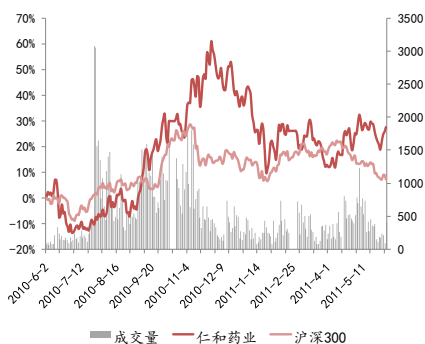


投资评级

谨慎推荐

近一年股价走势图



公司基本情况

总股本(万股)	42,017
流通股本(万股)	31,937
每股净资产(元)	2.26
资产负债率(%)	31.38

相关报告

《产品亮点多，收购资产改善空间大——仁和药业(000650)研究报告》
 2011年4月29日

研发部

邵明慧¹
 SAC 执业证书编号：S1340510120001
 联系电话：010-68858138
 Email: songkai@cnpsec.com

业绩稳定高速增长的 OTC 一线明星

——仁和药业(000650)研究报告

摘要：

● 我们看好仁和药业的主要原因有两点：第一，公司业绩具有稳定高速增长的预期，我们预计未来3年公司复合增长率在30%左右；第二，估值具有吸引力，经过前一段的调整，公司目前估值水平低于行业平均水平，作为高速增长OTC龙头企业，投资价值已经显现出来。

● **OTC 领域一线明星。**OTC药品的生产和销售是公司的主要业务，公司产品涉及成人/儿童感冒药、消化系统用药、妇科洗剂和滴眼液等几个领域。其中仁和优卡丹、妇炎洁和闪亮滴眼液在各自细分领域中具有较高的市场占有率和品牌知名度。我们看好公司的儿童感冒药和妇女清洁用品未来的增长潜力。

● **江西制药管理改善空间较大。**公司拟使用1亿元解决江西制药的历史遗留问题和债务问题。仅债务问题一项，解决后就将为公司当年节省财务费用700万元。同时，我们预计公司收购江西制药后，该公司的员工结构和数量将更为合理，运营效率将有大幅提升，相应地管理费用也会有明显的下降。我们预计仅这两部分费用的降低就能为公司贡献可观的利润。

● **江西制药产品喜忧参半。**公司拟使用9000万元对江西制药硫酸小诺霉素车间进行改造。我们认为江西制药的抗生素产品喜忧参半。喜的一面：硫酸小诺霉素在氨基糖苷类药物中具有较好的安全性，并对乙酰转移酶稳定，目前我国市场对该药物存在较大供给缺口，江西制药在该药物的生产和招标中具有显著的优势。忧的一面：该药物不是国家医保目录药品，影响了其临床使用，未来如果进入国家医保，将面临降价风险；该药物被列入特殊使用级别抗生素，未来临床使用可能受到严格限制。

● **看好现有OTC产品前景，营销改革助力可持续发展。**公司现有OTC产品颇具竞争力，在各自细分领域均占有一席之地，我们认为公司旗下的铜鼓仁和、康美医药和闪亮制药由于其产品前景广阔，未来会具有较高的成长性。同时，2010年公司的营销改革对当年产品销售造成了一定的影响，但是通过渠道改革，控制窜货的发生，同时做到及时掌握每一件药品的销售信息，有效治理价格乱象。未来营销改革正面影响将逐渐显现。

● **盈利预测与投资评级。**按照公司总股本6.30亿股总股本计算，我们预计公司2011-2013年每股收益为0.48元、0.62元(原0.60元)和0.78元(原0.75元)，对应昨日收盘价14.07元的动态市盈率为29倍、23倍和18倍。公司未来业绩具有平稳高速增长的预期，估值具有一定优势，公司作为国内OTC行业的龙头企业之一，是值得长期投资的标的。但考虑到抗生素行业的风险，我们暂维持“谨慎推荐”的投资评级。

● **风险提示。**产品市场推广的风险；抗生素行业风险；广告费用上升的风险。

¹报告贡献人：宋凯

目录

1. OTC 领域的一线明星	4
1.1 公司简介	4
1.2 旗下优良资产众多	5
1.3 外延式扩张成就公司高速增长	6
2. 江西制药管理具有较大改善空间，抗生素产品喜忧参半	7
2.1 江西制药概况	8
2.2 卸掉历史包袱，改革管理体制，建设销售队伍	8
2.3 抗生素项目喜忧参半	9
2.3.1 氨基糖苷类抗生素简介	9
2.3.2 小诺霉素简介与特点	10
2.3.3 我国目前硫酸小诺霉素存在供给缺口	10
2.3.4 抗生素使用受限，行业面临一定风险	12
3. 看好现有 OTC 产品前景，营销改革助力可持续发展	13
3.1 铜鼓仁和稳步增长	13
3.2 妇炎洁——行业龙头产品，增长动力强劲	15
3.3 其他一线产品基数较低，有高速增长预期	17
4. 盈利预测与投资评级	18
5. 风险提示	19

图表目录

图表 1: 公司核心产品.....	4	
图表 2: 公司单季度营业收入 (万元)	图表 3: 公司单季度净利润 (万元)	5
图表 4: 公司子公司业绩情况.....	6	
图表 5: 公司旗下主要子公司和主要产品情况 (未包括 2011 年拟收购资产)	7	
图表 6: 公司非公开发行募投项目情况 (单位: 万元)	8	
图表 7: 氨基糖苷类抗生素发展历程.....	9	
图表 8: 硫酸小诺霉素分子结构.....	10	
图表 9: 近年硫酸小诺霉素的招标情况.....	11	
图表 10: 抗菌药物限制级别情况.....	12	
图表 11: 氨基糖苷类抗生素分级情况.....	13	
图表 12: 铜鼓仁和收入情况	图表 13: 铜鼓仁和净利润情况	13
图表 14: 我国 0-14 岁人口数量和比例.....	14	
图表 15: 我国儿童疾病门诊人次情况.....	14	
图表 16: 我国儿童用药市场规模.....	15	
图表 17: 我国感冒药市场发展趋势及预测.....	15	
图表 18: 康美医药收入情况	图表 19: 康美医药净利润情况	16
图表 20: 国内妇女清洗用品品牌知名度情况.....	16	
图表 21: 品牌印象得分情况.....	17	
图表 22: 我国眼科用药市场规模 (亿元)	18	
图表 23: 仁和药业盈利预测 (单位: 万元)	19	

1. OTC 领域的一线明星

1.1 公司简介

公司前身为九江化纤股份有限公司，主要从事纤维素纤维制造业，主要产品包括粘胶长丝、短丝浆粕、蒸汽和卫生纸等。大股东为九江化学纤维总厂，实际控制人为江西省纺织集团公司。

2006 年仁和集团通过竞价拍卖的方式，以 3005 万元获得了原控股股东九江化学纤维总厂持有的 67.16% 的股权，之后通过资产重组，公司以收到的清欠资金收购了仁和集团和其实际控制人持有的江西铜鼓仁和制药有限公司、江西吉安三力制药有限公司和江西仁和药业有限公司三家制药公司 100% 的股权以及仁和集团所属的部分无形资产项目，公司主营业务转为医药领域，2007 年上市公司正式更名为仁和药业。

公司主要经营 OTC 产品，涉及细分行业主要包括成人/儿童感冒用药、消化系统用药、妇科洗剂和滴眼剂等领域，核心产品为优卡丹、仁和可立克、妇炎洁、闪亮滴眼液和仁和正胃胶囊等。其中优卡丹、妇炎洁和闪亮滴眼液均拥有比较高的品牌知名度。

目前公司总股本为 6.30 亿股，其中流通股 4.79 亿股，公司第一大股东为仁和集团，持有公司 45.54% 的股权。公司实际控制人为杨文龙先生，持有仁和集团 73.10% 的股权。

图表 1：公司核心产品

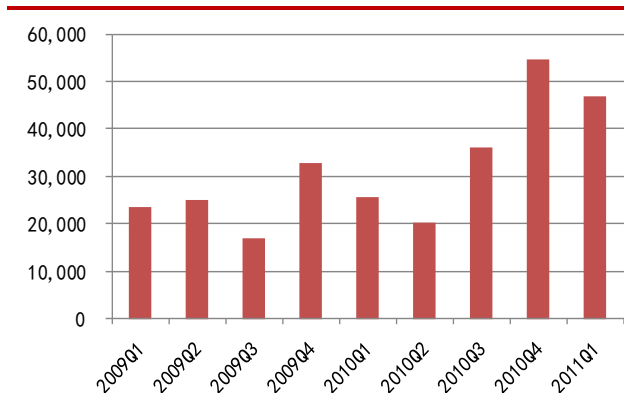


数据来源：公司网站，中邮证券研发部

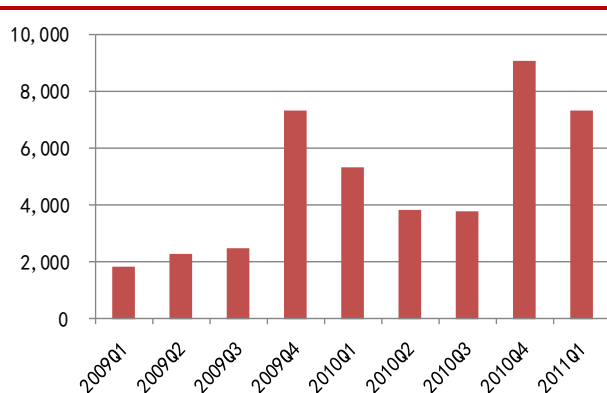
1.2 旗下优良资产众多

公司上市以来业绩保持了高速增长，2011 年一季度，公司实现营业收入 4.70 亿元，同比增长了 84.20%；营业利润 9907 万元，同比增长了 45.82%；利润总额 1.02 亿元，同比增长了 46.01%；归属于母公司净利润 7309 万元，同比增长了 37.00%。

图表 2：公司单季度营业收入（万元）



图表 3：公司单季度净利润（万元）



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

目前公司涉足两个领域——医药商业和医药工业。医药商业公司为江西仁和药业，该公司旗下包括江西仁和中方药业（中方医药）和江西仁翔药业，江西仁和药业主要负责公司一线产品的销售，中方医药为二线产品。江西仁翔药业在省内拥有 12000 余个销售终端，销售网络覆盖全省各县市乡镇及周边省的终端，这将为公司 OTC 产品提供良好的销售途径。

医药工业方面，公司旗下主要医药工业企业目前包括江西铜鼓仁和制药（铜鼓仁和）、江西吉安三力制药（吉安三力）、江西康美医药保健品有限公司（康美医药）、江西药都仁和制药（药都仁和）和江西闪亮制药。其中，公司 2007 年通过资产置换上市时，医药工业资产仅包括铜鼓仁和与吉安三力，其余资产为后来公司向集团购买而得。

公司旗下子公司总体来讲具有较强的盈利能力和成长性。

2010 年江西铜鼓仁和的营业收入达到 1.85 亿元，净利润 4027 万元，净利润率达到 21.77%。较 2007 年的复合增长率达到 14.01%，净利润复合增长率达到 32.91%，净利润率累计上升了 8.03 个百分点。

2010 年，康美医药实现营业收入 1.95 亿元，同比下降了 5.87%，净利润为 6148 万元，同比增长了 5.35%。药都仁和主要产品为中成药，包括仁和正胃胶囊、六味地黄丸和乌鸡白凤丸等中药，2010 年该公司推出了正胃胶囊等 12 个新产品，公司实现营业收入 1.07 亿元，首次突破亿元大关，同比增长了 11.22%，净利润为 1694 万元，同比增长了 9.85%。

闪亮制药的主要产品为闪亮滴眼液，2008 年 4 月由于受到媒体关于闪亮滴眼液负面报道的影响，闪亮制药的生产和销售受到了较大的影响，通过近几年的品牌维护，闪亮制药已经步入了良性发展轨道，2010 年，闪亮制药克服了生产任务不平衡，用工形势严峻等困难，生产能力及利税实现高速增长，产量刷新了历史记录，实现营业收入 5748 万元，同比增长了 62.02%，净利润为 1684 万元，同比增长了 267.94%。

图表 4：公司子公司业绩情况

单位：万元	2007 年		2008 年		2009 年		2010 年	
	营业收入	净利润	营业收入	净利润	营业收入	净利润	营业收入	净利润
江西仁和	77,805	1,939	87,047	5,042	98,125	6,991	136,526	9,822
铜鼓仁和	12,482	1,715	15,692	2,599	17,428	3,265	18,500	4,027
吉安三力		127		88		36		79
康美医药	29,559	3,230	26,169	4,722	20,670	5,835	19,524	6,148
药都仁和	8,145	113	8,293	964	9,617	1,542	10,696	1,694
闪亮制药					3,547	458	5,748	1,684

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

1.3 外延式扩张成就公司高速增长

公司上市时旗下拥有的资产为江西铜鼓仁和制药有限公司、江西吉安三力制药有限公司、江西仁和药业有限公司三家制药公司，其中江西仁和医药有限公司主要从事药品的批发与销售业务，江西铜鼓仁和制药的产品包括仁和可立克和优卡丹，江西吉安三力制药主要经营硝酸咪康唑软膏和氧氟沙星栓等外用药品。

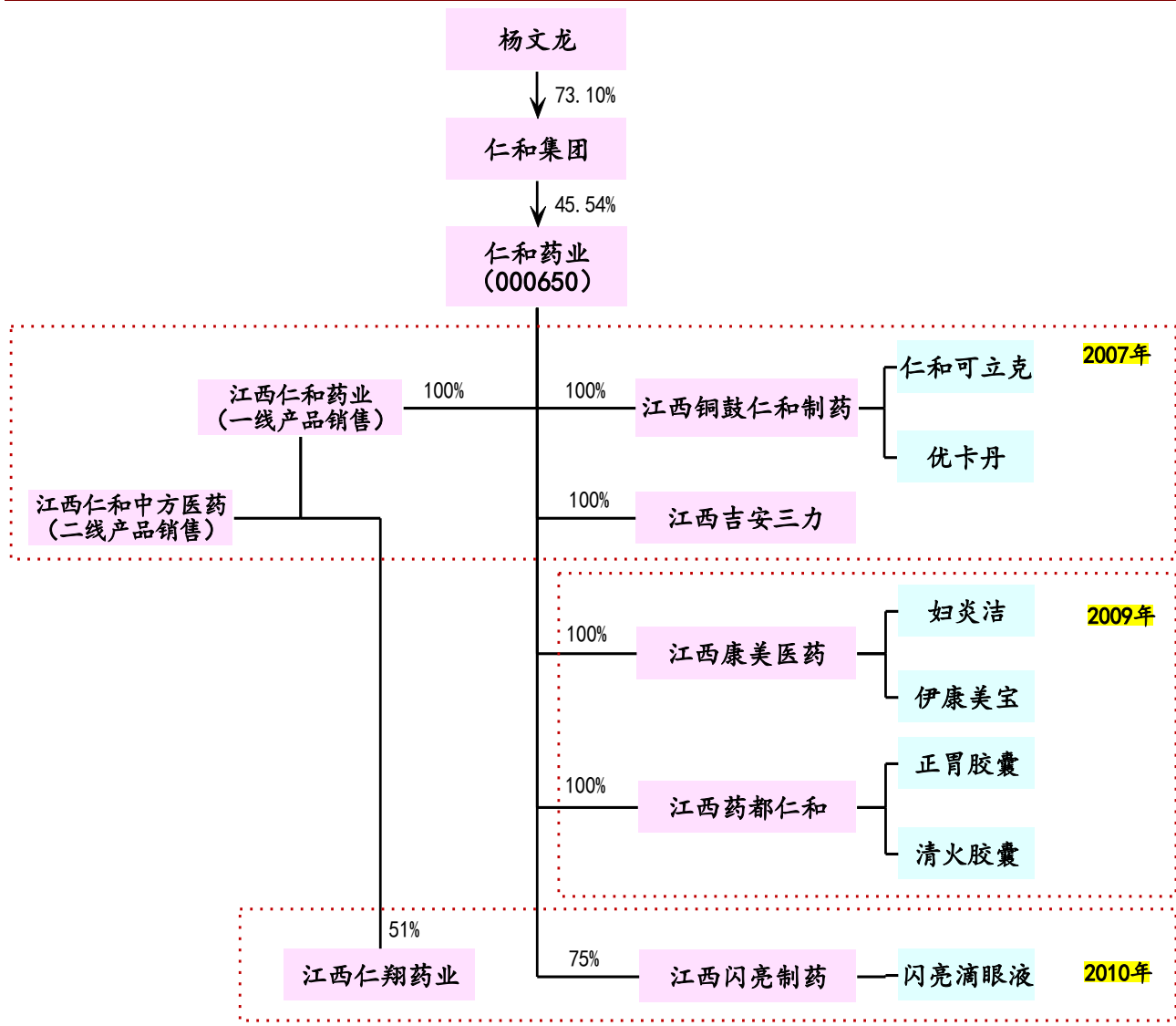
江西铜鼓仁和制药是公司上市伊始主要资产，是公司医药工业的主要收入和利润来源，旗下主要产品为成人感冒药仁和可立克和儿童感冒药优卡丹。

2009 年公司通过定向增发向大股东仁和集团收购了康美医药和药都仁和，康美医药主要产品为妇炎洁，该产品在妇女清洗用品领域具有良好的品牌知名度和较高的市场份额。

2010 年，公司拟以自有资金 2.10 亿元收购了仁和集团和万年青公司分别持有的闪亮制药 75%和 25%的股权，目前已完成了对仁和集团持有闪亮制药 75%股权的收购。

此外，2010 年公司子公司江西仁和药业以 2856 万元的价格收购了江西仁翔药业 51%的股权，成为其控股股东，仁翔药业成立于 2005 年 6 月，是一家专注药品经营的大型医药流通企业。仁翔药业在江西省内有 1 万 2 千余个销售终端，销售网络覆盖全省各县市乡镇及周边省的终端。

图表 5: 公司旗下主要子公司和主要产品情况 (未包括 2011 年拟收购资产)



数据来源: 公司公告, 中邮证券研发部

2. 江西制药管理具有较大改善空间, 抗生素产品喜忧参半

公司公布了 2011 年非公开发行预案, 公司拟向特定对象非公开发行不超过 5000 万股 A 股, 募集资金约 9 亿元, 用于收购收购江西药都樟树医药集团股份有限公司持有江西药都樟树制药有限公司 100% 股权和江西药都药业有限公司 100% 股权, 参与江西制药改制, 以及收购仁和集团持有的江西仁和药用塑胶制品有限公司 55% 的股权等项目。

其中, 江西制药值得投资者关注。

图表 6: 公司非公开发行募投项目情况 (单位: 万元)

序号	项目名称	项目总投资额	募集资金投资额
1	收购江西药都樟树医药集团股份有限公司持有江西药都樟树制药有限公司 100%股权、江西药都药业有限公司 100%股权	约 30,000	约 30,000
2	通过增资扩股方式对江西制药有限责任公司实施重组、改造, 获取江西制药有限责任公司 70%股权	约 32,000	约 32,000
3	收购仁和(集团)发展有限公司持有江西仁和药用塑胶制品有限公司 55%股权	约 5,000	约 5,000
4	购买仁和药业股份有限公司及子公司共同租用仁和(集团)发展有限公司的办公场所	约 15,000	约 15,000
5	补充流动资金	约 8,000	约 8,000
	合计	约 90,000	约 90,000

数据来源: 公司公告, 中邮证券研发部

2.1 江西制药概况

公司拟以 3.2 亿元的募集资金参与江西制药的改制, 并获得该公司 70%的股权。

根据公司披露的数据, 2010 年江西制药实现营业收入为 1.30 亿元, 同比增长 14.60%, 实现净利润 97 万元, 2009 年为亏损。公司的净利润率仅为 0.74%。同时公司的债务负担沉重, 截止 2010 年 12 月 31 日, 公司的资产负债率达到 87.56%。

江西制药原有股东分别为华融资产管理公司 (78.13%)、长城资产管理公司 (11.90%)、东方资产管理公司 (2.65%)、江西省医药集团公司 (1.15%)、北京市琪洋房地产开发有限责任公司 (4.41%) 和北京英奇科技投资有限公司 (1.76%)。作为一家历史悠久的国有企业, 江西制药存在的主要问题是历史包袱重、产能低下、资金短缺、体制落后、机制不健全。

江西制药产品以氨基糖苷类抗生素为主, 包括硫酸小诺霉素、硫酸庆大霉素、C1a、硫酸庆大霉素 B 和硫酸异帕米星等, 药品生产批文 337 个, 其中 125 个品规属于国家基本药物目录品种。现有产能针剂 3 亿支、片剂 30 亿片、大输液 2000 万瓶、胶囊 1 亿粒、冻干粉针 200 万瓶、抗生素发酵吨位 800 立方米。

2.2 卸掉历史包袱, 改革管理体制, 建设销售队伍

我们认为从公司治理的角度来讲, 江西制药未来具有较大的改善空间。

此次公司参与江西制药改制的 3.2 亿元总投资额中, 拟使用其中 1 亿元解决江西制药的历史遗留问题和债务问题。仅债务问题一项, 解决后就将为公司当年节省财务费用 700 万元。同时, 我们预计公司收购江西制药后, 该公司的员工结构和数量将更为合理, 运营效率将有大幅提升, 相应地管理费用也会有明显的下降。我们预计仅这两部分费用的降低就能为公司贡献可观的利润。

此外公司将投资 2000 万元对江西制药营销团队和市场网点进行改造。作为一家拥有 337 个品种、125 个基药品种的处方药企业, 收入规模仅为 1.3 亿元, 这与公司原有的销售体制不无关系。此次公司将为江西制药组建销售公司, 并结合公司现有的营销团队, 逐渐完

善市场网络。虽然公司以非处方药的销售见长，但我们认为以江西制药现有资源为基础，加上公司现代化管理体制，完全有能力打造一支具有江西制药特色的专业营销队伍。

2.3 抗生素项目喜忧参半

公司拟使用 9000 万元对江西制药硫酸小诺霉素车间进行改造。我们认为江西制药的抗生素产品喜忧参半。

“喜”：硫酸小诺霉素在氨基糖苷类药物中具有较好的安全性，并对乙酰转移酶表现出良好的稳定性；目前我国市场对该药物存在较大供给缺口；江西制药在该药物的生产和招标中具有显著的优势。

“忧”：该药物不是国家医保目录药品，影响了其临床使用，未来如果进入国家医保，将面临降价风险；该药物被列入特殊使用级别抗生素，未来临床使用可能受到严格限制。

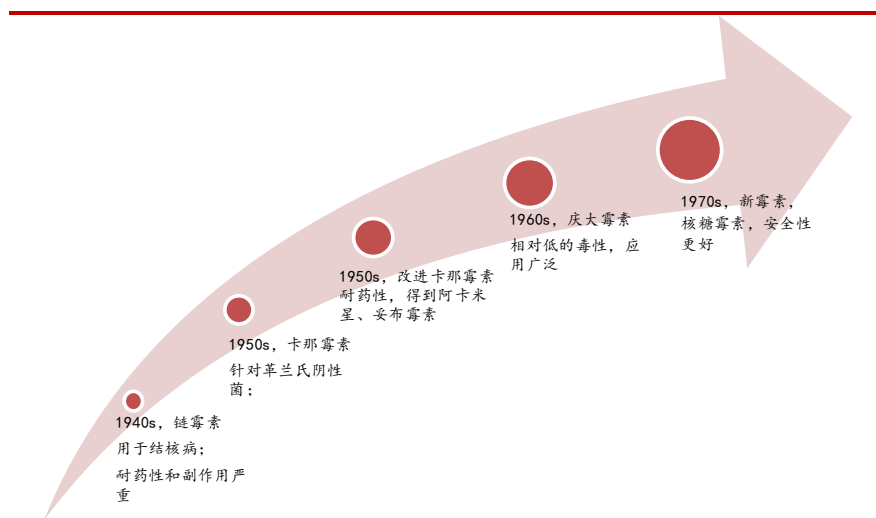
2.3.1 氨基糖苷类抗生素简介

氨基糖苷类抗生素是由链霉菌、小单孢菌和细菌所产生的具有氨基糖苷结构的抗生素，是抗生素家族中的一个小品种药物。

氨基糖苷类抗生素品种相对较少，人类历史上得到的第一个氨基糖苷类抗生素是 1940 年发现的链霉素，此后，人们又发现了治疗革兰氏阴性菌的卡那霉素，并在其基础上开发得到了阿米卡星和妥布霉素等氨基糖苷类药物。庆大霉素是 20 世纪 60 年代由小单孢菌发酵液中分离得到的一种混合物，抗革兰氏阴性菌效果良好，毒性相对较低，是目前该类药物治疗中应用较广的一种。新霉素、核糖霉素作为后发现的抗生素，虽然抗菌活性不及之前的药物，但是毒副作用大大降低。

氨基糖苷类药物的主要毒副作用有两点：第一，该药物与血清蛋白结合率低，绝大多数在体内不代谢失活，以原药形式经肾小球滤过排出，从而产生肾毒性；第二，损害第八对脑神经，引起不可逆耳聋，尤其对儿童毒性更大。根据卫生部公布的数字，我国每年约有三万名儿童因不恰当使用耳毒性药物造成耳聋，其中 95% 以上为氨基糖苷类药物。

图表 7：氨基糖苷类抗生素发展历程

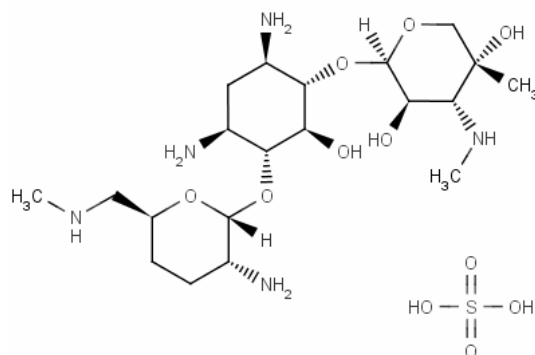


数据来源：中邮证券研发部

2.3.2 小诺霉素简介与特点

从硫酸小诺霉素的分子结构可以看出，这是一种典型的氨基糖苷类抗生素。

图表 8：硫酸小诺霉素分子结构



数据来源：中邮证券研发部

小诺霉素是小单孢菌及其变异株所产生的一种氨基糖苷类药物，由于发酵菌株相似，该药物的抗菌谱与庆大霉素相似。

小诺霉素能抑制细菌蛋白质的合成，同时有破坏细菌细胞壁的作用。该药物主要适用于主要用于大肠杆菌、克雷白杆菌、变形杆菌、肠杆菌属、沙雷杆菌、绿脓杆菌等革兰阴性杆菌引起的呼吸道、泌尿道、腹腔以及外伤感染，同时对革兰氏阳性菌如葡萄球菌，链球菌等所引起的感染有较好疗效。

小诺霉素的特点是对乙酰转移酶稳定。这种酶是一种钝化酶，还包括磷酸转移酶和核苷转移酶。乙酰转移酶能够使卡那霉素、阿米卡星、核糖霉素、庆大霉素等药物钝化，产生耐药性，小诺霉素对产生这种酶的耐药菌表现出较好的有效性。

2.2.3 我国目前硫酸小诺霉素存在供给缺口

根据 sfda 网站的信息，目前国内具有硫酸小诺霉素制剂生产批文的厂家众多，但是江西制药在技术水平和成本控制上具有优势。我们统计了最近小诺霉素的招标情况，江西制药优势明显。

图表 9：近年硫酸小诺霉素的招标情况

日期	地区	药品名称	剂型	规格及包装	中标价	中标企业
2011/5/23	贵州	硫酸小诺霉素氯化钠注射液	注射液	(100ml:硫酸小诺霉素 60mg (6万单位) 与氯化钠 0.9g)*1	24.63	
2011/1/18	山西	小诺霉素	粉针剂	60mg*1	25	
2011/1/18	山西	小诺霉素	注射液	100ml:60mg:0.9g*1	17.5	
2011/1/18	山西	小诺霉素	注射液	2ml:80mg*1	18.1	
2010/11/30	河北	硫酸小诺霉素氯化钠	注射液	100ml:60mg:0.9g*1	23.75	
2010/11/30	河北	硫酸小诺霉素	注射液	2ml:80mg*1	12	
2010/11/30	河北	注射用硫酸小诺霉素	冻干粉针	60mg*1	24.75	江西制药
2010/10/25	湖南	小诺霉素	注射液	60mg 100ml*1	18.42	
2010/9/9	浙江	硫酸小诺霉素	注射液	2ml:80mg (8万 IU)*1	14.09	
2010/9/9	浙江	硫酸小诺霉素氯化钠注射液	注射液	100ml:60mg (6万 IU):0.9g*1	19.49	
2010/7/16	江西	注射用硫酸小诺霉素	粉针剂	(60mg (6万单位))1	22.97	
2009/11/24	广东	硫酸小诺霉素氯化钠注射液	大容量注射液	100ml:小诺霉素 60mg (6万单位) 与氯化钠 0.9g1 玻瓶	18.43	
2010/12/16	辽宁	硫酸小诺霉素	内服溶液剂	10ml:80mg *6 支	20.59	
2010/11/30	河北	硫酸小诺霉素口服溶液	口服溶液剂	10ml:80mg*6	19.96	江西药都樟树制药
2009/11/24	广东	硫酸小诺霉素口服液	合剂 (口服液)	10ml:80mg6 支	2.384	
2010/11/30	河北	注射用硫酸小诺霉素	冻干粉针	60mg*1	18.2	江苏吴中医药集团有限公司苏州第六制药厂
2010/10/25	湖南	小诺霉素	冻干粉针	60mg*1	17.8	
2010/9/9	浙江	注射用硫酸小诺霉素	冻干粉针	60mg (6万单位)*1	15.5	
2010/12/16	辽宁	硫酸小诺霉素	注射液		5.65	
2010/11/30	河北	硫酸小诺霉素	注射液	1ml:30mg*1	0.45	天津药业焦作有限公司
2010/11/30	河北	硫酸小诺霉素	注射液	2ml:60mg*1	0.68	
2010/9/9	浙江	硫酸小诺霉素	注射液	1ml:30mg (3万 IU)*1	0.44	
2010/11/30	河北	硫酸小诺霉素	注射液	1ml:30mg*1	0.33	安徽联谊药业股份
2009/11/24	广东	硫酸小诺霉素	小容量注射液	2ml:60mg (6万 iu)10 支	0.323	白云山天心制药
2010/11/30	河北	硫酸小诺霉素	注射液	2ml:60mg*1	0.6	大红鹰恒顺药业有限公司
2010/11/30	河北	硫酸小诺霉素	注射液	2ml:80mg*1	1.1	江苏大红鹰恒顺药业
2011/1/18	山西	小诺霉素	注射液	2ml:60mg*1	0.48	金陵药业
2010/12/16	辽宁	硫酸小诺霉素	滴眼剂		22.52	千里明药业
2011/5/23	贵州	硫酸小诺霉	注射液	(2ml:80mg (8万单位))*1	0.65	宜昌人福

数据来源：医药健康网，中邮证券研发部

目前国内的硫酸小诺霉素处于供不应求的状态，预计市场需求量在 3000BOU（十亿单位）/月左右，目前实际供应量为 800BOU/月，存在比较显著的供应缺口。同时，由于相似的抗菌谱和比较好的抗耐药性，硫酸小诺霉素具有替代庆大霉素的可能性。公司投资 9000 万元对江西制药的硫酸小诺霉素车间进行改造，产能将有显著提升。预计达产后能为公司

贡献收入在 1 亿元左右，利润 2000 万元。

2.3.4 抗生素使用受限，行业面临一定风险

此次公司除了对硫酸小诺霉素车间改造外，还将分别投资 5000 万元和 4000 万元对江西制药的非 PVC 软带大输液车间和普药生产车间进行改造。我们认为公司抗生素产能的扩大面临一定的行业风险。

硫酸小诺霉素只进入了江西省医保（乙类）目录。

目前硫酸小诺霉素没有进入国家医保目录，在对各地的最新医保目录统计中发现，硫酸小诺霉素注射剂只进入了江西省医保目录（乙类），这给其使用带来了一定的限制。如果未来能够进入国家医保目录，可能会面临降价的风险。

抗生素分级管理，未来使用或受限制

2004 年卫生部出台了我国首部《抗菌药物临床应用指导原则》，并把抗菌药分为非限制类、限制类和排除类三类。近期卫生部制定了抗菌药物使用分级管理目录（征求意见稿）和抗菌药临床应用管理办法（征求意见稿），抗菌素被分为 3 个级别——非限制使用、限制使用和特殊使用（相当于以前的排除类）。该办法预计将于 2011 年 7 月起颁布实施。此次管理办法的内容相对比较严格，可操作性强，特殊使用级别抗生素数量上升，或对行业造成一定冲击。

图表 10：抗菌药物限制级别情况

限制级别	说明
非限制使用	经长期临床应用证明安全、有效，对细菌耐药性影响较小，价格相对较低的抗菌药物
限制使用	与非限制使用级抗菌药物相比较，在疗效、安全性、对细菌耐药性影响、药品价格等某方面存在局限性，不宜作为非限制级药物使用
特殊使用	具有明显或严重不良反应，不宜随意使用的抗菌药物； 需要严格控制使用避免细菌过快产生耐药的抗菌药物； 新上市不足五年的抗菌药物，疗效或安全性方面的临床资料较少，不优于现用药物的抗菌药物； 价格昂贵的抗菌药物

数据来源：中邮证券研发部

根据抗菌药物临床应用管理办法，预防感染、治疗轻度或者局部感染应当首先选用非限制使用级抗菌药物；严重感染、免疫功能低下合并感染或者病原菌只对限制使用类抗菌药物敏感时，可以选用限制使用级抗菌药物；**严格控制特殊使用级抗菌药物使用**。特殊使用级别的抗菌素可能面临的冲击最大。

小诺霉素（即小诺米星）被列入了特殊使用级别，如果该管理办法被严格执行实施，我们预计临床需求可能会出现萎缩，单月需求量可能达不到预期的 3000BOU。但由于公司在该药物上占据比较明显的优势，该办法的实施或许将使行业集中度进一步向龙头企业集中，这可能对公司构成有利的一面。

图表 11：氨基糖苷类抗生素分级情况

	非限制使用	限制使用	特殊使用
氨基糖苷类 抗生素分级	阿米卡星	依替米星	奈替米星
	庆大霉素	妥布霉素	异帕米星
	链霉素	大观霉素	小诺米星
		新霉素	巴龙霉素
		卡那霉素	西索米星
			地贝卡星
			阿贝卡星
			核糖霉素

数据来源：中邮证券研发部

3. 看好现有 OTC 产品前景，营销改革助力可持续发展

公司现有 OTC 产品颇具竞争力，在各自细分领域均占有一席之地，我们认为公司旗下的铜鼓仁和、康美医药和闪亮制药的产品前景广阔，未来会具有较高的成长性。

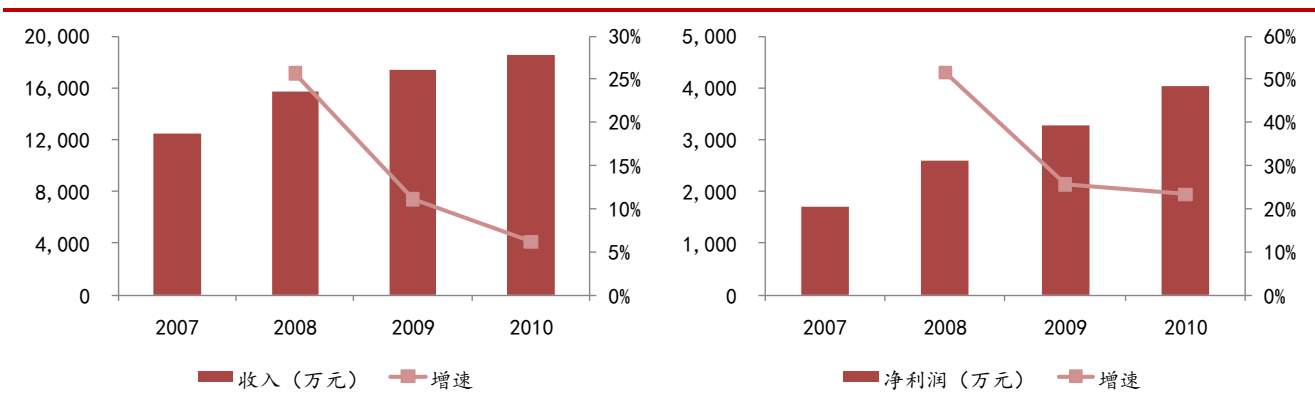
同时，2010 年公司的营销改革对当年产品销售造成了一定的影响，但是通过渠道改革，控制窜货的发生，同时做到及时掌握每一件药品的销售信息，有效治理价格乱象。改革虽然对短期公司产品销售造成一定负面影响，但有利于公司长远发展，同时我们认为改革不会一蹴而就，正面影响将在未来逐渐显现。

3.1 铜鼓仁和稳步增长

铜鼓仁和是公司上市时的主要资产之一，主要产品包括仁和可立克和优卡丹。2007 年以来公司业绩稳步增长，收入复合增速为 14.01%，净利润复合增速为 32.91%。

图表 12：铜鼓仁和收入情况

图表 13：铜鼓仁和净利润情况

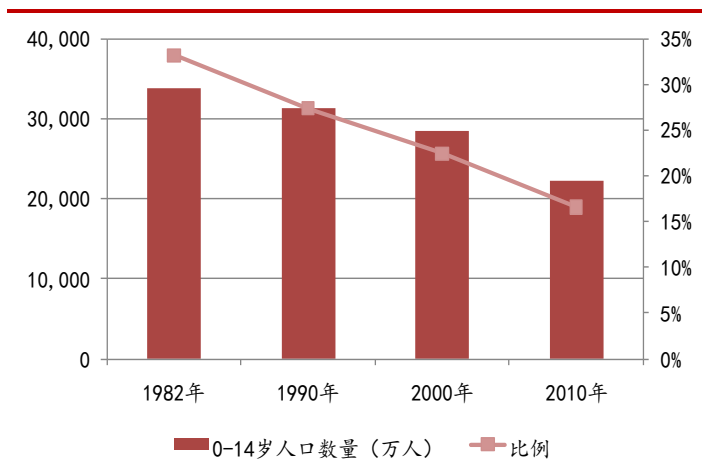


数据来源：公司公告，中邮证券研发部

优卡丹是公司的儿童感冒药产品，是公司主打产品之一。目前我国儿童人口数量和占比下降，但是健康关注度提升，儿童感冒药市场具有较大潜力。

根据全国第六次人口普查结果，我国 0-14 岁人口数量为 2.22 亿人，占比为 16.60%。而卫生部公布的 2010 年卫生统计年鉴显示，1990 年、2000 年和 2008 年，14 岁以下人口比例分别为 27.38%、22.45% 和 17.32%，儿童人口的绝对数量也从 2000 年的约 3.13 亿人下降到了 2010 年的 2.22 亿人。

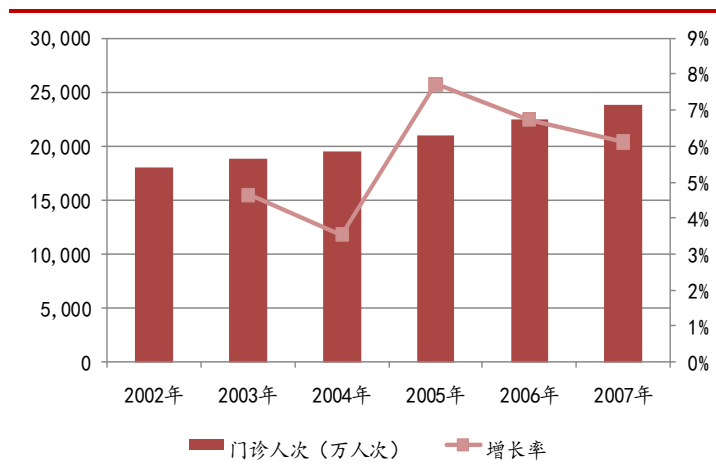
图表 14：我国 0-14 岁人口数量和比例



数据来源：卫生部，中邮证券研发部

虽然儿童人口数量出现了明显下滑，但是随着生活水平的提升，儿童健康关注度也有上升。2002-2007 年，我国儿童疾病门诊人次由 1.18 亿人次增长到 2.38 亿人次。

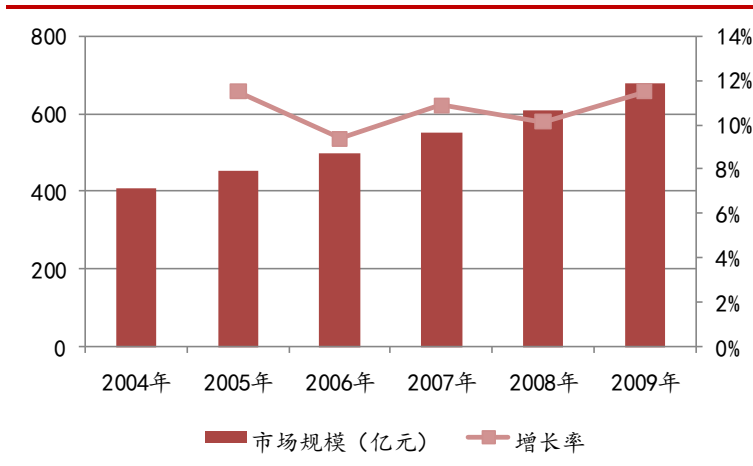
图表 15：我国儿童疾病门诊人次情况



数据来源：卫生部，中邮证券研发部

根据 sfda 南方所的统计，2004-2009 年，我国儿童用药市场规模由 407 亿元增长到了 676 亿元，年均复合增速在 10% 以上。在疾病谱方面，呼吸系统疾病占全部疾病的 75-80%。优卡丹作为目前市场上知名度较高的儿童感冒药产品，未来不排除发展不同剂型系列产品的可能性，同时受益于公司营销改革，我们预计该药物今年的增速在 30% 左右。

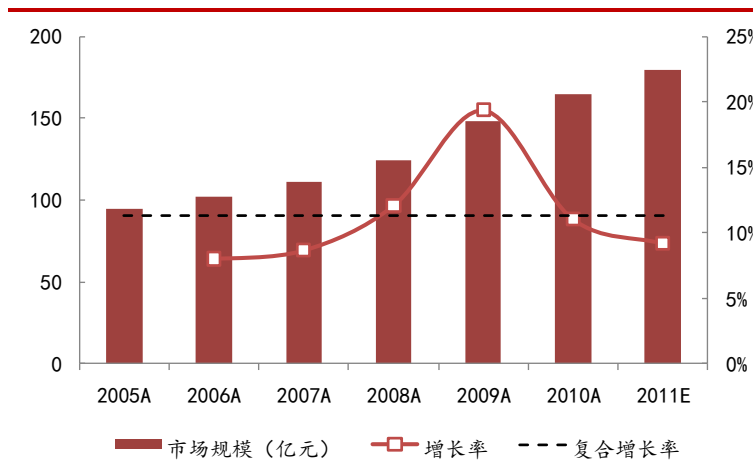
图表 16: 我国儿童用药市场规模



数据来源: sfda 南方所, 中邮证券研发部

仁和可立克是成年人感冒用药, 市场竞争比较激烈。2005 年我国感冒药市场规模为 94.37 亿元, 2010 年约为 165 亿元, 预计 2011 年能达到约 180 亿元左右, 年均复合增速在 11% 左右。我们认为短期可立克或许会出现较高增速, 但从长远来看其增长将保持在 15-20% 左右。

图表 17: 我国感冒药市场发展趋势及预测

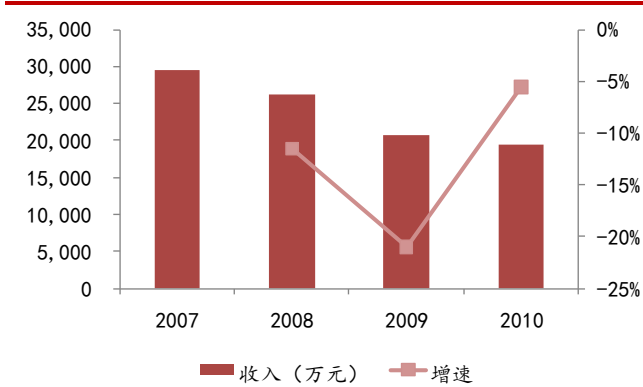


数据来源: sfda 南方所, 中邮证券研发部

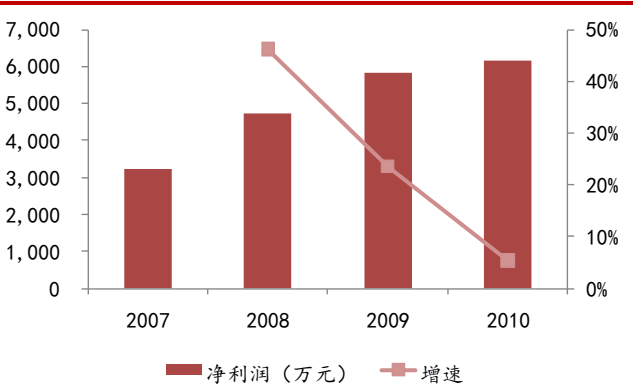
3.2 妇炎洁——行业龙头产品, 增长动力强劲

妇炎洁是公司旗下子公司康美医药的产品, 2010 年该公司实现营业收入 1.95 亿元, 同比下降了 5.54%; 净利润 6148 万元, 同比增长了 5.36%。

图表 18: 康美医药收入情况



图表 19: 康美医药净利润情况

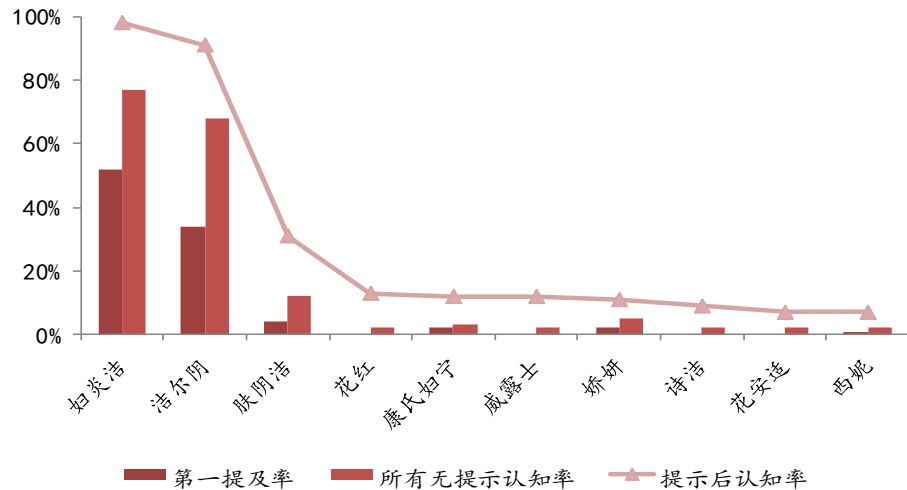


数据来源: 公司公告, 中邮证券研发部

根据 WHO 的调查, 我国 41% 的女性患有不同程度的阴道炎, 其中 42% 的女性购买洗液用于日常护理, 58% 的女性使用妇科疾病治疗药物。随着观念的改变, 以清洗护理和保健为目的的消费者群体将不断扩大, 清洗液市场具有良好的市场前景。我们认为公司的妇炎洁凭借其行业龙头地位, 未来具有较大的增长潜力, 预计其未来增速在 30% 以上。

妇炎洁品牌形象良好, 其消费者的第一提及率超过 50%, 无提示认知率接近 80%, 提示后认知率达到 98%, 家庭渗透率超过 13%; 该产品和洁尔阴是目前市场上最大的两个品种。

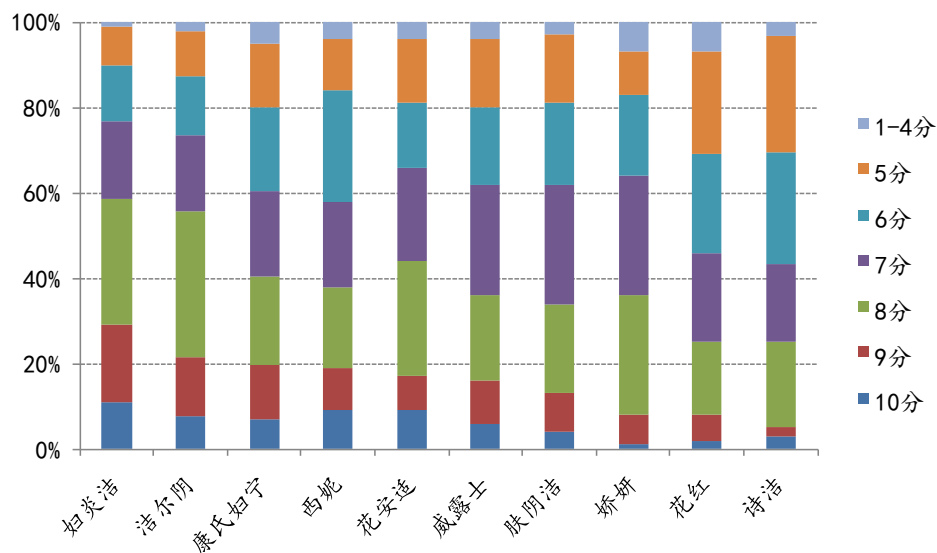
图表 20: 国内妇女清洗用品品牌知名度情况



数据来源: 中邮证券研发部

在品牌形象得分方面, 妇炎洁和洁尔阴的领先优势明显, 超过 55% 的受访者给予了其 8 分以上的分值。

图表 21：品牌印象得分情况



数据来源：中邮证券研发部

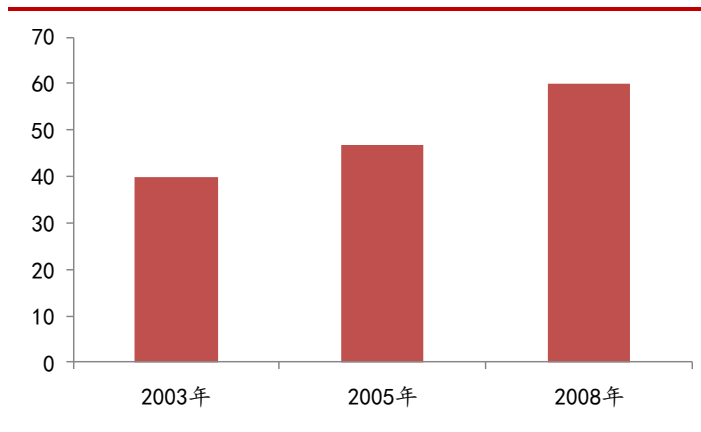
公司 2010 年在该产品投入的广告费用为 2302 万元，同比下降了 36.18%。该产品已经成长为了一个相对成熟的品种，公司调整了该产品的广告投放策略，一方面避免了广告资源的浪费，另一方在营销和宣传上将更具针对性。

3.3 其他一线产品基数较低，有高速增长预期

闪亮制药出品的闪亮滴眼液是公司的一线产品，也是目前滴眼液市场上的主流产品。公司主要竞争对手包括曼秀雷敦的乐敦护眼系列产品、正大福瑞达的瑞洁和珍视明药业的珍视明。

2003 年我国眼科用药市场规模大约为 40 亿元，2008 年达到约 60 亿元。学生和白领阶层用眼过度，易发生眼睛疲劳、干涩等症状，这一部分人群成为眼药水消费人群中的重要组成部分。未来随着人们对电脑和互联网的依赖程度加深和电子产品消费的增加，以及保健意识的增强，舒缓眼部疲劳的滴眼剂市场将保持稳定增长，同时消费人群将出现更为年轻化的趋势。

图表 22：我国眼科用药市场规模（亿元）



数据来源：中邮证券研发部

集团此前在闪亮滴眼液上投入了很大的精力，先后为湖南主播选秀节目冠名、快乐男声冠名，并聘请周杰伦和刘谦作为形象代言人，这有利于产品在年轻人心目中品牌形象的建设。2008年4月由于受到媒体关于闪亮滴眼液负面报道的影响，闪亮制药的生产和销售受到了较大的影响，通过近几年的品牌维护，影响已逐渐消除。

仁和集团作出承诺，如果闪亮制药2011年、2012年和2013年的净利润达不到预期的2255.85万元、2371.93万元和2501.71万元，集团将以现金补足差额。我们预计闪亮滴眼液2011年的增速在35%左右，达到业绩目标问题不大。

此外，正胃胶囊和清火胶囊作为新推出不久的品种，目前的销售规模相对较小，公司在产品宣传上做了大力投入，作为公司重点培育的核心产品，预计2011年将会有大幅增长，但由于基数较小，对公司业绩实质性影响不大。

4. 盈利预测与投资评级

我们调整了公司的盈利预测，按照公司总股本6.30亿股计算，预计2011-2013年公司每股收益为0.48元、0.62元（原0.60元）和0.78元（原0.75元），对应昨日收盘价14.07元的动态市盈率为29倍、23倍和18倍。公司未来业绩具有平稳高速增长的预期，同时目前公司估值具有一定的优势，公司作为国内OTC行业的龙头企业之一，是值得长期投资的标的。但考虑到抗生素行业的风险，我们暂维持“谨慎推荐”的投资评级。

图表 23: 仁和药业盈利预测 (单位: 万元)

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	98,274	136,678	200,890	259,168	312,219
<i>增长率</i>	12.13%	39.08%	46.98%	29.01%	20.47%
营业成本	31,161	65,981	117,862	152,287	182,523
<i>毛利率</i>	68.29%	51.73%	41.33%	41.24%	41.54%
营业税金及附加	1,221	1,209	1,687	2,176	2,622
销售费用	40,335	33,851	30,374	39,575	46,927
管理费用	4,488	6,941	9,241	11,222	13,644
财务费用	-71	-297	-241	-337	-312
<i>期间费用率</i>	45.54%	29.63%	19.60%	19.47%	19.30%
资产减值损失	-73	56	55	48	65
公允价值变动净收益	-24	21	15	17	29
投资净收益	180	-138	125	118	139
营业利润	21,368	28,820	42,051	54,331	66,919
加: 营业外收入	329	806	400	0	0
减: 营业外支出	418	663	280	0	0
其中: 非流动资产处置净损失	18	29	0	0	0
利润总额	21,279	28,963	42,171	54,331	66,919
<i>增长率</i>	118.58%	36.11%	45.60%	28.83%	23.17%
减: 所得税	4,727	6,393	9,459	12,089	14,709
<i>所得税率</i>	22.21%	22.07%	22.43%	22.25%	21.98%
净利润	16,553	22,570	32,712	42,243	52,210
减: 少数股东损益	3	616	2,697	2,934	3,295
归属于母公司所有者的净利润	16,549	21,953	30,015	39,309	48,915
<i>增长率</i>	135.88%	32.65%	36.72%	30.96%	24.44%
基本每股收益(元)	0.68	0.52	0.48	0.62	0.78

数据来源: 公司公告, 中邮证券研发部

5. 风险提示

产品市场推广的风险; 抗生素行业风险; 广告费用上升的风险。

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10% 之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5% 之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

分析师声明

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。