

国药维持高增长、静待国企改革红利



事件

同仁堂公布 2014 年三季报，前三季度实现营业收入 72.42 亿元，同比增长 8.49%，归属于上市公司股东净利润 5.79 亿元，较上年同期增长 14.19%，扣非后净利润 5.71 亿元，同比增长 15.11%，实现经营活动现金流净额 5.57 亿元，同比减少 19.93%。

投资要点

- **控货带来母公司三季度单季收入下滑：** 母公司第三季度实现营业收入 4.43 亿元、同比减少 11.93%，主要是母公司正在筹划新的销售策略和渠道整合，存在控货所致；同期母公司销售费用也因此同比降低 65.5%。品种拆分来看：一线品种安宫牛黄丸、国公酒前三季度收入同比增约 15%，二三线品种增速基本维持在 10%左右。
- **同仁堂国药延续高增长：** 前三季度子公司同仁堂科技收入同比增 17%、净利润增 15%，同仁堂国药收入同比增 29%、净利润增 47%，继续维持高速增长。安宫牛黄丸和灵芝孢子粉终端需求旺盛，后者依托国药的海外销售平台在多个国家启动注册和备案工作，预计未来维持高增长可期。
- **有望受益于国企改革：** 今年 8 月北京市公布《关于全面深化市属国资国企改革的意见》，提出实现国企股权多元化、鼓励民营参与。尽管细则有待落地，公司作为国企改革潜在标的之一，有望依托改革重塑活力、实现经营转折。

财务与估值

- 我们预计公司 2014-2016 年每股收益分别为 0.60、0.70、0.80 元，参考历史估值水平给予 2014 年 34 倍市盈率，对应目标价 20.40 元，维持公司增持评级。

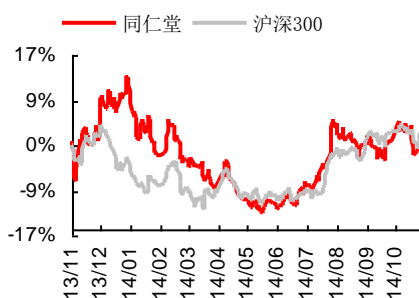
风险提示

- 中药材价格波动

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2014 年 10 月 31 日)	18.73 元
目标价格	20.40 元
52 周最高价/最低价	21.46/16.48 元
总股本/流通 A 股 (万股)	131,114/131,114
A 股市值 (百万元)	24,558
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2014 年 11 月 03 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	1.4	-1.1	-6.1	-1.4
相对表现 (%)	-3.5	-3.5	-12.8	-7.0
沪深 300 (%)	4.9	2.3	6.7	5.7



资料来源：WIND、东方证券研究所

公司主要财务信息					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	7,504	8,715	9,874	11,164	12,630
同比增长	22.8%	16.1%	13.3%	13.1%	13.1%
营业利润 (百万元)	1,049	1,264	1,511	1,760	2,015
同比增长	32.9%	20.4%	19.6%	16.5%	14.5%
归属母公司净利润 (百万元)	570	656	785	913	1,043
同比增长	30.1%	15.1%	19.7%	16.2%	14.3%
每股收益 (元)	0.43	0.50	0.60	0.70	0.80
毛利率	43.9%	42.9%	43.1%	43.2%	43.3%
净利率	7.6%	7.5%	7.9%	8.2%	8.3%
净资产收益率	15.3%	14.6%	14.5%	14.5%	14.3%
市盈率 (倍)	43.2	37.6	31.4	27.0	23.6
市净率 (倍)	6.2	4.9	4.2	3.6	3.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

证券分析师 田加强
021-63325888*6087
tianjiaqiang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860512070006

联系人 张韡
021-63325888*6160
zhangwei3@orientsec.com.cn

相关报告
稳健增长，多项政策利好长期发展 2014-08-26
稳健增长，同仁堂国药继续抢眼 2014-04-30
Q4 业绩增速回升，稳健增长仍是主旋律 2014-03-26

收入分类预测表

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
药品生产					
销售收入 (百万元)	4,470.2	5,246.1	6,003.5	6,844.3	7,810.1
增长率		17.4%	14.4%	14.0%	14.1%
毛利率	49.3%	46.6%	47.0%	47.0%	47.0%
药品零售					
销售收入 (百万元)	3,395.5	3,930.9	4,402.6	4,930.9	5,522.7
增长率		15.8%	12.0%	12.0%	12.0%
毛利率	30.2%	32.2%	32.0%	32.0%	32.0%
内部抵消					
销售收入 (百万元)	(361.6)	(462.4)	(531.7)	(611.5)	(703.2)
增长率		27.8%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	-18.3%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
合计	7,504.7	8,714.6	9,874.5	11,163.8	12,629.5
增长率		16.1%	13.3%	13.1%	13.1%
综合毛利率	43.9%	42.9%	43.1%	43.2%	43.3%

资料来源: wind, 东方证券研究所预测

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	3,640	4,938	5,833	6,759	7,761	营业收入	7,504	8,715	9,874	11,164	12,630
应收账款	322	471	494	558	631	营业成本	4,209	4,979	5,617	6,339	7,156
预付账款	105	131	346	391	442	营业税金及附加	75	86	99	112	126
存货	3,680	4,180	4,494	5,071	5,725	营业费用	1,403	1,580	1,791	2,026	2,294
其他	333	277	296	335	379	管理费用	676	780	884	949	1,072
流动资产合计	8,080	9,997	11,463	13,114	14,939	财务费用	9	27	(27)	(24)	(39)
长期股权投资	37	30	30	30	30	资产减值损失	90	3	9	14	17
固定资产	958	1,133	1,207	1,304	1,440	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	155	264	393	484	617	投资净收益	8	4	10	11	12
无形资产	295	293	285	277	270	其他	0	0	0	0	0
其他	143	195	108	108	108	营业利润	1,049	1,264	1,511	1,760	2,015
非流动资产合计	1,588	1,915	2,022	2,203	2,464	营业外收入	30	35	36	38	40
资产总计	9,668	11,912	13,485	15,317	17,403	营业外支出	3	3	3	3	3
短期借款	231	261	200	200	200	利润总额	1,076	1,296	1,544	1,795	2,052
应付账款	1,496	1,623	1,966	2,218	2,505	所得税	198	229	278	323	369
其他	1,172	1,101	1,257	1,385	1,523	净利润	879	1,067	1,266	1,472	1,682
流动负债合计	2,899	2,985	3,424	3,803	4,228	少数股东损益	309	411	481	559	639
长期借款	0	39	39	39	39	归属于母公司净利润	570	656	785	913	1,043
应付债券	1,026	908	880	860	840	每股收益 (元)	0.43	0.50	0.60	0.70	0.80
其他	139	142	0	0	0						
非流动负债合计	1,165	1,090	919	899	879	主要财务比率					
负债合计	4,064	4,074	4,343	4,703	5,107		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
少数股东权益	1,626	2,819	3,301	3,860	4,499	成长能力					
股本	1,302	1,311	1,311	1,311	1,311	营业收入	22.8%	16.1%	13.3%	13.1%	13.1%
资本公积	380	1,085	1,085	1,085	1,085	营业利润	32.9%	20.4%	19.6%	16.5%	14.5%
留存收益	2,331	2,661	3,446	4,358	5,401	归属于母公司净利润	30.1%	15.1%	19.7%	16.2%	14.3%
其他	(34)	(39)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	5,604	7,837	9,142	10,614	12,296	毛利率	43.9%	42.9%	43.1%	43.2%	43.3%
负债和股东权益	9,668	11,912	13,485	15,317	17,403	净利率	7.6%	7.5%	7.9%	8.2%	8.3%
						ROE	15.3%	14.6%	14.5%	14.5%	14.3%
						ROIC	14.5%	13.3%	12.6%	13.0%	12.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	资产负债率	42.0%	34.2%	32.2%	30.7%	29.3%
净利润	879	1,067	1,266	1,472	1,682	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	112	110	100	113	130	流动比率	2.79	3.35	3.35	3.45	3.53
财务费用	9	27	(27)	(24)	(39)	速动比率	1.49	1.93	2.02	2.10	2.16
投资损失	(8)	(4)	(10)	(11)	(12)	营运能力					
营运资金变动	(91)	(542)	(70)	(353)	(407)	应收账款周转率	24.3	22.0	20.5	21.2	21.2
其它	(27)	19	4	14	17	存货周转率	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3
经营活动现金流	874	676	1,262	1,211	1,371	总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
资本支出	(302)	(357)	(300)	(300)	(400)	每股指标 (元)					
长期投资	(8)	7	(0)	0	0	每股收益	0.43	0.50	0.60	0.70	0.80
其他	72	(82)	10	11	12	每股经营现金流	0.67	0.52	0.96	0.92	1.05
投资活动现金流	(237)	(431)	(290)	(289)	(388)	每股净资产	3.03	3.83	4.46	5.15	5.95
债权融资	1,025	(79)	(43)	(20)	(20)	估值比率					
股权融资	126	714	0	0	0	市盈率	43.2	37.6	31.4	27.0	23.6
其他	(223)	400	(34)	24	39	市净率	6.2	4.9	4.2	3.6	3.2
筹资活动现金流	928	1,034	(77)	4	19	EV/EBITDA	17.9	14.9	13.2	11.3	9.9
汇率变动影响	(3)	(32)	0	0	0	EV/EBIT	19.8	16.2	14.1	12.0	10.6
现金净增加额	1,561	1,247	895	926	1,002						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形，亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn