



主业发展与多元化战略促业绩改善趋势明确

2012年3月14日

推荐/首次

医药行业

调研快报

——精华制药（002349）调研快报

陈恒	执业证书编号： S1480510120015
联系人：杨帅	电话： 010-66554019 Email： yangshuai@dxzq.net.cn

事件：

近日，我们对公司进行了实地调研，并针对公司业务的发展方向以及今后经营的重点与公司高层进行了交流。

观点 1： 营销改革促进华东及华东以外地区销售积极推进

公司目前总的销售人数为 200 多人（其中包括部分外聘人员），11 年 11 月起公司对销售团队进行了一次力度较大的改革，目前营销团队下设三个局及三个局长，公司对于各个销售局的放权及支持力度幅度显著加大，各地区销售管理人员及代表的自主权显著提高，今年 1,2 月份公司产品的销售有了一定幅度的改善，但从三个主要的销售大区来看，增长最好的区域仍为华东地区，华东以外地区市场的进入及拓展具备一定的难度，但我们认为任何地区的销售渠道的建立及深入都需要一个过程，公司有走出华东地区的举措及动作，空白区域市场的覆盖及渠道的建立将进一步推进，王氏保赤丸等中成药产品的销售区域有望在未来得以扩大。

观点 2： 化学原料药业务板块有望扭转 11 年量价齐降不利局面，迎来经营拐点

2011 年化学原料药国外的销售比例在 6 成，国内的销售比例在 4 成，去年化学原料药业务板块遭遇了量价齐降的不利局面。公司在 2012 年制定了一体两翼的发展规划及战略，即化学原料药及新型化学制剂为公司除中成药以外的两个发展重点。公司化学原料药领域可能未来将沿着做长做细产业链的方向发展，通过产业链的延伸及品种的丰富，逐渐增大公司对重点品种的掌控和定价的话语权，降低上下游原料药价格大幅波动对公司经营及业绩带来的风险，11 年公司原料药板块量价齐降的困境将得以彻底扭转。

观点 3： 康普药业目前主要贸易以中药材贸易为主，12 年产能 1 万吨的饮片产能将释放

康普药业是一家具有 GMP 及 GSP 双证认证的中药饮片生产企业，2011 年的销售收入中药材贸易收入占比较大，中药饮片加工销售收入部分占比较小，目前康普主要的下游销售渠道为中成药生产企业，由于中成药生产企业所需的产品主要为工业级饮片且对价格较为敏感，所以康普药业的毛利率水平较大幅度低于销售渠道为医院的饮片企业。精华制药在收购康普药业之后派出了财务，销售，质管等高管人员，公司对于康普未来的发展做出了较为详细的战略规划，饮片加工方面，产能为 1 万吨的饮片车间将在 2013 年建成，且精华将协助康普药业进一步拓展下游销售渠道。药材贸易方面，康普将做精做细重点的中药材品种，从而降低一些不熟悉药材品种价格大幅波动的风险。

观点 4： 大柴胡颗粒及季德胜系列日化用品为未来增长的亮点及看点

大柴胡颗粒及季德胜日化用品的开拓可能为公司未来几年的增长亮点：大柴胡颗粒在日本已有多年的使用历史，广泛应用于脂肪肝及减肥治疗领域。我们认为该产品未来的增长空间较大，一是胆囊炎及脂肪肝的患病

人数日益增多，且同类的竞争品种数目相对较少，二是大柴胡颗粒是公司的独家品种，终端销售价格在 110 元左右，且有一定的价格及竞争优势。三是，目前公司采取了较为灵活的自建团队与代理制相结合的营销模式。该品种为医保目录乙类品种，且已在十余个地区中标，2012 年大柴胡颗粒销售收入有实现突破的可能。季德胜产品的主要具有消炎，解毒，消肿等功效，且当地有着悠久的历史及良好的品牌知名度及口碑，未来围绕这些功效可开发中药延伸品的延展空间较大，发展前景较好。

结论：

我们认为 12 年公司将处于多元化发展及加速上升期，中成药营销改革及化学原料药的产业链延伸及品种丰富将成为公司重要的转折点，而康普饮片厂，季德胜日化系列产品和大柴胡颗粒等产品将成为 1-2 年后公司未来业绩增长的新亮点，主业发展与多元化战略促业绩改善趋势明确。预计 11 年-13 年 EPS 分别为 0.48, 0.61 元及 0.80 元，目前股价对应 PE 分别为 45 倍，35 倍及 27 倍，首次给予推荐评级。

表 1：盈利预测和估值

百万元	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	274.32	375.50	435.00	516.00
(+/-)%	5.8%	36.9%	18.5%	21.1%
经营利润 (EBIT)	48.93	38.49	71.02	94.06
(+/-)%	23.78%	-21.33%	84.51%	32.44%
净利润	42.64	48.10	60.84	80.37
(+/-)%	30.00%	12.81%	26.49%	32.10%
每股净收益 (元)	0.426	0.481	0.608	0.804

资料来源：东兴证券

分析师简介

陈恒

先后毕业于南昌大学生物工程系、北京工商大学金融工程系，从事医药行业研究 3 年。

联系人简介

杨帅

北京协和医学院硕士，2010 年加盟东兴证券。

苏进进

北京协和医学院硕士，2010 年加盟东兴证券

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分

析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

东兴证券

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券

东兴证券