

研究所

证券分析师：黄秋菡 S0350510120009
0755-83704681 huangqh@ghzq.com.cn
联系人：黄皓
0755-82835783 huangh06@ghzq.com.cn

稳健中透露锋芒

——桂林三金调研报告

投资要点：

- n **与军科院合作开辟多元化战略，丰富收入来源** 公司上市后一方面坚持以中药为核心，巩固咽喉、泌尿用药市场地位，一方面将战略布局扩展至化学药和生物药领域。通过与军科院的战略合作，加快新药引进，同时把销售领域向部队药品市场延伸。公司重视研发，除了加强自身研发实力的锻炼和提升外，还积极寻求与外部高校科研院所的合作，宣布与军事医学科学院放射与辐射医学研究所的合作，首批引入两个新药，掀开了对外技术合作的道路。首批两个新药中莫达非尼潜力巨大，有望提升公司在化药领域的竞争力。
- n **三金片和西瓜霜整装重发，主力引擎再次启动** 三金片和西瓜霜是公司两个核心产品，三金片一度最高年销售量超过 21 亿片，是抗泌尿系统感染中成药领域最大的品种和全国性品牌。11 年渠道调整成果初步显现，上半年增速恢复至 23%，预计全年实现 4.59 亿元。三金片占泌尿系中成药市场的 1/3 左右，考虑抗生素受限使用，中药消炎市场规模有望提高至 25 亿，公司作为细分龙头将受益最大，成长空间依旧存在。西瓜霜系列销售较为平稳，10 年有所下滑，随着 11 年渠道恢复，预计销售额重回 4 亿以上。喉口用药市场竞争格局基本稳定，润喉片和喷剂进入成熟期，增长动力相对不足，清咽含片等新产品体现良好的成长性。其余二线品种如脑脉泰、眩晕宁则仍处于市场开拓初期，还需要时间等待。
- n **公司简介：老牌 OTC 企业，经营风格稳定踏实** 公司总股本 5.9 亿股，控股股东为三金集团，持股比例 61.11%，实际控制人为董事长邹节明。以邹节明董事长为代表的公司高层管理团队普遍直接或间接持有公司股份，团队利益一致化。核心中药业务由母公司三金药业股份公司负责，全资子公司三金生物药业负责生物药，全资子公司湖南三金主要方向为化学药。管理团队年龄构成合理，老中青三代在管理团队中构造良好梯队。
- n **12/13 年 EPS0.66/0.79 元，合理估值 18 元，给予“增持”评级** 预计 11-13 年公司收入复合增长 16.7%，13 年收入突破 15 亿元；净利润复合增速为 21.6%，13 年净利润实现 4.65 亿元。12/13 年 EPS 为 0.66/0.79 元。公司合理估值区间为 17.81-18.28 元。公司经营稳健，产品结构合理，与军科院合作带来新动力，品牌知名度高，给予公司增持的投资评级。

目 录

1、投资逻辑：稳健中见锋芒的老牌 OTC	3
2、多元化战略丰富收入来源	4
2.1、多元战略规划.....	4
2.2、与军科院合作提升实力.....	5
2.3、首批两新药潜力巨大.....	6
3、三金片和西瓜霜整装重发	8
3.1、三金片重新发力	9
3.2、西瓜霜恢复增长	10
3.3、脑脉泰、眩晕宁仍需时日	12
4、公司简介	13
4.1、股权结构.....	13
4.2、组织结构.....	14
4.3、管理层介绍	14
5、盈利预测	15
5.1、盈利预测假设.....	15
5.2、11/12 年 EPS0.55/0.66 元.....	16
6、估值.....	17
6.1、绝对价值评估 18.28 元.....	17
6.2、相对价值评估 17.81 元.....	18
7、风险提示	19

1、投资逻辑：稳健中见锋芒的老牌 OTC

公司经营风格十分稳健，在邹节明董事长带领下，经过多年耕耘成就了其在 OTC 市场良好的品牌美誉，三金片、西瓜霜等拳头产品奠定公司长期稳定的收入利润基础，募投新厂区有望 12 年竣工投产，帮助公司生产能力再上新台阶。

借助与军科院的合作，进一步提高公司研发实力，丰富公司收入来源，大量账面现金有助于公司在行业景气不足的周期保持良好的经营状况，同时也提供了在适合的机会进行收购的潜在可能性。

公司在中药 OTC 领域取得了良好效应，未来将逐渐加大化学药和生物药的发展，从而形成更加完善的产品链，持续提升公司竞争力。

公司经营思路清晰，成长确定性高，目前估值水平具有优势，给予公司“增持”的投资评级。

2、多元化战略丰富收入来源

公司上市后一方面坚持以中药为核心，巩固咽喉、泌尿用药市场地位，一方面将战略布局扩展至化学药和生物药领域。通过与军科院的战略合作，加快新药引进，同时把销售领域向部队药品市场延伸。

2.1、多元战略规划

公司以中药见长，在咽喉口腔、泌尿系统用药领域具有优势，其中，主打产品西瓜霜系列和三金片都有良好的市场知名度和占有率。

图 1、西瓜霜和三金片是公司主打产品

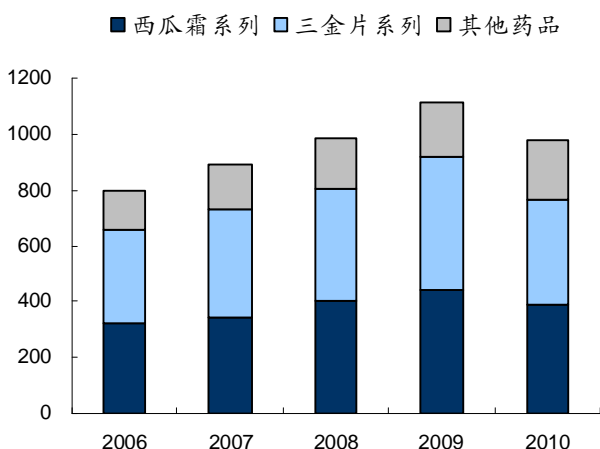
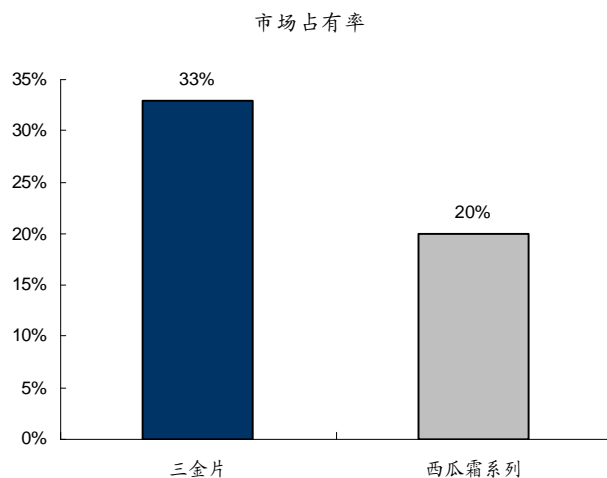


图 2、西瓜霜和三金片市场占有率分别 20%和 33%



资料来源：公司数据、国海证券研究所

资料来源：公司数据、国海证券研究所

相对中药，公司在化学药和生物药领域并不具备优势，09 年上市后，公司发展战略开始微调，在坚持中药核心地位基础上，加大化学药和生物药投入。计划以桂林三金为中药平台，湖南三金向化学药方向发展，三金生物向生物药方向发展。

图 3、公司战略布局多元化



资料来源：国海证券研究所

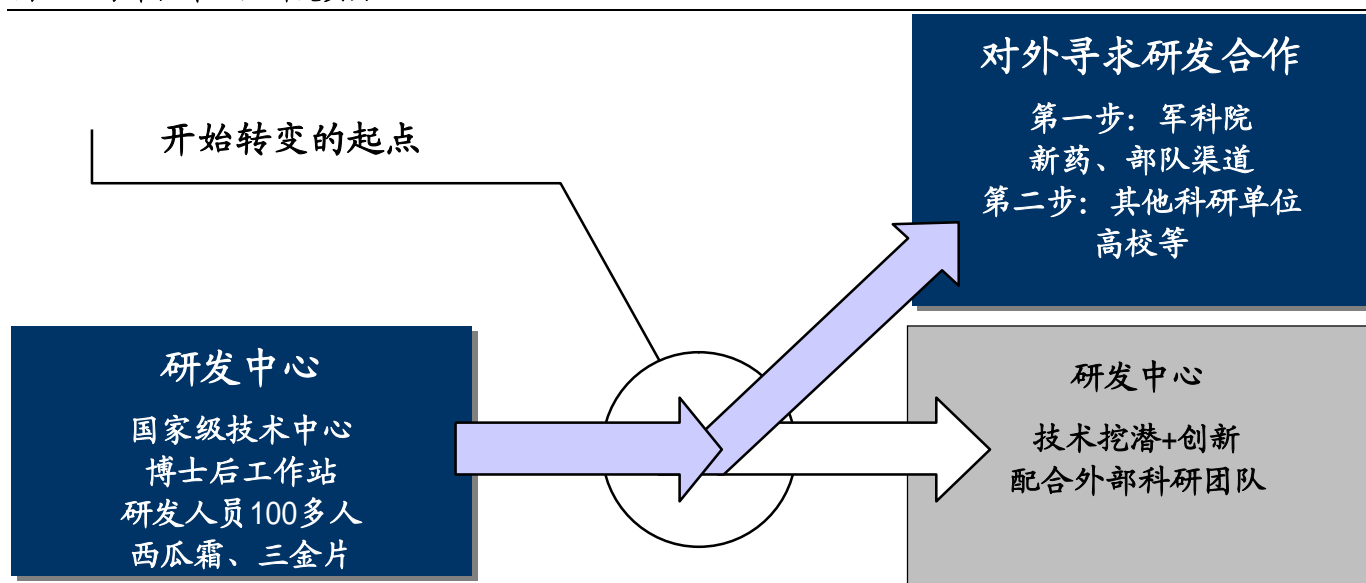
2.2、与军科院合作提升实力

公司重视研发，设立技术中心作为技术管理和新产品研究开发的机构，已经成为包括新药开发和产业化研究两大平台以及相关职能管理部门，在邹节明董事长的直接领导下，技术中心开发了西瓜霜系列、三金片等两大品牌，并在 2011 年被授予国家级企业技术中心，授权建立企业博士后科研工作站。

技术中心下设中心办公室、生产技术处和药物研究所三个职能机构。其中，药物研究所由药物筛选研究中心、天然药物研究中心、现代中药新药研究中心、制剂研究中心等组成。多学科人员，专业门类齐全，拥有较强的技术力量，在技术创新上拥有丰富的经验和较强的开发能力。

除了加强自身研发实力的锻炼和提升外，公司积极寻求与外部高校科研院所的合作。11 年 12 月公司宣布与军事医学科学院放射与辐射医学研究所的合作，首批引入两个新药，掀开了对外技术合作的道路。

图 4、对外合作加强研发实力



资料来源：公司数据、国海证券研究所

军科院是解放军最高医学研究机构，与公司合作的放射与辐射医学研究所是军科院重点研究所之一，11 个实验室中有 6 个是全军重点实验室，位居全军之首。该所共有新药证书 44 个，临床批件 48 个，承担国家新药创制重大专项课题 70 余项，可以说，合作方具有非常突出的科研综合实力。

此次合作协议提及内容共 6 项，核心内容主要是公司借助军科院的研发能力和部队渠道，一方面是将部分适合民用的军用药品转化为民药，丰富公司产品，特别是化学药、生物药方面的产品序列，另一方面建立部队营销渠道，将公司与军科院合作研制的产品进入军队市场，扩大市场需求。

由于军科院本身就是部队重要的研发机构，研发资金并不缺乏，且已经拥有为数不少的优良品种，因此，此次合作对公司而言并不意味着需要花费大量资金和人

力物力，在保证军科院利益基础上，公司能够提高研发成果转化效率，并获得开拓部队市场的契机，有助于综合实力的提升。

表 1、公司与军科院战略合作内容

	协议内容	观点
1	双方建立全方位战略合作关系	引入部队市场需求
2	通过对国内外的药物（包括：药物、保健品、诊断试剂）进行评估后，双方将对共同同意立项的候选品种进行合作开发	资金需求并不是很大，军科院本身也有充裕的科研资金
3	对双方同意合作的项目，公司给予相应的经费资助，或共同申请国家或地方的相关项目资助	
4	公司将成为对方军用特需药品与民用药品的中试生产基地	中试基地意味着有望成为长期正式生产基地
5	依照协议开发的项目，属于军队特需药品的，其生产由公司负责，销售由对方负责，属于民用药品的，其生产、市场营销和推广均由公司负责	通过军科院引荐进入部队药品市场
6	双方均有保密义务	

资料来源：公司数据、国海证券研究所

2.3、首批两新药潜力巨大

除了框架性的合作协议外，公司首批引进了两个新品种：莫达非尼和生姜总酚软胶囊，这两个品种共花费 1700 万元外加获得新药批件 10 年内销售额 3%，显示公司对这两个品种的重视。

表 2、首批转让两个新药

	转让药品名称	转让具体内容	类别	适应症	转让金额
1	莫达非尼	原料及制剂的全部研究资料和生产技术（含专利技术）	化学仿制新药	嗜睡症	800万，获得新药批件10年内销售额3%
2	生姜总酚软胶囊	原料与制剂的国家新药证书及其全部研究资料与技术	中药5类新药	晕动病	900万，获得新药批件10年内销售额3%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

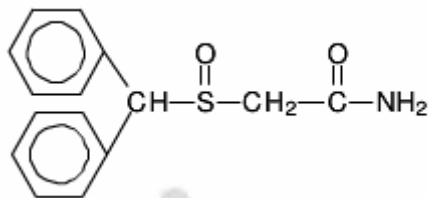
莫达非尼

莫达非尼是法国 Lafon 制药公司原研（2001 年该公司被 Cephalon 公司收购，Cephalon 公司后被 TEVA 公司收购），1994 年首先取得法国上市，此后在英国、德国上市，1998 年 12 月获得 FDA 批准美国上市，以获得全世界 20 多个国家许可上市销售，商品名有（Provigil、Alertec、Modavigil、Modalert、Modiodal、Modafinilo、Carim、Vigia 等）。

该药属于一类兴奋药物，主要适应症为抑郁症、特发性嗜睡或发作性睡眠症。FDA 在 04 年批准使用范围：在轮班工作睡眠障碍和阻塞性睡眠呼吸暂停综合征所致过度嗜睡的患者中用于改善失眠症。08 年新增范围：在发作性睡病所致过度嗜睡的患者中用于改善失眠症。来自哈佛大学医学院教授的最新研究成果显

示，使用莫达非尼能够显著改善儿童多动症，不排除未来进一步新增适应症范围的可能性。

图 5、莫达非尼分子式



资料来源：国海证券研究所

由于莫达非尼能够持续提振服药者的精神亢奋度，俗称“不夜神”，因此广泛用于特种任务士兵、飞行员、夜班工人、长途货车司机、外科手术医生、临考学生等人群。

广泛的使用人群奠定了莫达非尼的市场基础，虽然该药现阶段在我国尚未取得药监局生产批号，对比国外的销售情况，若能在国内上市，销量将相对乐观。据了解，国内进行莫达非尼仿制的企业并不多，公司与军科院的战略合作有望促使该药在相对较短时间获得批文从而取得首仿优势。

生姜总酚软胶囊

生姜总酚软胶囊是中药五类新药，取得部队用药批号，主要成分是生姜酚类提取物，用于治疗晕动病。

晕动病是指坐车、船、飞机等出行，出现头晕、恶心、呕吐症状的现象。晕动病以晕车最为常见，晕车药市场品种众多，规模较大，主要的品种有：胃复安片（甲氧氯普胺）、吗丁啉片（多潘立酮）、眩晕停片（盐酸地芬尼多）、东莨菪碱贴片、晕海宁（茶苯海明）、安定片（地西洋）等，品种间市场竞争比较充分。

我们判断，该品种上市后竞争将更多取决于销售能力，考虑到公司在 OTC 业务方面具有较为丰富的经验和网点优势，该品种的引入一定程度上能够扩充公司 OTC 产品链，打造多个盈利点。

3、三金片和西瓜霜整装重发

公司最大的主营品种是三金片和西瓜霜系列，10年两大品种合计7.67亿元，收入占比78%，毛利6.26亿元，占毛利比重88%。

图 6、西瓜霜和三金片是主要收入来源

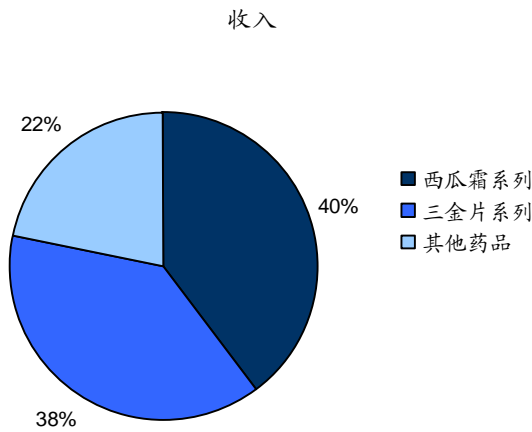
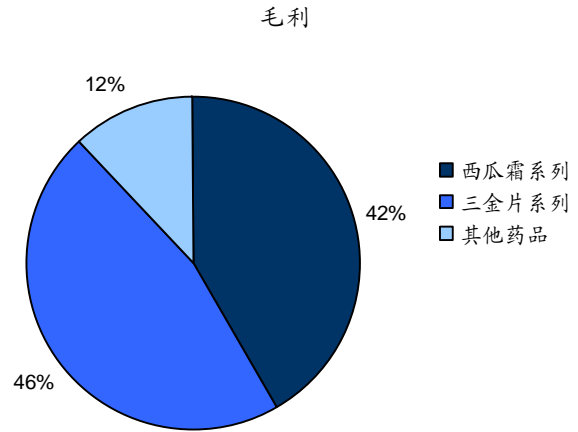


图 7、三金片和西瓜霜是主要利润来源



资料来源：WIND、国海证券研究所

资料来源：WIND、国海证券研究所

三金片是全国医保甲类，中药二级保护品种，是泌尿系统中成药第一大品种；西瓜霜系列包括西瓜霜润喉片、桂林西瓜霜、西瓜霜清咽含片等，在口腔咽喉用药领域位居前三。

除了主打的两大品种外，二线品种中，脑脉泰胶囊和眩晕宁片是重要的梯队品种，脑脉泰是医保乙类处方药品种，主要适应症为缺血性脑中风恢复期治疗；眩晕宁片是医保乙类 OTC 品种，主要适应症为头晕等症状。

表 3、公司主要产品介绍

特点	成分	适应症	规格
三金片	中药二级保护品种 全国医保甲类 处方药 金樱根、金沙藤、金剛刺、羊开口、积雪草	清热解毒，利湿通淋，益肾。用于下焦湿热、热淋，小便短赤，淋漓涩痛；急性慢性肾盂肾炎、膀胱炎、尿路感染属肾虚湿热下注证者。	每片相当于原药材3.5克
西瓜霜润喉片	中药二级保护品种 OTC乙类 西瓜霜、冰片、薄荷素油、薄荷脑。辅料为糊精、蔗糖、枸橼酸、硬脂酸镁、滑石粉、食用色素、桔子香精、二氧化硅	清音利咽，消肿止痛。用于咽喉肿痛，声音嘶哑，口舌生疮；急、慢性咽喉炎，急性扁桃体炎；口腔溃疡，牙龈肿痛。	0.6g/片
桂林西瓜霜	全国医保乙类 OTC甲类 西瓜霜、硼砂(煅)、黄柏、黄连、山豆根、射干、浙贝母、青黛、冰片、无患子果(炭)、大黄、黄芩、甘草、薄荷脑	清热解毒，消肿止痛。用于咽喉肿痛，口舌生疮，牙龈肿痛或出血，口疮，轻度烫火伤；急、慢性咽炎，扁桃体炎，口腔溃疡见上述证候者。	2.5g/瓶
西瓜霜清咽含片	非医保用药 OTC甲类 西瓜霜、西青果、罗汉果、麦冬、南沙参、乌梅、陈皮、甘草、桉油、薄荷素油、薄荷脑、冰片	清热解毒，消肿利咽。用于缓解咽痛，咽干，灼热，声音不扬或西医诊断为急性咽炎，有上述表现者。	1.8g/片
脑脉泰胶囊	中药二级保护品种 全国医保乙类 处方药 红参、三七、当归、丹参、鸡血藤、红花、银杏叶、山楂、菊花、石决明、何首乌(制)、石菖蒲、葛根	益气活血，熄风豁痰。用于缺血性中风(脑梗塞)恢复期中经络属于气虚血瘀证、风痰瘀血阻络证者。症见：半身不遂，口舌歪斜，舌强言蹇或不语，头昏目眩，偏身麻木，面色白或青，气短乏力，口角流涎等。也可用于急性期以上病证的轻症。	0.5g/粒
眩晕宁片	中药二级保护品种 基药、医保乙类 OTC甲类 泽泻、白术、茯苓、陈皮、半夏(制)、女贞子、墨旱莲、菊花、牛膝、甘草	健脾利湿，滋肾平肝。用于痰湿中阻、肝肾不足引起的头昏头晕等症。	0.38g/片

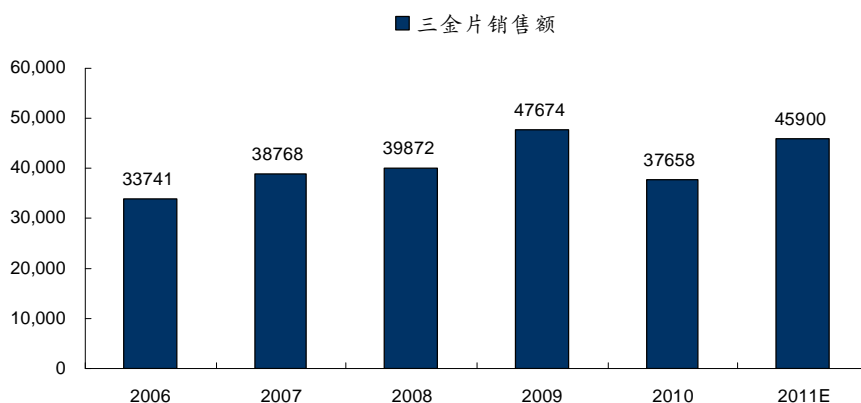
资料来源：公司数据、国海证券研究所

3.1、三金片重新发力

三金片是公司主打产品，一度最高年销售量超过 21 亿片（07 年），最高年销售额接近 5 亿元（09 年），是抗泌尿系统感染中成药领域最大的品种和全国性品牌。

2010 年公司对经销商的调整促使三金片下滑 21%，销售额甚至低于 07 年。11 年渠道调整成果初步显现，上半年增速 23%，预计全年 4.59 亿，接近历史高点。

图 8、三金片销售额



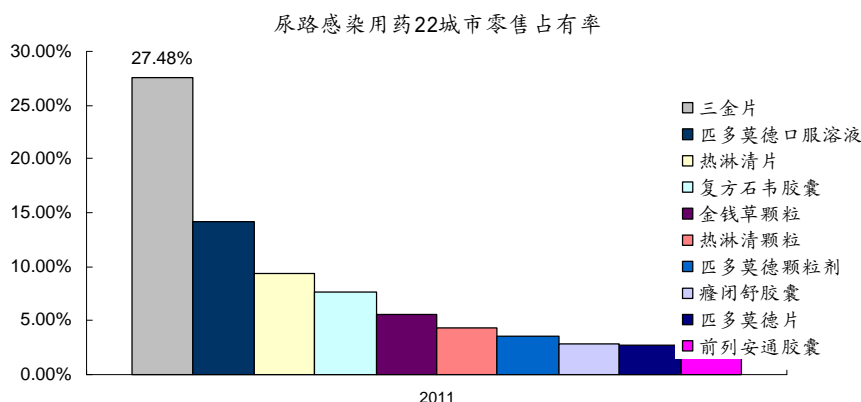
资料来源：公司数据、国海证券研究所

零售渠道明显领先

三金片属于处方药/OTC 双跨品种，其销售主要通过医院和药店双渠道实现，其中医院比重略高，预计达 6 成，其余主要通过零售终端实现。

从 22 个样本城市零售渠道数据看，三金片市占率接近 30%，明显领先其他竞争品种，佐证了其优秀的品牌知名度和渠道管理能力。

图 9、三金片位列尿路感染零售用药首位



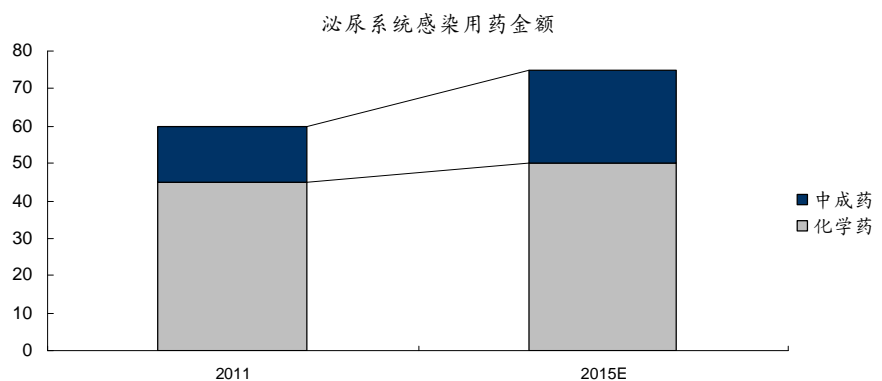
资料来源：健康网、国海证券研究所

未来仍有较大空间

泌尿系统感染用药金额预计 60 亿元，其中中成药规模在 15 亿元左右。随着抗生素受限使用，中药消炎品种有望从中分一杯羹，预计到 2015 年抗泌尿系统感染中成药金额能提高至 25 亿元，按照三金片占 1/3 的市场份额估算，终端销售额能达到 8 亿元，增长空间依旧存在。

三金片一般需要与抗生素联合用药，相对抗生素，三金片副作用较低，可以在急性期后稳定服用以巩固疗效，对于慢性患者，则可以在疗程结束后继续服用 10-15 天，因此，实际用量仍有提高空间。

图 10、抗泌尿系统感染中药增长空间较大

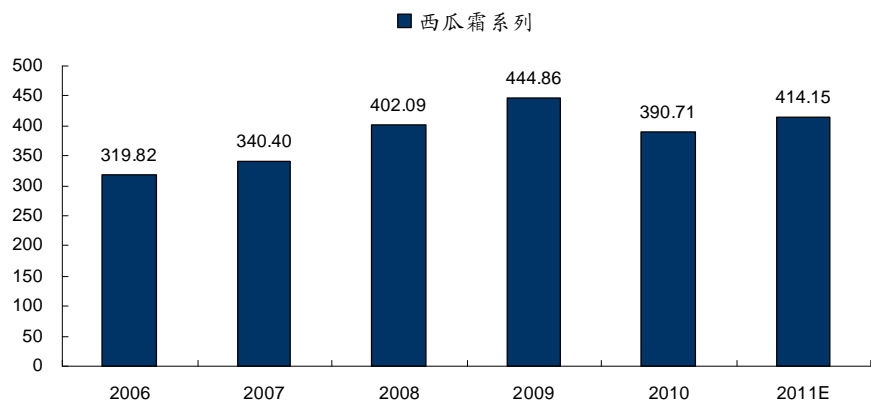


资料来源：国海证券研究所

3.2、西瓜霜恢复增长

西瓜霜系列产品包括西瓜霜润喉片、桂林西瓜霜、西瓜霜清咽含片等，是口腔咽喉用药前三大品牌。近几年西瓜霜系列销售较为平稳，销售额保持在 4 亿上下，10 年有所下滑，随着 11 年渠道恢复，预计销售额重回 4 亿以上。

图 11、西瓜霜系列 11 年销售额预计超过 4 亿

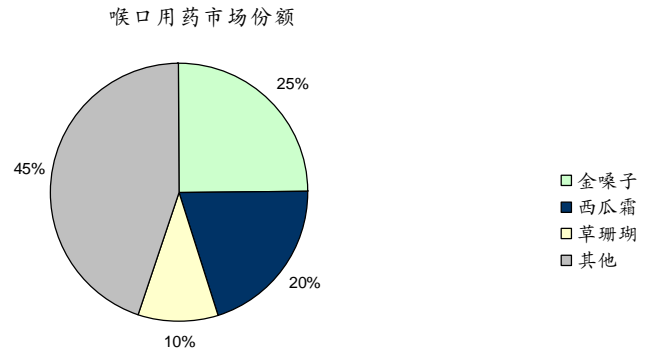


资料来源：公司数据、国海证券研究所

竞争格局稳定

喉口用药市场规模预计在 20 亿元，市场需求较为稳定，基本形成金嗓子、西瓜霜、草珊瑚三家独大，其余竞争者（慢咽舒柠颗粒、华素片等）加速追赶的竞争格局。

图 12、喉口用药市场竞争格局稳定



资料来源：公司数据、国海证券研究所

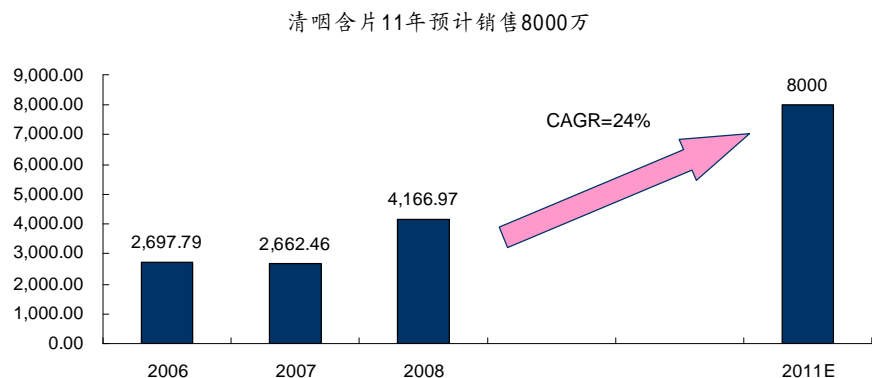
清咽含片有望推动增长

由于喉口用药市场相对稳定，近年来基本呈自然增长局面，因此，适时的推出更新换代产品是保持竞争力的主要措施。

在公司的西瓜霜系列中，润喉片和喷剂经过多年经营，已经处于成长后期和成熟期，再次大幅增长的空间相对有限。清咽含片（曾用品喉宝）则逐渐由导入期转向成长期，有望成长为过亿品种，形成三大品种均衡发展。

06/07 年是清咽含片的导入期，08 年开始，每年复合增长 24%，预计 11 年销售突破 8000 万，是西瓜霜系列产品中持续快速增长的品种。

图 13、清咽含片是西瓜霜系列中增长较快品种



资料来源：公司数据、国海证券研究所

3.3、脑脉泰、眩晕宁仍需时日

脑脉泰胶囊专供心脑血管大市场，采取代理模式主攻医院，不过由于心脑血管科室用药品种繁多，竞争激烈，如丹参滴丸、通心络等大品种具有强势的品牌影响力和完善的渠道建设，中小品种难以取得竞争优势。

就公司而言，OTC 是其最主要的营销渠道，医院开拓方面并未有明显优势，近年来脑脉泰的销售增长比较温和，销售较好的地区主要集中在广西和东北，其他省份并未打开局面，考虑到公司对医院渠道的投入相对薄弱，预计脑脉泰胶囊销售现状短期内难以改观。

与脑脉泰相似，眩晕宁片的竞争对手中包括了养血清脑颗粒、强力定眩片、全天麻胶囊等品种，如养血清脑颗粒借助天士力的品牌和渠道已经实现数亿销售，相对而言，眩晕宁片的销售投入还有待加强，预计需要经过一段较长时间的培育期后才有望显现竞争实力。

4、公司简介

公司坐落在山水甲天下的桂林城区，前身是 1985 年成立的桂林中药厂，主营中成药、天然药物的研发和生产，是国内最早生产现代中药制剂的厂家之一。

公司在咽喉、口腔用药和泌尿系统用药方面已形成较强的专业和市场优势，代表产品三金西瓜霜系列、三金片等。“三金”牌商标被国家工商行政总局认定为“中国驰名商标”，“三金”牌产品已行销海内外，并享有良好声誉。

图 14、桂林三金主要产品一览



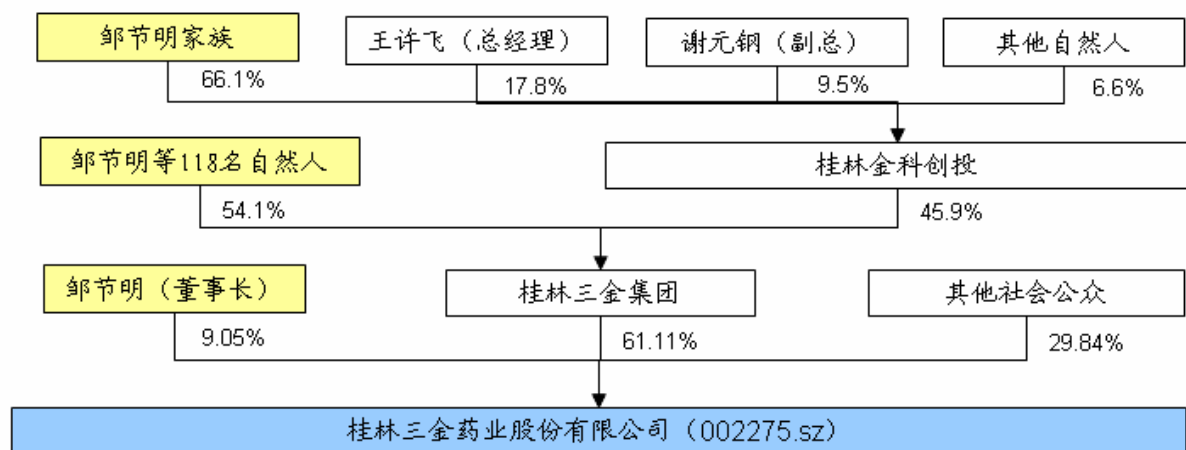
资料来源：公司数据、国海证券研究所

4.1、股权结构

公司总股本 5.9 亿股，控股大股东为三金集团，持股比例 61.11%，实际控制人为董事长邹节明。以邹节明董事长为代表的公司高层管理团队普遍直接或间接持有公司股份，团队利益一致化。

除了大股东持股将在 2012 年 7 月解禁外，其余股份均已获得流通。非限售流通股 1.35 亿股，比例 29.84%。

图 15、桂林三金股权机构

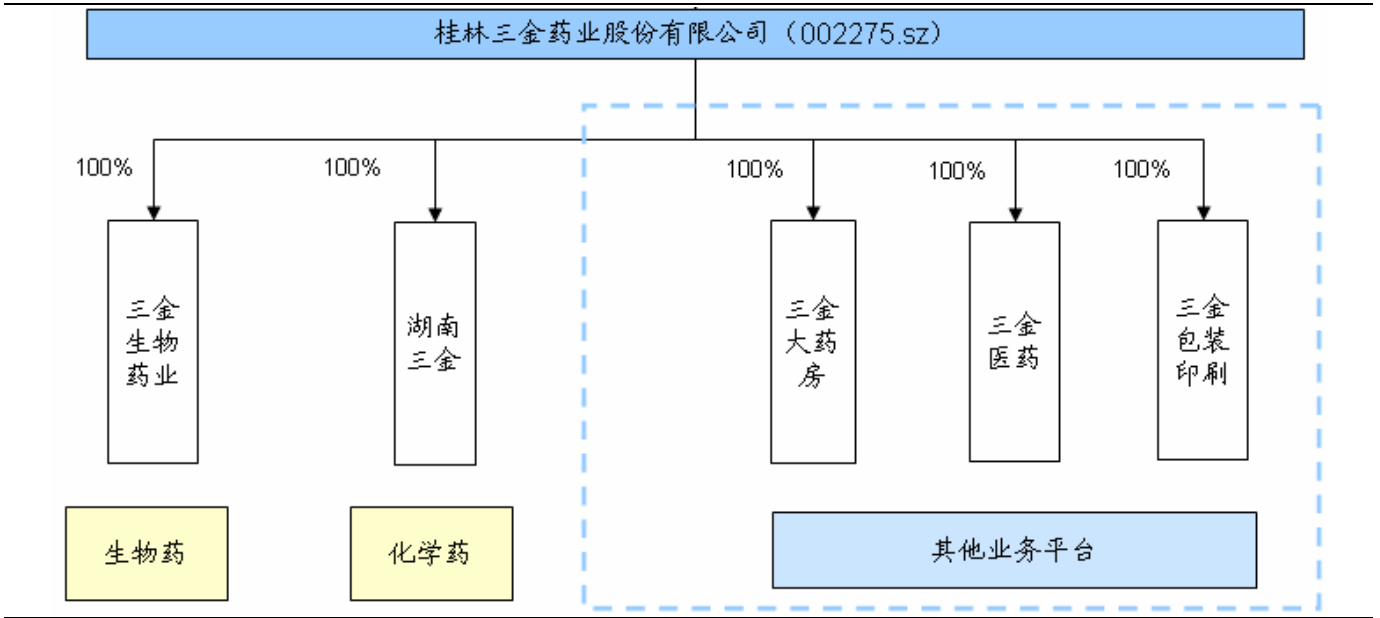


资料来源：公司数据、国海证券研究所

4.2、组织结构

公司核心中药业务由母公司三金药业股份公司负责，全资子公司三金生物药业负责生物药，全资子公司湖南三金主要方向为化学药。此外，公司还拥有三金大药房、三金医药、包装印刷等非核心业务平台，不构成主要收入和利润来源。

图 16、桂林三金下属子公司



资料来源：公司数据、国海证券研究所

4.3、管理层介绍

公司管理团队年龄构成合理，老中青三代在管理团队中构造良好梯队。邹节明董事长是公司法人代表和核心人物，王许飞、谢元钢、韦葵葵等三位骨干均毕业于广西中医学院，共同工作多年，团队协作效率很高，负责公司日常生产、销售、财务等，邹洵主要负责董办和对外投资。

表 4、公司管理层介绍

姓名	职务	性别	学历	年龄	主要经历
邹节明	董事长、法人代表	男	本科	69	66年武汉大学毕业，68年进入桂林中药厂，公司主要创始人
王许飞	总裁	男	本科	54	82年广西中医学院毕业，84年进入桂林中药厂
谢元钢	副总裁	男	本科	51	82年广西中医学院毕业，82年进入桂林中药厂
韦葵葵	副总裁、财务总监	女	本科	49	83年广西中医学院毕业，83年进入桂林中药厂
邹洵	副总裁、董秘	男	硕士	36	04年澳洲亚格里菲斯大学毕业，07年加入桂林三金，系邹节明之子

资料来源：公司数据、国海证券研究所

5、盈利预测

预计 11-13 年公司收入复合增长 16.7%，13 年收入突破 15 亿元；净利润复合增速为 21.6%，13 年净利润实现 4.65 亿元。

5.1、盈利预测假设

分产品收入预测

公司主营西瓜霜和三金片两大系列产品，10 年收入下滑明显，部分原因是公司主动控货营销，建立物流网以便监控药品，防止串货。经过 10 年公司对经销商筛选，淘汰部分经销商，并在 11 年加大终端投入，终端人员和网点数量均有所增长，西瓜霜和三金片销量有望实现恢复性增长，考虑提价因素，预计 12/13 年收入达到 13.44/15.64 亿元，分别增长 17.5%/16.4%，其中：

西瓜霜系列经过 11 年 6% 的低增长后，12/13 年有望恢复 12% 的增速；三金片系列预计会部分受益抗生素限制使用政策，11 年增速达到 22%，12/13 年仍能延续 20% 左右的较快增长。

其他品种中，脑脉泰、眩晕宁等处方药增速稳定，普药小品种在较低基数基础上可以实现相对快速增长。

表 5、分产品预测

人民币百万	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,111	983	1,143	1,344	1,564
西瓜霜系列	445	391	414	464	520
三金片系列	477	377	459	551	651
其他药品	188	214	268	327	392
其他	1	2	2	2	2
收入同比增长	13%	-11%	16%	18%	16%
西瓜霜系列	11%	-12%	6%	12%	12%
三金片系列	19%	-21%	22%	20%	18%
其他药品	2%	14%	25%	22%	20%
其他	120%	70%	0%	0%	0%
毛利率	77%	72%	70%	69%	69%
西瓜霜系列	79%	76%	75%	75%	75%
三金片系列	88%	88%	86%	85%	85%
其他药品	44%	39%	35%	35%	35%
其他	70%	67%	0%	0%	0%
营业成本	255.07	272.09	343.85	412.96	484.24
西瓜霜系列	91.85	94.60	103.54	115.96	129.88
三金片系列	57.60	46.94	64.32	82.70	97.58
其他药品	105.28	129.92	174.09	212.40	254.87
其他	0.34	0.63	1.90	1.90	1.90
营业利润	855.76	711.37	799.47	930.87	1,079.84
西瓜霜系列	353.01	296.11	310.61	347.89	389.63
三金片系列	419.14	329.64	395.11	468.62	552.97
其他药品	82.83	84.35	93.74	114.37	137.24
其他	0.78	1.27	0.00	-0.00	0.00

资料来源：公司数据、国海证券研究所

经营指标预测

随着产品结构的调整，整体毛利率水平将保持小幅下滑趋势，但仍能达到 69%；主打产品销售费用相对稳定，收入增长将拉低 12 年销售费用率至 25%；管理费用率保持 8-9%之间小幅下降；所得税率保持不变。

表 6、其他假设

1、经营活动	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入增长率	12.6%	-11.5%	16.25%	17.54%	16.39%
毛利率	77.0%	72.3%	69.9%	69.3%	69.0%
销售费用/销售收入	33.8%	30.4%	26.5%	25.0%	24.3%
管理费用/销售收入	8.0%	10.1%	9.2%	8.9%	8.5%
财务费用/销售收入	0.3%	-1.0%	-1.1%	-0.8%	-0.7%
营业税及附加/营业收入	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
所得税税率	18.4%	18.7%	16.1%	16.1%	16.1%
股利分配比率	57.7%	97.1%	81.6%	68.9%	58.1%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

5.2、11/12 年 EPS0.55/0.66 元

公司 11/12 年实现营业收入 11.43/13.44 亿元，分别增长 16%/18%；净利润达到 3.23/3.92 亿元，分别增长 25%/21%；EPS 分别为 0.55/0.66 元。

表 7、盈利预测简表

预测指标	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万元）	983	1143	1344	1564
增长率(%)	-11%	16%	18%	16%
净利润（百万元）	259	323	392	465
增长率(%)	-16%	25%	21%	19%
摊薄每股收益（元）	0.57	0.55	0.66	0.79
ROE(%)	14.38%	17.39%	19.77%	21.37%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

6、估值

6.1、绝对价值评估 18.28 元

FCFF 法：每股 18.28 元

我们采用 FCFF 法，测算 WACC 为 8.7%，一阶段 3 年，采用盈利预测结果，二阶段 7 年，FCF 增长 8%，永续增长 2.5%。据此得到每股合理估值 18.28 元。

表 8、FCFF 估值 18.28 元

FCFF 估值模型					
测算年度	2011				
Assum					
贝塔β	0.95	股权资本成本Ke	8.7%	适用税率	18.7%
无风险利率	3%	债务成本Kd	6.5%		
市场预期收益率	9.00%	债务比率D/(D+E)	0%	WACC值	8.7%
第一阶段					
	2011E	2012E	2013E	SubTotal PV	1284.86
EBIT	375.42	457.46	543.84		
息税后利润NOPLAT	305.17	371.85	442.07		
折旧与摊销	42.94	45.23	54.71		
营业现金毛流量	348.11	417.09	496.78		
追加营运资本	-177.26	158.54	44.71		
资本支出	-22.90	-110.61	-14.55		
减值准备	2.00	0.00	0.00		
FCF	550.27	369.16	466.62		
APV	550.27	339.63	394.96		
第二阶段					
期初FCF	466.62	中期年限	7	SubTotal PV	2712.26
FCF增长率	8.00%	实际增长率	-0.64%		
永续阶段					
期初FCF	799.71			SubTotal PV	6791.70
FCF增长率	2.50%	实际增长率	-5.70%		
Total PV	10788.82	备注			
发行在外股份数	590.20	测算出总价值以及每股价值均对应预测年度期末值			
每股价值	18.28	发行在外股份数为公司总股本，包含B股、H股及其他海外股			

资料来源：公司数据、国海证券研究所

敏感性测试

对 FCFF 法中 WACC、永续增长率、二阶段增长率采用敏感性测试，结果显示：估值对 WACC 很敏感，对永续增长率、二阶段增长率均不敏感。

当 WACC 在[7.7,9.7]之间时，公司每股价值[15.10,22.67]。

表 9、敏感性测试一

		敏感性分析之一						
		WACC						
		5.7%	6.7%	7.7%	8.7%	9.7%	10.7%	11.7%
永续 增 长 率	1.0%	35.03	26.68	21.57	18.11	15.62	13.75	12.29
	1.5%	35.16	26.78	21.64	18.17	15.67	13.79	12.32
	2.0%	35.30	26.88	21.71	18.22	15.71	13.82	12.35
	2.5%	35.44	26.97	21.78	18.28	15.76	13.86	12.38
	3.0%	35.57	27.07	21.86	18.34	15.80	13.90	12.41
	3.5%	35.71	27.17	21.93	18.39	15.85	13.93	12.44
	4.0%	35.84	27.26	22.00	18.45	15.89	13.97	12.47

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 10、敏感性测试二

		敏感性分析之二						
		WACC						
		5.7%	6.7%	7.7%	8.7%	9.7%	10.7%	11.7%
第 二 阶 段 增 长 率	2.0%	34.61	26.19	21.05	17.59	15.10	13.24	11.80
	4.0%	34.87	26.44	21.28	17.80	15.31	13.44	11.98
	6.0%	35.14	26.70	21.52	18.03	15.53	13.64	12.17
	8.0%	35.44	26.97	21.78	18.28	15.76	13.86	12.38
	10.0%	35.75	27.27	22.06	18.54	16.01	14.09	12.60
	12.0%	36.08	27.58	22.35	18.82	16.27	14.34	12.83
	14.0%	36.43	27.91	22.67	19.11	16.55	14.60	13.08

资料来源：公司数据、国海证券研究所

6.2、相对价值评估 17.81 元

选取中药类可比公司，11/12 年平均 PE 为 30.4/26.98 倍，PB 为 4.2 倍。按照盈利预测结果，公司 12 年 EPS 为 0.66 元，按照行业平均 26.98 倍 PE，合理价值中枢为 17.81 元。

表 11、可比公司估值

公司名称	总市值		EPS			PE			PB	PS
	亿元	11E (TTM)	12E	13E	11E (TTM)	12E	13E			
云南白药	340.05	1.63	1.76	2.27	30.07	27.89	21.57	6.53	3.05	
天士力	186.94	1.26	1.34	1.58	28.75	27.00	22.98	5.32	3.09	
同仁堂	177.99	0.32	0.34	0.43	42.83	39.99	31.61	5.22	3.84	
华润三九	152.61	0.81	0.88	1.10	19.20	17.71	14.18	3.40	3.08	
广州药业	106.55	0.35	0.41	0.50	38.09	31.71	26.30	2.85	2.06	
仁和药业	70.34	0.45	0.52	0.70	24.83	21.53	15.84	6.97	3.34	
江中药业	67.21	0.69	0.69	1.07	31.33	31.32	20.12	3.79	2.65	
贵州百灵	66.51	0.43	0.46	0.67	32.73	30.51	21.03	3.63	6.19	
康恩贝	55.65	0.41	0.37	0.42	19.43	21.24	18.68	4.06	2.72	
九芝堂	34.31	0.54	0.56	0.68	21.34	20.50	17.08	2.48	3.00	
千金药业	31.06	0.21	0.33	0.46	49.30	30.64	22.35	3.52	2.68	
武汉健民	22.01	0.53	0.60	0.84	26.87	23.75	17.01	2.63	1.49	
平均	109.27	0.64	0.69	0.89	30.40	26.98	20.73	4.20	3.10	

资料来源：公司数据、国海证券研究所

7、风险提示

咽喉用药市场相对饱和，OTC 竞争充分，成长能力或不达预期；

三金片系列可以受益于抗生素限制使用，但部分联合用药需求将受到制约，可能降低三金片的市场需求；

中药材价格、人工成本等上涨加大成本负担；

医改引发的药品降价影响产品毛利；

新药研制进展低于预期；

与军科院的合作未能取得实质性进展。

表 12、盈利预测表

证券代码:		002275.sz		股票价格:		12.48		投资评级:		增持		日期:		2012-2-3	
财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	每股指标与估值	2010	2011E	2012E	2013E						
盈利能力					每股指标										
ROE	14%	17%	20%	21%	EPS	0.57	0.55	0.66	0.79						
毛利率	72%	70%	69%	69%	BVPS	3.95	3.14	3.34	3.67						
期间费率	41%	41%	36%	35%	估值										
销售净利率	26%	28%	29%	30%	P/E	21.90	22.78	18.80	15.83						
成长能力					P/B	3.16	3.98	3.73	3.40						
收入增长率	-11%	16%	18%	16%	P/S	5.76	6.44	5.48	4.71						
利润增长率	-16%	25%	21%	19%											
营运能力					利润表 (百万元)										
总资产周转率	0.50	0.55	0.61	0.65	营业收入	983	1143	1344	1564						
应收账款周转率	2.81	7.29	3.65	3.65	营业成本	272	344	413	484						
存货周转率	3.15	2.69	3.81	3.81	营业税金及附加	14	16	19	22						
偿债能力					销售费用	299	303	336	381						
资产负债率	9%	10%	10%	10%	管理费用	99	106	119	134						
流动比	8.73	7.54	7.45	7.71	财务费用	(10)	(12)	(10)	(11)						
速动比	8.24	6.86	6.94	7.16	其他费用/(-收入)	4	(2)	0	0						
资产负债表 (百万元)					营业利润	313	386	468	555						
现金及现金等价物	1074	1182	1125	1264	营业外净收支	4	0	0	0						
应收款项	350	157	368	429	利润总额	317	386	468	555						
存货净额	86	134	113	133	所得税费用	59	62	75	90						
其他流动资产	20	23	27	31	净利润	257	324	392	466						
流动资产合计	1530	1495	1633	1857	少数股东损益	(1)	0	0	0						
固定资产	271	294	404	419	归属于母公司净利润	259	323	392	465						
在建工程	3	98	8	3	现金流量表 (百万元)										
无形资产及其他	158	158	143	127	经营活动现金流	285	487	222	415						
长期股权投资	4	4	4	4	净利润	257	324	392	466						
资产总计	1981	2064	2207	2424	少数股东权益	(1)	0	0	0						
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	26	43	45	55						
应付款项	60	79	95	111	公允价值变动	0	0	0	0						
预收帐款	24	28	33	38	营运资金变动	3	120	(216)	(106)						
其他流动负债	92	92	92	92	投资活动现金流	(82)	(118)	(21)	(10)						
流动负债合计	175	198	219	241	资本支出	(0)	(118)	(21)	(10)						
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0						
其他长期负债	6	6	6	6	其他	(82)	0	0	0						
长期负债合计	6	6	6	6	筹资活动现金流	(95)	(264)	(270)	(270)						
负债合计	181	205	225	247	债务融资	(25)	0	0	0						
股本	454	590	590	590	权益融资	0	0	0	0						
股东权益	1800	1859	1982	2177	其它	(70)	(264)	(270)	(270)						
负债和股东权益总计	1981	2064	2207	2424	现金净增加额	108	105	(68)	135						

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

黄秋菡，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。