

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 22.68
合理价格区间(元): 26-28

杨烨辉 执业证书编号: S0570514060002
研究员 0755-23952805
yangyehui@htsc.com

肖汉山 0755-83201063
联系人 xiaohanshan@htsc.com

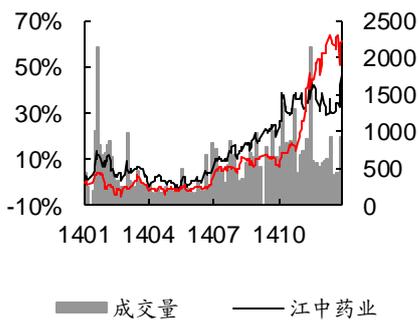
赵媛 执业证书编号: S0570512070067
研究员 021-28972092
zhaoyuan@htsc.com

姚艺 执业证书编号: S0570513070008
研究员 0755-82125057
yaoyi@htsc.com

相关研究

- 1 《江中药业(600750):受益成本下降, Q3 业绩恢复性高增长》2014.10
- 2 《江中药业(600750): OTC 恢复性高增长, 成本下降贡献业绩》2014.08
- 3 《江中药业(600750):OTC 业务与保健品业务有望共同发展》2010.03

股价走势图



公司基本资料

总股本(百万)	300.00
流通 A 股(百万)	300.00
52 周内股价区间(元)	15.31-22.86
总市值(百万)	6,804.00
总资产(百万)	3,190.73
每股净资产(元)	6.56

资料来源: 公司公告

成本下降, 年报业绩获恢复性高增长

江中药业(600750)

投资要点:

事件: 公司披露 2014 年业绩快报, 2014 年净利润同比增长 54%, **超市场预期**。预计全年实现营业收入约 28 亿, 较上年基本持平; 归属于上市公司股东净利润约 2.65 亿元, 较上年同期增长 54%左右, 实现 EPS0.85 元。

业绩超预期原因: 1、健胃消食片单季销售超预期 (全年是主动营销的结果, 预计该产品全年收入创下近年来历史新高); 2、太子参成本下降明显, 平均采购成本预计在 45 元/公斤以下, 预计大幅提升主营产品毛利率; 3、初元略超预期, 预计在该产品线广告费用大幅削减的情况下仍保持增长, 贡献部分利润;

整体毛利率继续提升, 预计仍大幅受益于太子参成本下降: 1、成本下降带来毛利率的提升和净利润增速提高。(14 年前三季度毛利率分别为 52.15%、50.58%、52.72%, 较 13 年分别上升 16.32、12.81、16.14 个 pp) 14 年全年归属于上市公司股东净利润约 2.65 亿元, 同比增长 54%, 各季度同比增长 -35.75%、38.99%、135.42%、231.76%。第四季度最明显, 收入同比降 16.95%, 但净利润增速却达到 231.76%。2、预计受累于商业增速的大幅下降, 14 年营收预计较 13 年仅有小幅上升 (13 年同比下降 12.97%, 14 年前四季度分别同比增长 7.82%、6.73%、13.75%、-16.95%)。

分产品看, 工业增速保持恢复性高增长, 商业受累招标继续大幅下降。 预计工业收入增速保持在 30%左右, 其中: 1、中成药 (主要为 OTC), OTC 业务预计保持恢复性增长约 30-35%左右, 预计健胃消食片增长较快, 收入创出历史新高; 2、保健品和食品类, 预计同比增长 10%, 其中在广告投入下降明显的情况下, 预计初元仍保持了增长; 参灵草仍受高端滋补品行业趋势向下的影响, 预计整体同比下降。集团 (非上市公司) 推出的新品猴菇饼干 (定位于养胃) 于 2013 年三季度开始推广, 目前商业模式逐渐成熟, 销售保持良好势头。3、医药流通, 预计仍受累于招标政策, 整体下滑较明显, 从而拉低公司的整体收入增速。

成本下降贡献利润明显, 维持增持评级: 公司已经完成回购股票约 1115 万股, 支付的总金额约 1.8 亿元, 预计成本为 16.14 元/股。2014 年成功推出新品乳酸菌素片, 预计未来也仍有望继续推出新品, 14-16 年 EPS 0.85、1.05、1.26 元, 对应 PE 为 26、22、18 倍, 按 14 年 30-32 倍估值, 目标价 26-28 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 广告费用拖累业绩、新产品推广低于预期。

经营预测指标与估值

	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	2,777.86	2,805.64	3,086.20	3,487.41
+/-%	-12.97%	1.00%	10.00%	13.00%
净利润(百万)	172.26	265.12	327.76	392.80
+/-%	-23.56%	53.91%	23.63%	19.84%
EPS	0.55	0.85	1.05	1.26
PE	40.97	26.62	21.53	17.97

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1739	2043	2370	2729
现金	711	1140	1363	1575
应收账款	66	37	48	60
其他应收账款	7	21	12	16
预付账款	86	60	69	79
存货	335	225	261	301
其他流动资产	533	561	617	697
非流动资产	1254	1238	1202	1158
长期投资	57	57	57	57
固定资产投资	773	775	768	751
无形资产	371	348	316	287
其他非流动资产	52	59	61	63
资产总计	2992	3282	3572	3887
流动负债	350	463	513	523
短期借款	25	200	200	200
应付账款	154	88	100	118
其他流动负债	171	174	213	205
非流动负债	509	511	512	513
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	509	511	512	513
负债合计	859	973	1025	1035
少数股东权益	54	57	62	67
股本	311	311	311	311
资本公积	715	715	715	715
留存公积	1053	1225	1459	1759
归属母公司股	2079	2251	2486	2785
负债和股东权益	2992	3282	3572	3887

现金流量表单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金	112	419	393	366
净利润	174	269	332	398
折旧摊销	96	96	104	111
财务费用	28	15	8	-1
投资损失	-35	0	0	0
营运资金变动	-163	39	-51	-147
其他经营现金	13	0	-1	4
投资活动现金	-22	-77	-64	-62
资本支出	65	80	75	70
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金	43	3	11	8
筹资活动现金	-332	86	-105	-91
短期借款	-175	175	0	0
长期借款	-30	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金	-127	-89	-105	-91
现金净增加额	-242	429	223	212

利润表单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2778	2806	3086	3487
营业成本	1731	1263	1435	1632
营业税金及附加	23	27	30	34
营业费用	690	1052	1068	1186
管理费用	136	121	139	150
财务费用	28	15	8	-1
资产减值损失	3	6	7	7
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	35	0	0	0
营业利润	202	322	400	480
营业外收入	11	7	7	7
营业外支出	3	2	2	2
利润总额	210	327	405	485
所得税	36	59	73	87
净利润	174	269	332	398
少数股东损益	1	3	4	5
归属母公司净利	172	265	328	393
EBITDA	326	434	512	590
EPS	0.55	0.85	1.05	1.26

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	-13.0%	1.0%	10.0%	13.0%
营业利润	-24.4%	59.4%	24.0%	20.1%
归属母公司净利	-23.6%	53.9%	23.6%	19.8%
获利能力				
毛利率(%)	37.7%	55.0%	53.5%	53.2%
净利率(%)	6.2%	9.5%	10.6%	11.3%
ROE(%)	8.3%	11.8%	13.2%	14.1%
ROIC(%)	10.0%	15.1%	18.1%	20.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	28.7%	29.7%	28.7%	26.6%
净负债比率(%)	2.91%	20.55%	19.51%	19.32%
流动比率	4.97	4.42	4.62	5.22
速动比率	4.00	3.93	4.11	4.64
营运能力				
总资产周转率	0.89	0.89	0.90	0.94
应收账款周转率	52	49	65	58
应付账款周转率	9.26	10.42	15.20	14.98
每股指标(元)				
每股收益(最新摊)	0.55	0.85	1.05	1.26
每股经营现金流	0.36	1.35	1.26	1.18
每股净资产(最新)	6.68	7.23	7.99	8.95
估值比率				
PE	40.97	26.62	21.53	17.97
PB	3.39	3.13	2.84	2.53
EV EBITDA	20	15	13	11

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2015 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦 25 层/邮政编码: 210000

电话: 8625 84457777/传真: 8625 84579778

电子邮件: ht-rd@mail.htsc.com.cn

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 18 层/邮政编码: 518048

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 1801/邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@mail.htsc.com.cn

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120

电话：8675582492388/传真：8675582492062

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

电话：862128972098/传真：862128972068

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn