

日期: 2012年4月5日

行业: 中药



赵冰

021-53519888-1902

Zhaobing1704@hotmail.com

执业证书编号: S0870511030004

关注营销改革

基本数据 (Y2011)

报告日股价 (元)	19.30
12mth A 股价格区间 (元)	28.35/15.40
总股本 (百万股)	100
无限售 A 股/总股本	54.04
流通市值 (亿元)	10.43
每股净资产 (元)	5.85
PBR (X)	3.30
DPS (元)	10 转 10 派 1

主要股东 (Y2011)

南通产业控股集团有限公司	41.30%
南通综艺投资有限公司	16.50%
江苏省南通港闸经济开发区总公司	5.70%

收入结构 (Y2011)

中药制剂	67.54%
化学原料药	67.54%
中药材及饮片	7.61%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: WY12-CI03

相关报告:

首次报告日期: 2012年4月5日

■ 报告目的:

近期我们对精华制药进行了实地调研,本报告对此次调研情况进行梳理总结。

■ 主要观点:

原料药业务将维持现有增长

公司原料药业务主要产品是苯巴比妥、保泰松和氟尿嘧啶等,其中苯巴比妥销售占比最大。收购森萱化工后,获得苯巴比妥上游主要原料苯基丙二酸二乙酯,有利于稳定苯巴比妥市场价格。收购森萱化工,2012~2015年有望给公司带来459万元、612万元、918万元的净利润回报。

中药材饮片新厂有望3季度试生产

去年公司收购亳州康普67%的股权,主要是从长远考虑,希望介入饮片行业,在保证自己原药材供应的基础上,成为其他公司饮片供应商。公司在亳州新建年产1万吨饮片生产线,一期工程有望三季度建成试生产。

营销改革或今年初步显现效果

公司进行了营销改革,按照区域分成三个销售局。一季度是改革初步启动阶段,改革成效还需等待。公司目标是今年中成药销售增长与行业平均增速持平,行业平均增速预计在20%左右,我们认为顺利的话,公司营销改革成效今年能够显现,公司有望实现该增速目标。

■ 投资建议:

未来六个月内,给予“大市同步”评级

公司11年实现每股收益为0.48元,预计12年为0.54元,以3月29日收盘价19.30元计算,静态、动态PE分别为40.12倍和35.66倍。中药上市公司11年、12年市盈率中值分别为30.38倍和26.69倍。公司估值水平高于行业平均水平。我们认为,公司营销改革有望在今年显现成效,如并购整合顺利,公司能够保持较高的增速,给予“大市同步”评级。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	375.50	645.62	778.67	945.99
年增长率	36.88%	71.93%	20.61%	21.49%
归属于母公司的净利润	48.10	54.13	64.41	79.34
年增长率	12.81%	12.52%	19.00%	23.17%
每股收益 (元)	0.48	0.54	0.64	0.79
PER (X)	40.12	35.66	29.96	24.57

注: 有关指标按当年股本摊薄

一、原料药业务整体有望保持稳健增长

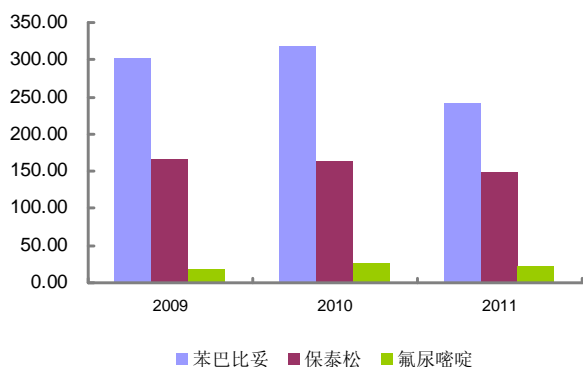
1.1 三大主导品种销量下滑

苯巴比妥、保泰松和氟尿嘧啶三个主要化学原料药产品近3年分别实现销售收入8074万元、9237万元及8204万元，销售额同比分别增加-21.61%、14.40%和-11.17%。三者2011年销售收入占原料药业务收入的比例分别为37.21%、17.61%和13.95%。

其中，苯巴比妥属于中枢神经系统药物中的抗癫痫类药物和镇静催眠药物，具有镇静、催眠、抗惊厥和抗癫痫作用。公司是国内苯巴比妥的唯一批量生产厂家，苯巴比妥的年产量300吨左右，约占全球苯巴比妥年总产量的60%。苯巴比妥是第一代用来治疗癫痫病和镇静催眠的药物，与第二代、第三代产品相比，目前苯巴比妥主要靠一定的性价比优势和产品深度开发参与市场竞争。苯巴比妥口服常释剂型、注射剂等被列入2009版《国家基本药物目录（基层医疗卫生机构配备使用部分）》。

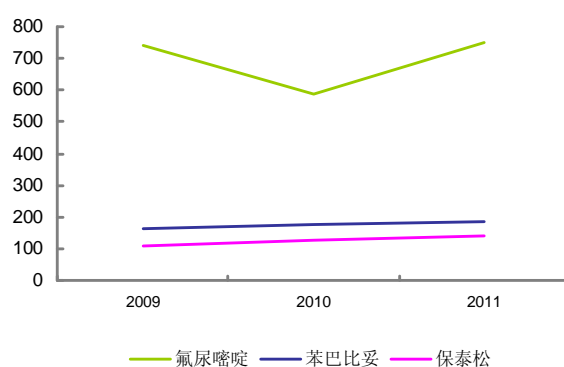
公司苯巴比妥近年销售均价保持上升态势，主要与外销占比减少有关。由于有出口退税，海外市场价格低于国内，内外销比例的变化使销售均价上扬，而实际上，内外市场价格比较恒定。欧洲、俄罗斯、东南亚地区是公司苯巴比妥主要出口地，受近年经济环境影响，去年下半年订单减少，尤其是欧洲市场。同时，公司在2010年海外市场获得了业务大单，同比基数较高，导致2011年销售额同比下滑21.20%。

图1 公司近年来原料药各品种销售量情况（吨）



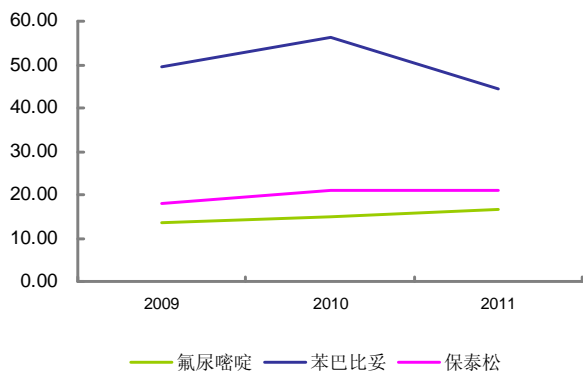
数据来源：公司报告，上海证券研究所

图2 公司近年来原料药各品种平均销售价格（元/kg）



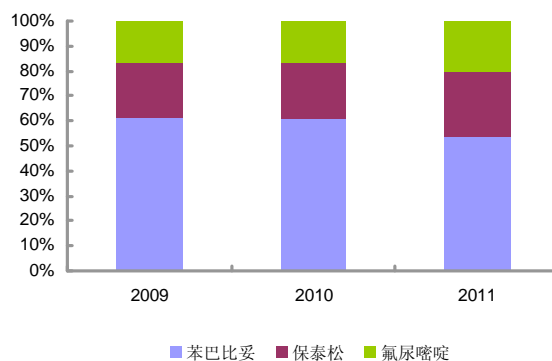
数据来源：Wind，上海证券研究所

图 3 公司近年来原料药各品种销售额（百万元）



数据来源: Wind, 上海证券研究所

图 4 公司近年来原料药各品种销售额占比



数据来源: Wind, 上海证券研究所

1.2 森萱化工有望贡献较高净利润

公司今年3月对外公布将以5480万元收购森萱化工51%的股权，并签订对赌协议，收购标的未来三年年均扣非净利润不低于1000万元，并且于利润补偿期结束后12个月内，公司享有购买标的剩余股权的优先权。未来三年将分别给上市公司带来459万元、612万元、918万元的净利润回报，有利于提高上市公司盈利能力。

根据公布的森萱化工的财报，2011年森萱化工净利润135万，扣除非经常性损益之后为723万。

森萱化工生产的苯基丙二酸二乙酯是公司原料药主要效益品种苯巴比妥的主要原料，并且为国内独家供应，占据国际市场80%以上的份额。苯巴比妥全球每年的使用量在500~600吨，除公司以外，印度年产量在40~50吨，俄罗斯在40~60吨左右的水平，匈牙利有100吨左右的年产量，国际市场价格的主要竞争对手依然是印度。公司获得苯基丙二酸二乙酯，可以将苯巴比妥的产业链向上延伸，将有利于稳定苯巴比妥的价格。苯甲酰苯巴比妥相比苯巴比妥副作用更小，森萱化工目前已有量产能力。但该品种同属于巴比妥类药物，相对来说，主要市场也在低端市场，前景也比较局限。

利托那韦是森萱化工的潜力品种，美国专利将于今年6月到期。雅培原研产品Kaletra2011年在美国销售额3.26亿美元，全球销售额8.44亿美元。森萱化工目前主要销售利托那韦的中间体2-异丙基-4(((N-甲基)氨基)甲基)噻唑盐酸盐、(5-噻唑基)甲基-(4-硝基)苯基碳酸酯。公司控股后，该品种将使公司原料药业务更为突出。此外，公司的长远打算是申报利托那韦制剂。

此外，森萱化工还有二氧六环等其他医药化工产品，现有业务稳定发展，公司控股之后，森萱化工带来的净利润将直接增厚公司EPS。

二、中药饮片为未来重要看点

根据GMP要求,中药生产企业须以饮片投料。公司收购亳州康普,主要是想介入中药饮片领域,一方面保障自己生产所需的饮片量和质,另一方面也可以成为其他中成药生产企业的饮片供应商,希望能以时间换利润。下半年并表的亳州康普子公司贡献新业务中药材及中药饮片,2011年实现销售收入8642万元。

公司目前新建了中药饮片生产线2条,设计年产中药饮片1万吨。项目总投资14610万元。一期将先建设一个仓库和一个车间,即将开工建设,预计建设期3~4个月,顺利的话3季度能够建成试生产。根据公司对外投资公告,项目总工期约20个月,其中建筑工程施工及安装约13个月。项目建成后,中药饮片预计第一年实现10000万元销售收入,以后每年可实现24000万元销售收入;中成药、中药材贸易第一年实现10000万元销售收入,第二年实现15000万元销售收入,之后每年可实现26000万元销售收入,正常年份项目销售收入合计为50000万元。

2011年公司中药材及饮片业务收入占比为23.01%,但该业务毛利率为7.61%,远低于其他中药材上市公司普通饮片业务的毛利率。这与康普收入主要是中药材贸易,而饮片加工销售收入部分占比较小有关。公司未来如果能通过调整、整合,拓展饮片业务,提高毛利水平,则有望为公司利润带来较大贡献。

三、中成药销售改革或今年初步显效

3.1 营销改革目的是保重点、拓空白

公司的销售目前主要集中在华东区域,去年10月份开始公司进行营销改革,推动产品向全国范围发展。按重点市场结合区域划分设立三个销售局,一局主要包括河南、河北、北京、天津、山东、内蒙、东三省等地;二局主要是江苏、安徽、湖北、陕西、山西、青海、宁夏、新疆等地;三局包括上海、浙江、福建、两广、海南、云贵川、湖南、江西等地。

三个销售局都是成熟区域带薄弱区域或空白区域,这样分局的目的是在深挖原有市场基础上,开拓薄弱市场,空白区域的覆盖将成为2012年公司业绩的增长的来源之一。2011年公司已完成江苏、上海、浙江、福建、云南、内蒙、河北、山西、兰州军区、广州军区、江西、

湖北、山东、安徽等十七个省市、军区基药或非基药的招标工作。公司方面表示从同比情况来看，销售已经有所进步。

3.2 重点品种各有所谋

公司中成药业务的重点品种包括王氏保赤丸，正柴胡饮颗粒、金荞麦片、季德胜蛇药片及大柴胡颗粒等。2011年，前4个品种销售额增速分别为-1.29%、22.89%、10.43%、14.55%，大柴胡颗粒去年销量较小。

大柴胡颗粒产业化项目2011年度投入454.01万元，该品种主要用于胆囊炎等，已经进入国家医保目录，公司大柴胡各地中标价在100元左右，价格较高，但2011年尚未贡献太多业绩，今年有望有所突破。作为潜力品种，公司希望拓展适应症范围，进行老品种的二次开发，但要贡献业绩尚需一段时间。

季德胜蛇药片为国家绝密品种，但适应症范围较窄。为了充分利用国家绝密品种的优势，挖掘“季德胜”商标的无形资产价值，公司打算发展季德胜蛇药片衍生产品，进军药妆消毒用品市场，培育新的利润增长点。

王氏保赤丸的主要销售区域在陕西、河南、河北等地，大多数为自然销售。销售改革后，王氏保赤丸是重点品种，将进行重点推广，以处方带动销售。去年公司也调整了出厂价，主要目的是期望将终端价格维持在较高水平。

四、给予“未来六个月，大市同步”评级

公司11年实现每股收益为0.48元，预计12年为0.54元，以3月29日收盘价19.30元计算，静态、动态PE分别为40.12倍和35.66倍。中药上市公司11年、12年市盈率中值分别为30.38倍和26.69倍。公司估值水平高于行业平均水平。我们认为，公司营销改革有望在今年显现成效，如并购整合顺利，公司能够保持较高的增速，给予“大市同步”评级。

五、风险提示

- 1、公司近期两起并购，整合不顺，不能实现协同效应。
- 2、新生产线建设不能如期完工。
- 3、药材涨价持续。

六、附表

附表1 精华制药损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	274.32	375.50	645.62	778.67	945.99
二、营业总成本	225.39	337.01	588.64	703.83	851.25
营业成本	133.39	230.32	420.78	509.17	614.75
营业税金及附加	2.88	3.30	6.46	7.79	9.46
销售费用	50.91	57.48	90.39	101.23	122.98
管理费用	37.15	44.15	71.02	85.65	104.06
财务费用	0.39	-2.53	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	48.93	38.49	56.97	74.84	94.75
加: 营业外收入	1.77	19.04	12.00	8.00	8.00
减: 营业外支出	0.52	0.35	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	50.18	57.18	68.97	82.84	102.75
减: 所得税	7.54	8.82	10.35	12.43	15.41
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
六、净利润	42.64	48.35	58.63	70.41	88.34
减: 少数股东损益	0.00	0.25	4.50	6.00	9.00
归属于母公司所有者的净利润	42.64	48.10	54.13	64.41	79.34
七、摊薄每股收益 (元)	0.43	0.48	0.54	0.64	0.79

资料来源: Wind, 上海证券研究所

附表2 公司近几年分业务收入、成本、收入增速及毛利率预测

分业务主营收入测算 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
中成药制剂	146.25	181.15	220.32	268.18
王氏保赤丸	52.97	60.92	71.88	84.82
正柴胡饮颗粒	51.37	62.67	76.46	93.28
金荞麦片	21.28	23.83	27.41	31.52
季德胜蛇药片	20.63	23.72	26.57	29.76
其他中药制剂	0.00	10.00	18.00	28.80
中药材及饮片	86.42	112.35	157.28	220.20
原料药	82.05	278.49	312.70	351.58
苯巴比妥	44.39	46.61	48.94	51.39
氟尿嘧啶	16.65	18.32	19.78	21.36
保泰松	21.01	23.11	24.96	26.96
其他原料药及中间体	0.00	190.45	219.02	251.87
其他	58.91	73.64	88.37	106.04

合计	373.63	645.62	778.67	945.99
分业务主营成本测算				
(百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
中成药制剂	47.47	57.27	71.71	86.19
王氏保赤丸	8.36	9.75	12.94	15.27
正柴胡饮颗粒	23.65	28.20	35.94	43.84
金荞麦片	5.10	5.96	6.85	7.88
季德胜蛇药片	10.36	11.86	13.29	14.88
其他中药制剂	0.00	1.50	2.70	4.32
中药材及饮片	79.84	101.11	138.41	187.17
原料药	59.62	207.18	232.77	261.86
苯巴比妥	30.88	32.63	34.26	35.97
氟尿嘧啶	8.51	9.52	10.29	11.11
保泰松	20.23	22.19	23.96	25.88
其他原料药及中间体	0.00	142.84	164.26	188.90
其他	43.25	55.23	66.27	79.53
合计	230.18	420.78	509.17	614.75
分业务增速	2011A	2012E	2013E	2014E
中成药制剂	10.18%	23.86%	21.63%	21.72%
王氏保赤丸	-1.29%	15.00%	18.00%	18.00%
正柴胡饮颗粒	22.89%	22.00%	22.00%	22.00%
金荞麦片	10.43%	12.00%	15.00%	15.00%
季德胜蛇药片	14.55%	15.00%	12.00%	12.00%
其他中药制剂	0.00%	0.00%	80.00%	60.00%
中药材及饮片	0.00%	30.00%	40.00%	40.00%
原料药	-11.17%	239.41%	12.29%	12.43%
苯巴比妥	-21.20%	5.00%	5.00%	5.00%
氟尿嘧啶	11.52%	10.00%	8.00%	8.00%
保泰松	-0.47%	10.00%	8.00%	8.00%
其他原料药及中间体	0.00%	15.00%	15.00%	15.00%
其他	24.94%	25.00%	20.00%	20.00%
毛利率	2011A	2012E	2013E	2014E
中成药制剂	67.54%	68.38%	67.45%	67.86%
王氏保赤丸	84.22%	84.00%	82.00%	82.00%
正柴胡饮颗粒	53.95%	55.00%	53.00%	53.00%
金荞麦片	76.05%	75.00%	75.00%	75.00%
季德胜蛇药片	49.77%	50.00%	50.00%	50.00%
其他中药制剂	0.00%	85.00%	85.00%	85.00%
中药材及饮片	7.61%	10.00%	12.00%	15.00%
原料药	27.34%	25.61%	25.56%	25.52%
苯巴比妥	30.42%	30.00%	30.00%	30.00%
氟尿嘧啶	48.88%	48.00%	48.00%	48.00%
保泰松	3.69%	4.00%	4.00%	4.00%
其他原料药及中间体	0.00%	25.00%	25.00%	25.00%

其他	26.58%	25.00%	25.00%	25.00%
综合毛利率	38.39%	34.82%	34.61%	35.02%

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 赵冰

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大势	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大势同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大势	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。