

# 江中药业(600750.sh)

## 主导产品增速放缓，未来增长需要寻找新的支撑

葛峰 医药行业 研究员

电话: 020-87555888-340

eMail: gz2@gf.com.cn

### 业绩低于预期

2007年公司营业收入较2006年度略有下降，实现营业收入1166.28百万元，比上年同期减少1.25%，实现净利润96.07百万元，比上年同期增长23.47%。实现每股收益0.33元，低于市场预期。

### 主导产品进入成熟期，增速下降

主导产品“江中牌健胃消食片”全年营业收入为750.37百万元，比2006年略微下降1.52%；“复方草珊瑚含片”全年营业收入为163.90百万元，比2006年下降10.86%。

### 投资评级

预计2008~2010年公司主营业务收入增长21.5%、14.2%和14.2%，实现净利润增长42.2%、19%和18.5%，每股收益为0.464元、0.552元和0.655元。

公司主导产品的销售下降超过了我们的预期，由此也暴露了在新产品形成有效的产品梯队过程中老产品销售面临着较大的瓶颈。由于新产品的推广需要一定的时间，并且具有一定的不确定性，我们将公司的短期评级下调至“持有”。

### 风险提示

- 1、主导产品“健胃消食片”、“复方草珊瑚含片”销售收入继续下滑。
- 2、新产品推广效果不好，未能建立产品梯队对业绩提升形成支撑。
- 3、新产品推广过程中销售费用控制不当，持续走高。

### 预测及评估

|             | 2006A    | 2007A    | 2008E    | 2009E    | 2010E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 主营收入(百万元)   | 1,181.07 | 1,168.59 | 1,419.78 | 1,621.38 | 1,852.66 |
| EBITDA(百万元) | 183.53   | 143.70   | 174.59   | 199.38   | 227.82   |
| 净利润(百万元)    | 76.32    | 96.60    | 136.58   | 162.56   | 192.59   |
| 净利润增长率      | 42.32%   | 26.57%   | 41.39%   | 19.02%   | 18.47%   |
| 每股收益(元)     | 0.520    | 0.330    | 0.464    | 0.552    | 0.655    |
| 市盈率         | 25.92    | 55.76    | 31.28    | 26.28    | 22.18    |
| 市净率         | 2.64     | 6.50     | 4.41     | 3.85     | 3.36     |
| EV/EBITDA   | 14.30    | 27.68    | 24.61    | 21.55    | 18.86    |
| 每股红利(元)     | 0.07     | 0.00     | 0.08     | 0.10     | 0.10     |
| 股息率(%)      | 0.52     | 0.00     | 0.55     | 0.69     | 0.69     |

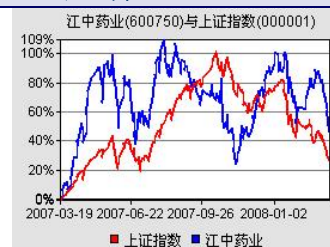
来源: 江西江中药业股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

### 公司评级

持有

|         |       |
|---------|-------|
| 当前价格(元) | 14.52 |
| 目标价格(元) | 16.00 |
| 前次评级    | 买入    |

### 股价走势



|      |         |         |        |
|------|---------|---------|--------|
| 市场表现 | 1 个月    | 3 个月    | 12 个月  |
| 股价涨幅 | -17.03% | -14.24% | 47.51% |
| 上证综指 | -16.38% | -21.01% | 30.36% |

### 股票数据

|                    |           |
|--------------------|-----------|
| 总股本(万股)            | 29,587.68 |
| 流通 A 股 (万股)        | 16,679.52 |
| 主要股东:              |           |
| 江西江中制药 (集团) 有限责任公司 |           |
| 主要股东持股比例           | 43.63%    |
| 流通 A 股比例           | 56.37%    |

### 财务比率

|          |        |
|----------|--------|
| ROE      | 11.54% |
| ROA      | 7.91%  |
| 资产负债率    | 31.42% |
| 每股净资产(元) | 2.83   |

### 2007 年报数据

## 2007年经营情况回顾

### 业绩低于预期

2007年公司营业收入较2006年度略有下降，实现营业收入1166.28百万元，比上年同期减少1.25%，实现净利润96.07百万元，比上年同期增长23.47%。实现每股收益0.33元，低于之前我们0.40元的预期。

### 主导产品进入成熟期，增速下降

公司主导产品“健胃消食片”、“复方草珊瑚含片”在经历了近年高速增长后，开始进入成熟阶段，在成为同类市场的领导品种后，其发展速度也随之降低。“江中牌健胃消食片”全年营业收入为750.37百万元，比2006年略微下降1.52%；“复方草珊瑚含片”全年营业收入为163.90百万元，比2006年下降10.86%。“江中亮嗓”公司没有披露具体销售数据，但是我们推测销售收入比2006年下降20~30%左右。公司中药制剂板块销售收入总计940.48百万元，比2006年下降4.70%。

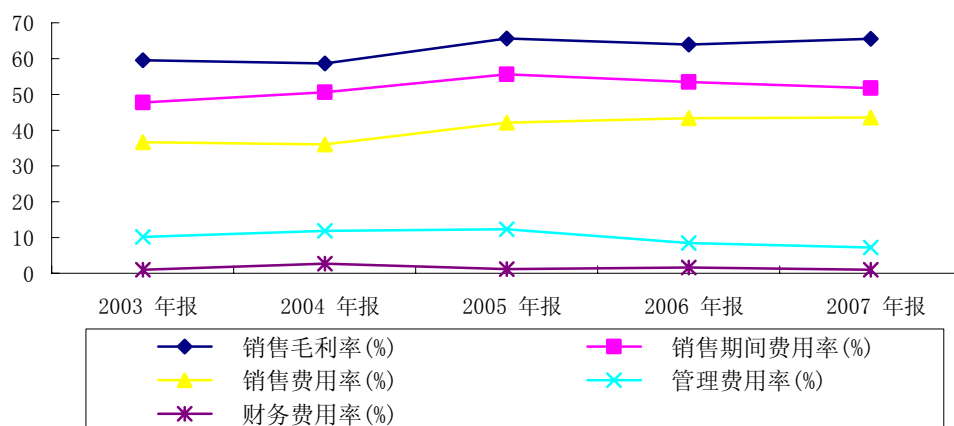
青霉素针剂实现销售收入101.996百万元，同比下降15.66%；青霉素原药实现销售收入95.95百万元，同比增长39.6%。

### 成本和三项费用的良好控制保障了净利润增长

虽然主导产品增速放缓，但是公司在制造成本、管理费用等方面管理效能水平的有效提高及销售费用上的控制，使得2007年度公司净利润水平较2006年度仍有一定幅度的提升。

2007年公司主营业务成本401.92万元，比上年同期减少5.61%；综合毛利率为65.53%，2006年同期为63.95%。三项费用率为51.73%，比去年同期下降1.71个百分点。除了新产品的推广导致销售费用率略有上升外，管理费用率和财务费用率均有所下降。

图1：公司近五年三项费用率及毛利率变化情况



数据来源：Wind资讯

### 部分新产品显示了较好的市场前景

2007年，公司除继续维持主导产品现有市场份额外，还积极开展了新产品的筛选、策划和上市试点工作，共有四个品类（骨关节钙质品、手术康复保健品、感冒类、咳嗽类）的新产品从2007年下半年开始在局部市场进行正式上市前的测试工作。从初步测试结果来看部分品类的新品显示了比较好的市场前景。

## 2008年经营展望

2008年，公司将继续围绕中药OTC品种展开精细化耕耘，对于核心品种“健胃消食片”、“复方草珊瑚含片”，通过理顺营销体系，调整经销商结构，县乡拓展稳步推进，在现有销售规模的基础上，力争增长15%。同时，随着公司营销体系和对中药OTC及保健品市场的深入研究和实践经验，利用良好的渠道资源和品牌效应，在不断总结上市试点情况的基础上，2008年将至少推出1~2个新品类，3~4个新产品。

2008年公司计划实现合并营业收入13亿元。在成本费用计划方面，继续推进精益生产方式，大力推行节能降耗，加强采购管理，毛利率力争在65%以上；积极把握好老产品与新产品在市场推广和营销上的投入，在保障市场份额不下降的前提下，将销售费用率控制在43%以内。

## 盈利预测及投资评级

### 盈利预测前提

1、按照公司2008年经营展望，“健胃消食片”、“复方草珊瑚含片”增幅15%，“江中亮嗓”2008年持平，2009~2010年增幅为5%。中药制剂板块毛利率维持在75.43%。

2、青霉素针剂、青霉素原药、其他产品2008~2010年增幅为5~10%，毛利率基本稳定。

3、销售费用率2008~2010年控制在43%，管理费用率和财务费用率小幅下滑。

4、公司所得税率保持不变。

### 投资评级

预计2008~2010年公司主营业务收入增长21.5%、14.2%和14.2%，实现净利润增长42.2%、19%和18.5%，每股收益为0.464元、0.552元和0.655元。

公司主导产品的销售下降超过了我们的预期，由此也暴露了在新产品形成有效的产品梯队过程中老产品销售面临着较大的瓶颈。由于新产品的推广需要一定的时间，并且具有一定的不确定性，我们将公司的短期评级下调至“持有”。

表1: 盈利预测 (单位: 百万元)

|           | 2005A  | 2006A   | 2007A   | 2008E   | 2009E   | 2010E   |
|-----------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 一、营业总收入   | 979.47 | 1181.07 | 1168.59 | 1419.78 | 1621.38 | 1852.66 |
| 营业收入      | 979.47 | 1181.07 | 1168.59 | 1419.78 | 1621.38 | 1852.66 |
| 二、营业总成本   | 891.18 | 1070.02 | 1045.57 | 1238.25 | 1405.22 | 1596.45 |
| 营业成本      | 336.36 | 425.83  | 402.86  | 474.53  | 536.60  | 607.48  |
| 营业税金及附加   | 10.55  | 12.97   | 13.28   | 16.13   | 18.43   | 21.05   |
| 销售费用      | 412.45 | 511.59  | 508.89  | 610.51  | 697.20  | 796.64  |
| 管理费用      | 120.86 | 100.22  | 84.2    | 99.38   | 113.50  | 129.69  |
| 财务费用      | 10.96  | 19.41   | 11.43   | 12.78   | 14.59   | 16.67   |
| 三、营业利润    | 80.44  | 111.88  | 121.09  | 181.53  | 216.17  | 256.21  |
| 营业外收入     | 1.49   | 2.13    | 2.93    | 2.93    | 2.93    | 2.93    |
| 营业外支出     | 3.19   | 12.97   | 2.35    | 2.35    | 2.35    | 2.35    |
| 四、利润总额    | 78.74  | 101.04  | 121.67  | 182.11  | 216.75  | 256.79  |
| 所得税       | 25.79  | 25.33   | 25.6    | 45.53   | 54.19   | 64.20   |
| 五、净利润     | 52.95  | 75.71   | 96.07   | 136.58  | 162.56  | 192.59  |
| 归属母公司净利润  | 53.63  | 76.32   | 96.6    | 137.34  | 163.46  | 193.66  |
| 六、每股收益(元) | 0.547  | 0.61    | 0.330   | 0.464   | 0.552   | 0.655   |

数据来源: 广发证券发展研究中心

### 风险提示

- 1、主导产品销售收入继续下滑。
- 2、新产品推广效果不好, 未能建立有效的产品梯队对业绩提升形成支撑。
- 3、新产品推广过程中销售费用控制不当, 持续走高。

## 广发证券—公司投资评级说明

|           |                                       |
|-----------|---------------------------------------|
| 买入 (Buy)  | 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。          |
| 持有 (Hold) | 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。 |
| 卖出 (Sell) | 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。          |



## 相关研究报告

|      | 广州                     | 上海                      |
|------|------------------------|-------------------------|
| 地址   | 广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼 | 上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼 |
| 邮政编码 | 510075                 | 200120                  |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn         |                         |
| 服务热线 | 020-87555888-390       |                         |

## 免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。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。

广发证券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。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。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。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。