

主业增长迅速，资产注入提升内在价值

公司 2010 年三季度报点评
报告关键点:

- 📖 公司主业收入快速增长，营销改革已见成效
- 📖 拟注入闪亮药业资产，产品线进一步丰富
- 📖 拟收购江西制药，进军处方药领域
- 📖 维持“增持-A”评级，上调12月目标价至24元

报告摘要:

- **公司主业收入快速增长，营销改革已见成效。**2010年1-9月公司实现营业收入8.19亿元，同比增长了25.22%；实现归属于上市公司股东的净利润1.29亿元，同比增长了39.59%，实现EPS0.31元。公司主业增长速度加快，营销改革已开始见成效，在此推动下，我们预计全年公司主打产品妇炎洁将实现销售收入3.4亿元，优卡丹将实现销售收入2.5亿元，可立克将实现销售收入2亿元，清火胶囊将实现销售收入6000万元。
- **公司拟注入闪亮药业资产，产品线进一步丰富。**公司拟收购仁和集团和万年青分别持有的闪亮制药75%和25%股权。闪亮制药拥有闪亮滴眼液等多个知名品牌，近年来发展迅速，预计注入后将进一步丰富公司的产品线。闪亮制药今年1-9月实现销售收入3,965万元，净利润1,217万元，预计全年将实现销售收入5500万元，实现净利润1600万元，将增厚上市公司全年EPS约0.04元。
- **公司拟收购江西制药，进军处方药领域。**9月，公司公告拟收购江西制药70%的股权，标志着公司的未来发展方向将逐渐向处方药领域进军。江西制药的收入规模估计在2-3亿元，主要产品以处方药为主，目前最大的品种是小诺霉素针剂，收入估计为7,000万元，该药兼具较好的疗效和安全性，预计不久将成为过亿品种。公司的其他产品中氨氯地平是辉瑞公司重磅产品络活喜的仿制药，也具有较大的市场潜力。公司将在原有处方药销售队伍的基础上进一步扩大规模，加强建设，将这些优秀的处方药品种收入继续做大。此外，江西仁和药用塑胶由于是中外合资企业，涉及国家商务部门审批的原因，时间存在不确定性，本次暂不纳入公司收购对象，但将等待合适时机，再将其股权用适当的方式注入到上市公司。
- **维持“增持-A”评级，上调12月目标价至24元。**公司主业将持续快速增长，在不考虑收购江西制药的情况下，我们上调对公司2010-2011年的盈利预测至EPS0.57元和0.69元。公司未来的发展方向明确，主业增长速度加快，若给予2011年业绩35倍的PE，上调未来12月目标价至24元，维持“增持-A”评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	876.5	982.7	1,254.5	1,489.8	1,726.7
Growth(%)	12.6%	12.1%	27.7%	18.8%	15.9%
净利润	70.2	165.5	210.1	259.9	318.0
Growth(%)	79.1%	135.9%	27.0%	23.7%	22.3%
毛利率(%)	49.2%	68.3%	64.8%	65.2%	65.8%
净利润率(%)	8.0%	16.8%	16.7%	17.4%	18.4%
每股收益(元)	0.32	0.68	0.50	0.62	0.76
每股净资产(元)	0.73	2.04	2.44	2.93	3.54
市盈率	66.7	31.6	42.7	34.5	28.2
市净率	29.4	10.5	8.7	7.3	6.0
净资产收益率(%)	23.0%	19.3%	20.5%	21.1%	21.4%
ROIC(%)	32.4%	66.9%	37.2%	30.2%	32.6%
EV/EBITDA	46.6	25.5	29.8	23.4	18.8
股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	0.6%	0.7%

评级:
增持-A

上次评级: 增持-A

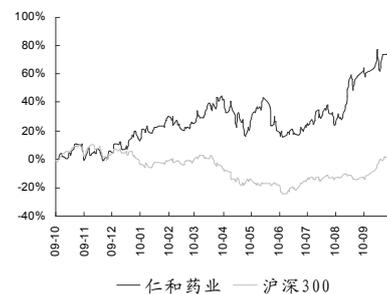
目标价格: 24.00 元

期限: 12个月 上次预测: 20.00元

现价: 21.35元

报告日期: 2010-10-27
市场数据

总市值(百万元)	8,970.53
流通市值(百万元)	6,818.53
总股本(百万股)	420.17
流通股本(百万股)	319.37
12个月最高/最低	12.92/27.91元
十大流通股股东(%)	49.69%
股东户数	8,758

12个月股价表现


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(11.11)	18.80	72.62
绝对收益	6.06	40.55	75.31

研究员

洪露	首席行业分析师
021-68766073	honglu@essence.com.cn
证书编号	S1450210010306
李秋实	行业分析师
021-68765361	liqs@essence.com.cn
证书编号	S1450210070003

前期研究成果

仁和药业: 营销改革和资产整合加速公司发展	2010-08-20
仁和药业: OTC龙头, 思变图强	2010-06-17

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2010-10-27
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	876.5	982.7	1,254.5	1,489.8	1,726.7	成长性					
减: 营业成本	445.1	311.6	441.6	519.2	590.5	营业收入增长率	12.6%	12.1%	27.7%	18.8%	15.9%
营业税费	6.1	12.2	10.5	11.8	13.5	营业利润增长率	87.9%	122.6%	25.6%	22.8%	22.2%
销售费用	300.7	403.3	476.1	549.6	626.8	净利润增长率	79.1%	135.9%	27.0%	23.7%	22.3%
管理费用	27.2	44.9	56.6	66.0	75.3	EBITDA 增长率	82.9%	124.1%	32.9%	26.1%	21.8%
财务费用	1.0	-0.7	2.1	13.7	17.6	EBIT 增长率	86.9%	119.6%	27.0%	26.9%	22.5%
资产减值损失	0.4	-0.7	2.2	1.8	1.6	NOPLAT 增长率	78.5%	132.8%	28.4%	27.8%	22.6%
加: 公允价值变动收益	-	-0.2	0.1	-0.1	-0.2	投资资本增长率	12.7%	131.1%	57.3%	13.7%	7.7%
投资和汇兑收益	-	1.8	2.8	1.9	1.6	净资产增长率	29.8%	180.5%	19.6%	20.3%	20.6%
营业利润	96.0	213.7	268.3	329.6	402.9	利润率					
加: 营业外净收支	1.4	-0.9	-	-	-	毛利率	49.2%	68.3%	64.8%	65.2%	65.8%
利润总额	97.4	212.8	268.3	329.6	402.9	营业利润率	11.0%	21.7%	21.4%	22.1%	23.3%
减: 所得税	27.2	47.3	58.2	69.7	84.9	净利润率	8.0%	16.8%	16.7%	17.4%	18.4%
净利润	70.2	165.5	210.1	259.9	318.0	EBITDA/营业收入	11.4%	22.7%	23.7%	25.1%	26.4%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	11.1%	21.7%	21.6%	23.0%	24.4%
货币资金	129.1	350.3	563.7	808.8	1,140.6	运营效率					
交易性金融资产	-	7.9	8.0	7.9	7.7	固定资产周转天数	10	26	42	49	53
应收帐款	53.3	9.7	15.6	16.9	18.4	流动营业资本周转天数	41	56	77	85	76
应收票据	80.7	236.2	266.4	266.1	246.0	流动资产周转天数	99	180	235	261	285
预付帐款	8.3	7.7	7.9	8.2	8.5	应收帐款周转天数	4	4	2	2	2
存货	27.8	38.7	61.7	69.0	72.5	存货周转天数	10	12	14	16	15
其他流动资产	0.0	30.9	31.2	31.4	31.7	总资产周转天数	153	275	371	410	432
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	96	150	210	231	221
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	65.4	67.8	67.8	ROE	23.0%	19.3%	20.5%	21.1%	21.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	16.0%	15.6%	13.8%	13.9%	14.0%
固定资产	24.5	117.6	173.1	229.2	280.7	ROIC	32.4%	66.9%	37.2%	30.2%	32.6%
在建工程	-	6.3	38.1	54.2	62.9	费用率					
无形资产	113.7	247.1	246.6	245.9	245.4	销售费用率	34.3%	41.0%	38.0%	36.9%	36.3%
其他非流动资产	0.2	8.5	9.4	9.3	9.0	管理费用率	3.1%	4.6%	4.5%	4.4%	4.4%
资产总额	437.8	1,060.9	1,523.1	1,870.8	2,269.1	财务费用率	0.1%	-0.1%	0.2%	0.9%	1.0%
短期债务	-	-	200.0	200.0	200.0	三费/营业收入	37.5%	45.5%	42.6%	42.2%	41.7%
应付帐款	42.5	85.1	38.8	45.1	49.7	偿债能力					
应付票据	-	2.8	3.9	4.4	5.0	资产负债率	30.2%	19.2%	32.7%	34.1%	34.4%
其他流动负债	89.7	115.8	105.4	98.6	101.7	负债权益比	43.3%	23.8%	48.6%	51.7%	52.5%
长期借款	-	-	150.0	290.0	426.0	流动比率	2.26	3.34	2.74	3.47	4.28
其他非流动负债	-	-	-0.3	-0.5	-0.7	速动比率	2.05	3.15	2.56	3.27	4.07
负债总额	132.2	203.7	497.9	637.6	781.6	利息保障倍数	98.86	-301.60	128.17	25.10	23.93
少数股东权益	-	0.8	0.8	0.8	0.8	分红指标					
股本	220.1	280.1	420.2	420.2	420.2	DPS(元)	-	-	0.10	0.12	0.15
留存收益	85.5	576.3	604.3	812.2	1,066.6	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	305.6	857.2	1,025.2	1,233.2	1,487.5	股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	0.6%	0.7%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	70.2	165.5	210.1	259.9	318.0	EPS(元)	0.32	0.68	0.50	0.62	0.76
加: 折旧和摊销	8.6	23.8	26.3	30.7	35.2	BVPS(元)	0.73	2.04	2.44	2.93	3.54
资产减值准备	-0.4	-0.7	2.2	1.8	1.6	PE(X)	66.7	31.6	42.7	34.5	28.2
公允价值变动损失	-	0.2	0.1	-0.1	-0.2	PB(X)	29.4	10.5	8.7	7.3	6.0
财务费用	-0.2	-	-	2.1	13.7	P/FCF	-	-56.9	38.2	32.3	23.9
投资收益	-	-1.8	-2.8	-1.9	-1.6	P/S	10.2	9.1	7.2	6.0	5.2
少数股东损益	-	0.0	-	-	-	EV/EBITDA	46.6	25.5	29.8	23.4	18.8
营运资金的变动	1.2	-20.8	-118.2	-9.7	22.1	CAGR(%)	54.7%	24.3%	22.5%	36.2%	35.4%
经营活动产生现金流量	62.1	200.6	119.9	294.4	392.6	PEG	1.2	1.3	1.9	1.0	0.8
投资活动产生现金流量	-12.0	-687.4	-161.1	-88.4	-79.0	ROIC/WACC	3.4	7.0	3.9	3.1	3.4
融资活动产生现金流量	-	690.1	307.1	74.9	54.9	REP	5.6	1.4	2.6	2.7	2.3

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

洪露，首席医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有10年医药行业从业经验，2007年6月加盟安信证券研究中心。2009年《新财富》最佳分析师。

李秋实，医药行业研究员，北京大学药学和经济学双学位，中国人民大学金融学硕士，曾就职于德国拜耳医药保健有限公司，具有2年证券行业从业经验，2010年3月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。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。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上;
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%;
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%;
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动;
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
李昕	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
律烨	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lvye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
邮编: 100034