

聚焦核心业务，受益基药改革

买入维持评级

目标价格：25 元

投资要点：

- 📖 2010 年心血管类药物和头孢类原料药高速增长
- 📖 老产品短期内增长无忧，长期要靠新产品
- 📖 公司预计未来 2 年将保持较快增速，目前估值合理

报告摘要：

- **业绩符合预期。**公司 2010 年实现营业总收入 17.99 亿元，同比增长 27.93%。实现利润总额 2.29 亿元，归属于上市公司股东的净利润 1.86 亿元，分别同比增长 87.48% 和 80.65%，扣除非经常损益后净利润 1.52 亿元，同比增长 64.35%。基本每股收益 0.56 元，扣除非经常损益后基本每股收益为 0.46 元。
- **植物药、化学药业务高速增长。**最近两年，公司核心业务现代植物药和化学药的增速很快，因江西天施康中药全年纳入合并报表范围，植物药同比增长 50%。而化学药增速也非常突出，达 52%，其中奥美拉唑和阿乐欣增幅均超过 35%。新产品必坦、唐贝克、金康速力、汉防己甲素等新品均实现成倍增长。
- **聚焦核心业务，毛利率大幅提高。**主要公司这几年一直聚焦核心业务，推行品牌营销策略，毛利率和净利率水平也逐年提高，保健品和其他业务的比重逐渐降低，11 年公司将主营药品代理销售的三江医药剥离后，预计整体毛利率和净利率将继续大幅提高。
- **资源整合继续前进。**公司未来继续坚持品牌营销的战略，推进生产和营销资源的整合。并且，公司将继续受益于基本药物制度的推广，基药相关配套政策的出台将促使前列康等产品会继续高速增长。
- **预计公司 2011~2013 年实现归属于母公司净利润 2.47 亿元、2.97 亿元、3.68 亿元，同比增长 33.27%、20.12%、23.93%，对应每股收益 0.70 元、0.84 元、1.05 元。按照 2011 年 35 倍 PE，给予 25 元的目标价，维持买入评级。**

主要指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1407	1799	2054	2598	3270
EBITDA(百万元)	176	247	350	425	543
净利润(百万元)	101	186	247	297	368
EPS(元)	0.29	0.53	0.70	0.84	1.05
P/E	68.73	40.71	30.55	25.43	20.52
P/S	6.35	5.37	4.20	3.68	2.91
P/B	6.06	4.40	4.40	3.49	3.07

联系人

吴洋

电话：01088085967

Email: wuyang@hysec.com

分析师

张延明(S1180510120009)

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20101231	8487	较集中
20100930	10872	非常集中
20100630	6738	较集中

数据来源：港澳资讯

相关研究

宏源证券*公司点评*康恩贝—受益基本药物制度超预期 03.01

宏源证券*行业策略*医药行业—紧跟政策，寻找确定性增长的个股 06.21

宏源证券*行业策略*医药行业—政策总体偏利好，行业增长无悬念 11.25

宏源证券*公司点评*哈药股份—资产注入提升估值水平 02.17

宏源证券*公司点评*信立泰—短期增长无忧，长期看新药 02.28

公司 2010 年实现营业总收入 17.99 亿元，同比增长 27.93%。实现利润总额 2.29 亿元，归属于上市公司股东的净利润 1.86 亿元，分别同比增长 87.48%和 80.65%，扣除非经常损益后净利润 1.52 亿元，同比增长 64.35%。基本每股收益 0.56 元，扣非后基本每股收益为 0.46 元。

同 10 年计划相比，营业收入完成了经营计划 19 亿的 94.7%，未完成目标的主要原因是因为公司下属保健品事业部和江西天施康公司业务收入未达到预期目标。保健品业务主要因传统营销方式不断受到冲击，原材料三七、人参等大幅涨价使产品竞争力下降，导致销售收入同比下降约 20%；江西天施康公司因市场营销体系有待健全，基本药物制度等医改政策实施不到位等原因未能完成增长计划。

但公司利润总额已超额完成计划，业绩增长主要来自于公司主导产品金奥康、阿乐欣、前列康、天保宁等销售收入较上年同期有较大幅度增长，报告期内，公司继续组织实施品牌规划，相关品牌产品的销售出现较大幅度增长，其中“金奥康”产品增长 42%，“康恩贝”系列、“前列康”、“天保宁”等增长均超过 20%。公司收到兰溪市土地储备中心支付的老厂区的土地处置补偿款 2700 万元所形成的收益是导致非经常损益的主要原因。

图 1: 营业收入

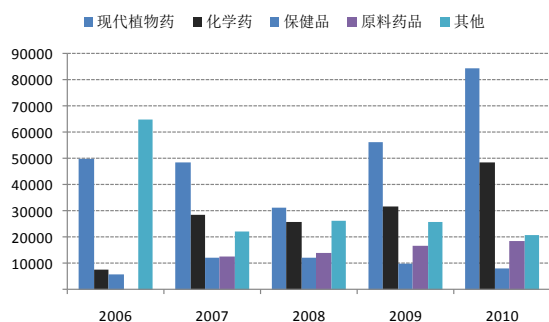
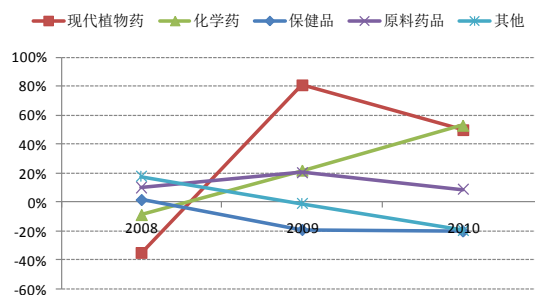


图 2: 收入增速



资料来源: 宏源证券

图 3: 2010 年收入结构

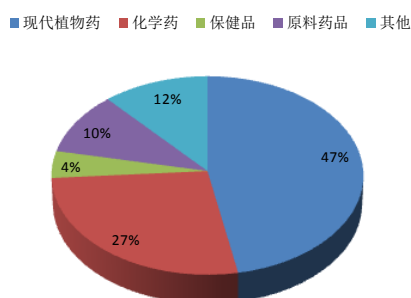
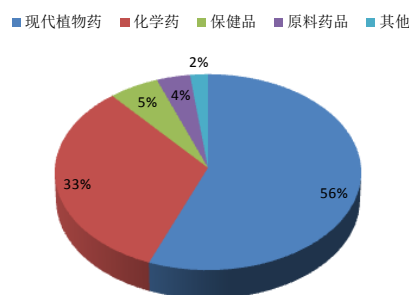


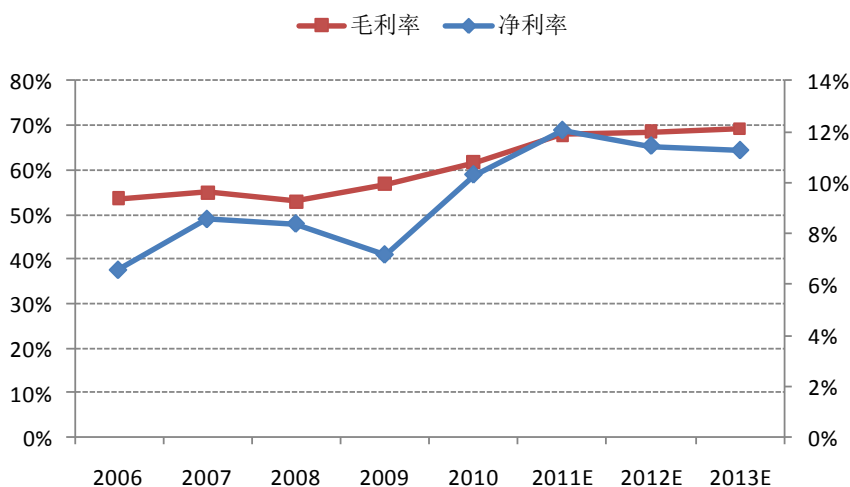
图 4: 2010 年毛利结构



资料来源: 宏源证券

最近两年，公司核心业务现代植物药和化学药的增速很快，其中因江西天施康中药自 2009 年 8 月起纳入合并报表范围，09 年的合并利润中包括 08-12 四个月的收入费用，使得现代植物药类别产品增幅明显，实现的营业收入超过 8 亿元，同比增长 50%。而化学药增速也非常突出，其中奥美拉唑和阿乐欣增幅均超过 35%。而保健品和其他业务的规模逐渐降低，主要公司这几年一直聚焦核心业务，推行品牌营销策略，毛利率和净利率水平也逐年提高。随着 11 年公司将主营药品代理销售的三江医药剥离后，预计整体毛利率和净利率将继续大幅提高。

图 5: 毛利率及净利率预测



资料来源: 宏源证券

报告期间内公司销售费用和管理费用同比增加 35.22%和 43.78%，主要是本报告期江西天施康公司全年纳入合并范围，而 09 年仅 8-12 月纳入合并范围，以及公司营业收入增加所致。

公司 2011 年度的经营计划为实现营业收入 20.5 亿元和利润总额 2.5 亿元。相应同比增长 25.0%，26.3%。我们对于公司的成长比较乐观。

公司一直坚持以品牌经营为主推动公司经营发展的基本策略，现在看，品牌运营体系已经较为完善，康恩贝、前列康、天保宁、金奥康、珍视明等重点产品品牌成为了支柱品种。我们认为今后两年，公司将进一步加强营销团队的建设，借助营销实力的提高，充分发挥在品牌、产品、规模上的优势，在植物药、化药、普药方面继续快速增长。

公司有 49 个品种入选 09 版的《国家基本药物目录》，今年随着基本药物制度的推进，相关配套制度的完善尤其补偿制度的出台，前列康等基本药物将会保持增长的势头。预计前列康未来 3 年可保持约 20%的营收增速，而天保宁加强销售后增速开始提升，公司继续推进天施康与公司产业资源整合。控股子公司天施康拥有多个特色中药品种，其中珍视明、肠炎宁、夏天无等具有较高品牌知名度很增长潜力，10 年营业收入和净利润增速高达 90.73%、59.56%。预计 11 年天施康中药的营收增速超过 30%。

公司也会加大新产品销售力度，必坦、唐贝克、金康速力、汉防己甲素等新品均实现成倍增长的势头，有望成为公司未来的支柱产品。公司也会积极研究寻找重组机遇，争取在今年完成 1—2 个购并项目，并加快业务国际化进程。

我们预计未来 2~3 年内，公司的品牌经营策略下的主要业务仍可持续高成长。预计公司 2011~2013 年实现归属于母公司净利润 2.68 亿元、3.22 亿元、3.98 亿元，同比增长 33.27%、20.12%、23.93%，对应每股收益 0.70 元、0.84 元、1.05 元。按照 2011 年 35 倍 PE，给予 25 元的目标价，维持买入评级。

表 1: 盈利预测表

利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1407	1799	2054	2598	3270
营业成本	607	690	658	815	1007
营业税金及附加	17	23	25	32	40
销售费用	541	732	897	1161	1461
管理费用	120	173	198	250	315
财务费用	23	20	16	32	53
资产减值损失	10	-3	4	4	1
投资收益	16	16	19	23	28
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	105	181	275	328	420
营业外收支净额	18	48	33	41	37
税前利润	122	229	308	368	456
减: 所得税	17	28	40	47	58
净利润	105	201	268	322	399
减: 少数股东损益	4	15	21	25	30
归属于母公司的净利润	101	186	247	297	368
基本每股收益	0.31	0.53	0.70	0.84	1.05

资料来源: 宏源证券

联系人简介:

吴洋: 宏源证券医药行业分析师, 中国人民银行研究生部金融学硕士, 2年医药行业研究经历。

主要研究覆盖公司: 上海凯宝、信立泰、华海药业、华润三九、哈药股份、达安基因、天目药业、亚太药业、新和成等

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。