5337) | (1110) | 0 | 0 |
| 折旧摊销 | 2603 | 2521 | 3301 | 2878 | 3350 | 3955 |
| 公允价值变动损失 | (2612) | (6448) | (1110) | 0 | 0 | 0 |

| | | | | | | |
|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| 财务费用 | 2879 | 1712 | 1359 | (283) | (303) | (358) |
| 营运资本变动 | (14161) | 18278 | (2320) | (5572) | (1396) | 11797 |
| 其它 | (2033) | (3823) | 5381 | 1155 | 54 | 62 |
| 经营活动现金流 | (1386) | 34352 | 14745 | 13958 | 21969 | 38479 |
| 资本开支 | (5041) | (8393) | 2452 | (5193) | (5194) | (5390) |
| 其它投资现金流 | 245 | (12218) | 13134 | 94 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (4796) | (22211) | 15587 | (5099) | (5194) | (5490) |
| 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债净变化 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 支付股利、利息 | (7440) | (11904) | (11904) | (6643) | (7984) | (11333) |
| 其它融资现金流 | 9157 | 21258 | 13997 | 0 | 0 | 0 |
| 融资活动现金流 | (5722) | (2550) | (9810) | (6643) | (7984) | (11333) |
| 现金净变动 | (11905) | 9592 | 20521 | 2216 | 8791 | 21656 |
| 货币资金的期初余额 | 60557 | 48653 | 58244 | 78766 | 80981 | 89772 |
| 货币资金的期末余额 | 48653 | 58244 | 78766 | 80981 | 89772 | 111429 |
| 企业自由现金流 | 0 | 31835 | 23433 | 8527 | 16520 | 32788 |
| 权益自由现金流 | 0 | 0 | 37430 | 8767 | 16778 | 33092 |

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

屈昶: 东海证券医药行业分析师, 中山大学硕士, 主要研究化学原料药、医疗器械及医药商业板块。

重点跟踪公司: 浙江医药、新和成、海正药业、南京医药、天士力、中新药业等。

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有十多年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业等。

一、行业评级

| | | |
|----|-------------|---------------------------|
| 推荐 | Attractive: | 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数 |
| 中性 | In-Line: | 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平 |
| 回避 | Cautious: | 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数 |

二、股票评级

| | | |
|----|-------------|--------------------------------|
| 买入 | Buy: | 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$ |
| 增持 | Outperform: | 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$ |
| 中性 | Neutral: | 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$ |
| 减持 | Sell: | 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$ |

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122