

日期: 2012年4月10日

行业: 中药



赵冰

021-53519888-1902

Zhaobing1704@hotmail.com

执业证书编号: S0870511030004

二线产品化橘红系列未来潜力大

基本数据 (Y2011)

报告日股价 (元)	9.56
12mth A 股价格区间 (元)	8.72/19.30
总股本 (百万股)	246
无限售 A 股/总股本	53.34%
流通市值 (亿元)	12.54
每股净资产 (元)	5.67
PBR (X)	1.69
DPS (Y11, 元)	10 送 2 派 2

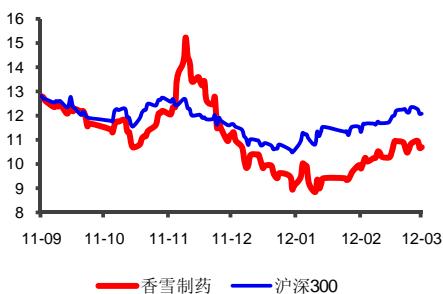
主要股东 (Y2011)

广州市昆仑投资有限公司	34.79%
广州市有达投资有限公司	16.46%
广东中科招商创投有限公司	5.69%

收入结构 (Y2011)

医药制造	87.50%
饮料(含凉茶)	6.16%
医疗器械	4.87%
其它	1.10%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: ZB12-CI03

首次报告日期: 2012年3月8日

■ 报告目的:

近期我们对香雪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:

老品种面临二次开发

抗病毒口服液是公司第一大产品,根据公司2011年年报显示,抗病毒口服液的销售收入达到3.57亿元,同比增长8.93%,占收入比重为58%。由于中药材涨价等因素,抗病毒口服液的毛利率逐年下滑,2011年毛利率为60.65%,比2010年下降2.47个百分点。为了保证未来的持续增长,老品种的二次开发迫在眉睫。目前,公司正从事手足口病、红眼病等适应症研究,如果获批,将增加公司抗病毒口服液的市场容量。预计短期内抗病毒口服液增速将维持在5-10%左右。

二线产品化橘红系列未来潜力大

化橘红是广东茂名化州市闻名世界的特产,具有散寒,燥湿,利气,消痰的功能,是治疗寒咳的良药。从止咳化痰中成药市场竞争情况看,热咳领域的领导品牌如京都念慈庵生产的蜜炼川贝枇杷膏市场规模过10亿元,而寒咳领域则并无较大规模的中成药竞品存在,如果公司加强营销,则化橘红系列有望挤身止咳化痰中成药大品牌队列。预计化州橘红系列12年增速有望达到100%以上。

饮料业务进入良性发展

公司的饮料业务主要包括“上清饮”凉茶饮料等。2011年饮料业务收入规模为3800万元左右,同比增长45.87%。公司成立了香雪亚洲公司专门负责饮料业务。由于该产品收入基数较小,预计近两年仍有望维持50%左右的增速,公司目标为1-2年内将该业务提升至1亿销售规模。

■ 投资建议:

未来六个月内, 给予“跑赢大市”评级

公司11年实现每股收益为0.34元, 预计公司12年实现每股收益为0.42元, 以4月9日收盘价9.56元计算, 静态、动态市盈率分别为28.17倍和23.80倍。中药行业上市公司11年、12年平均市盈率分别为28.23倍、21.72倍。公司通过一系列的战略合作和收购兼并, 丰富了产品结构、提升了生产力, 公司“大健康”布局的雏形初步形成。3月29日股东大会又通过了公司非公开发行6亿公司债用作日常营运资金补充的融资议案。预计随着募投项目的陆续投产, 同时公司加大收购兼并动作以及未来在省外市场的努力拓展, 公司有望打破发展上的产品与地域限制。我们看好公司长期的发展前景, 给予公司“跑赢大市”评级。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入	616.09	814.61	1006.46	1204.19
年增长率	20.01%	32.22%	23.55%	19.65%
归属于母公司的净利润	83.50	98.82	128.36	153.28
年增长率	12.53%	18.35%	29.89%	19.41%
每股收益(元)	0.34	0.40	0.52	0.62
PER(X)	28.17	23.80	18.32	15.34

注: 有关指标按当年股本 246 百万股摊薄

一、老品种面临二次开发

公司是一家以中成药制药和研发为主业，集西药制药、生物医学工程和药材规范种植于一体的现代化高新技术医药企业。抗病毒口服液是公司第一大产品，历年来在收入中占比超过 60%。公司的抗病毒口服液是全国率先应用“中药指纹图谱技术”进行质量控制的纯天然中药配方的口服制剂，公司是该药品第一个获得新药证书、第一个获得卫生部中成药保护证书，并连续在 2009 年和 2010 年“全国健康行业最具影响力品牌评选”中被评为“最具影响力感冒发热类药”。

1.1 抗病毒口服液毛利有望逐步恢复

根据公司 2011 年年报显示，抗病毒口服液的销售收入达到 3.57 亿元，同比增长 8.93%，占收入比重为 58%。公司抗病毒口服液的销售收入在 2009-2010 年的增长率分别达到 38.21% 和 30.63%，整体呈现良好的增长态势。然而，由于中药材涨价等因素，抗病毒口服液的毛利率逐年下滑，2011 年毛利率为 60.65%，比 2010 年下降 2.47 个百分点。我们认为，2012 年中药材价格将逐步趋于理性，药材价格整体单边上涨或回落的时期已经过去，市场行情的变化将逐渐恢复其应有的秩序。以板蓝根为例，2009 年受甲型流感疫情影响，板蓝根价格直冲 32 元的历史高位；而 2011 年板蓝根再度滑落到 7-7.5 元的相对低谷。目前甘肃、大庆等地的板蓝根的收购价大约在 6-7 元/公斤左右。预计板蓝根价格将维持低位波动态势，而以板蓝根为主要原材料的公司产品的毛利率将稳中有升。

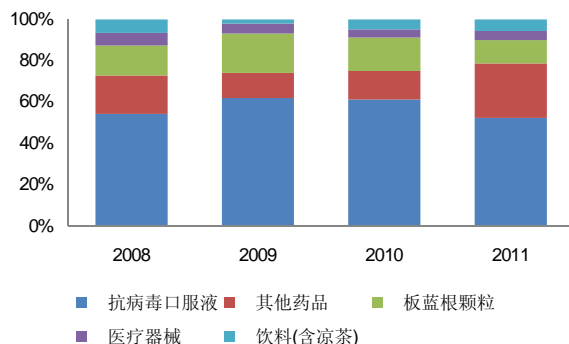
1.2 二次开发将为老品种注入新活力

抗病毒口服液由于其主治功能包括国家药监局核准的抗流感功效，并且经过市场消费者多年来的实际使用，确认其在预防和治疗流感方面的功效显著，受到广大消费者的青睐和认同。在我国各种流行性疾病，尤其是在流感、非典等疫情爆发的高峰期间，抗病毒口服液销量快速上升，产品供不应求。公司在口服抗病毒领域面临的竞争对手主要包括杭州洁康药业、浙江大德药业集团、湖北安陆午时药业、湖北黄石飞云制药等公司。

从收入增速来看，2011 年抗病毒口服液增速仅为 8.93%，低于 2009/2010 年水平。由于 09/10 年的各种病毒疫情流行，导致抗病毒口服液的市场规模迅速发展。因此为了保证未来的持续增长，老品种

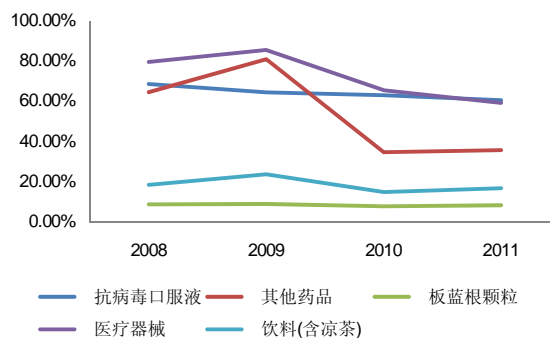
的二次开发迫在眉睫。目前，公司的抗病毒口服液已作为卫生部印发的《手足口病诊疗指南（2010年版）》的指导用药，新增手足口病适应症已经在临床报批阶段，新增红眼病适应症已经拿到临床批件。如果这些新适应症获批，将增加公司抗病毒口服液的市场容量。由于老品种的二次开发效果还有待市场检验，预计短期内抗病毒口服液增速将维持在5-10%左右。

图1 公司近年来的收入构成变化(%)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

图2 公司近年来主要产品毛利率变化(%)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

二、二线产品化橘红系列未来潜力大

2.1 化州橘红系列成长快速

2011年，公司收购了广东九极生物科技有限公司、广东化州中药厂制药有限公司、广东清平制药有限公司部分资产、中山优诺生物科技发展有限公司90%股权。通过对兼并收购公司的产品、市场、品牌等多方面的整合，初步形成了以抗病毒口服液为一线产品，以化州橘红系列、白云医用胶、九极保健品为二线支撑产品的“大健康”雏形。2011年，公司主导产品抗病毒口服液和板蓝根颗粒的收入增速均在10%以下，而由其他药品收入增速达到了143%。其中，化州中药厂2011年贡献净利润300多万元。

根据收购公告，化州中药厂2009/2010年收入分别为1.01亿元和1.27亿元，2009/2010年净利润分别为337万元和423万元。公司认为，化州橘红系列产品目前处于快速成长期，其销售规模在10年仅为4-5千万，而11年达到8千万左右，而12年增速有望达到100%以上。在2011年4月的收购公告书上，公司表示，收购及业务调整完成后，预计2012年化州中药厂销售收入可达2亿元，净利润约2,000万元。

2.2 化州橘红应用广泛

化橘红是广东茂名化州市闻名世界的特产，有“南方人参”之称，系多年生灌木或小乔木。药用部位为未成熟果实和成熟的干燥外层果皮，在产地加工时将橘皮用刀分成两层，外层为橘红，内层则为橘白，商品名称为毛橘红。具有散寒，燥湿，利气，消痰的功能，为常用中药，它对肺癆，多年咳嗽，慢性支气管炎，胃痛，气虚，消化不良，水土不服等都有效果。现代药理研究已证实，它含有挥发油、肌醇、维生素 B1、黄酮甙等，能促进胃液分泌，有助于消化；能稀释痰液，有利痰的排出；还可降低胆固醇、降低毛细血管的脆性，以防止微细血管出血。化州橘红药用历史相当悠久，橘红以片大而薄，色橙红，质油润者为佳，以毛多而居佳。当地有正毛化州橘红和副毛化州橘红两种，前者是正品，据药理分析，“副毛化橘红”的药效是“正毛化橘红”的 50% 左右。

由于化州橘红的药效奇特，为人们所推崇，自明朝被朝廷列为御药后，橘红成为宫廷贡品，并漂洋过海，被世人充分取为药用。而且深受国内外医学家的确认。目前，化州橘红种植面积已发展到六万多亩，年产干果三千多吨，年产值逾三亿元人民币，产品远销二十多个国家和地区。随着当地化橘红产业链开发如火如荼，近年来其价格也逐步走高，目前批发价为 110-120 元/公斤左右，与去年相比略有下降，预计未来价格有望保持稳中有升态势。

2.3 化州橘红为治疗寒咳良药

中医认为，咳嗽分为热咳和寒咳。因风热引起的咳嗽为“热咳”，主要症状为痰厚且黄，鼻涕也带黄，这时就要用凉寒性质的药物来把人体内的热降下来，多见于夏秋两季；而因风寒引起的就叫“寒咳”（多怕冷），患者的痰多为白色且稀薄，流出鼻涕也是清水样，这样的病人就必须用温性药来祛除体内的寒气，多见于冬春两季。热咳常用药物有京都念慈庵枇杷膏、清肺抑火片、罗汉果等。寒咳常用药物有琵琶露、感康、感冒通、葱姜汤等。而化橘红因其驱寒化痰的独特功效，成为治疗寒咳的良药。

2.4 止咳化痰类中成药成长性良好

2009 年我国止咳化痰药总体市场规模已达到 72.06 亿元，近三年来止咳化痰药市场规模复合年平均增长率超过 9%。我国止咳化痰药市场中中成药占主导地位，所占比例约为 3/4，中成药将近八成的销

售来源于零售市场；化学药主要集中在医院市场销售，化学药所占比例大概 1/4。2009 年止咳化痰中成药市场规模达到了 55.59 亿元，2005-2009 年止咳化痰中成药市场规模复合平均增长率为 10.25%。预计 2011 年我国止咳化痰中成药市场总规模将达到 70 亿元以上，止咳化痰类中成药的成长性好于化学药。

从止咳化痰中成药市场竞争情况看，目前已形成了一系列知名品牌，各个优势品牌所形成的竞争地位已比较稳固，市场零售额均已超过 1 亿元，其中领导品牌如京都念慈庵生产的蜜炼川贝枇杷膏市场规模过 10 亿元，市场占有率超过 23%，地位比较突出，远远领先于其他品牌。排名第二的太极急支糖浆市场规模超过 4 亿元。而作为寒咳领域则并无较大规模的中成药竞品存在，如果公司加强营销，则化橘红系列产品有望跻身止咳化痰中成药大品牌队列。

表 1 止咳化痰类中成药前八大品牌销售增长情况统计表

序号	产品	2007 年销售 额 (亿元)	增长率	2008 年销售 额 (亿元)	增长率	2009 年销售 额 (亿元)	增长率
1	念慈庵蜜炼川贝枇杷膏	12.22	8.90%	11.95	-2.21%	12.84	7.43%
2	太极急支糖浆	4.11	-5.30%	3.99	-2.94%	4.04	1.24%
3	潘高寿止咳系列	3.34	7.05%	3.13	-6.15%	3.27	4.33%
4	咳速停糖浆 (及胶囊)	2.53	14.68%	2.82	11.55%	2.82	--
5	一力咳特灵	2.31	13.24%	2.54	10.15%	2.77	8.91%
6	神奇止咳露	2.34	-2.90%	2.41	2.94%	2.31	-4.27%
7	百令胶囊	1.88	9.62%	2.17	15.28%	2.66	22.72%
8	克咳系列	1.35	-8.78%	1.22	-9.94%	1.26	3.28%

数据来源：南方所，上海证券研究所

三、饮料业务进入良性发展

公司的饮料业务主要包括“上清饮”凉茶饮料等。2011 年饮料业务收入规模为 3800 万元左右，同比增长 45.87%。公司成立了香雪亚洲公司专门负责饮料业务。公司认为，由于凉茶等属于快速消费品行业，而快销行业的特点就是规模效应。由于公司目前“上清饮”凉茶为代表的饮料业务规模尚小，因此并非目前公司重点发展发向。由于该产品收入基数较小，预计近两年仍有望维持 50% 左右的增速，公司目标为 1-2 年内将饮料业务提升至 1 亿销售规模。

四、盈利预测及主要假设

- 1) 公司募投项目于 2012 年年中左右释放出部分产能。

- 2) 公司主要原材料板蓝根等中药材 2012 年价格平稳;
- 3) 股权激励成本 12 年摊销 2000 万元, 13 年摊销 700 万元左右。

五、给予“未来六个月，跑赢大市”评级

公司 11 年实现每股收益为 0.34 元, 预计公司 12 年实现每股收益为 0.42 元, 以 4 月 9 日收盘价 9.56 元计算, 静态、动态市盈率分别为 28.17 倍和 23.80 倍。中药行业上市公司 11 年、12 年平均市盈率分别为 28.23 倍、21.72 倍。公司通过一系列的战略合作和收购兼并, 丰富了产品结构、提升了生产力, 公司“大健康”布局的雏形初步形成。3 月 29 日股东大会又通过了公司非公开发行 6 亿公司债用作日常营运资金补充的融资议案。预计随着募投项目的陆续投产, 同时公司加大收购兼并动作以及未来在省外市场的努力拓展, 公司有望打破发展上的产品与地域限制。我们看好公司长期的发展前景, 给予公司“跑赢大市”评级。

六、风险提示

- 1) 产品结构相对集中的风险;
- 2) 原料药材采购的风险;
- 3) 产品销售区域集中的风险。

七、附表

附表1 香雪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	513.38	616.09	814.61	1,006.46	1,204.19
二、营业总成本	426.54	518.90	676.21	845.87	1,020.73
营业成本	271.37	327.17	441.17	555.45	673.23
营业税金及附加	4.34	5.33	6.96	8.61	10.33
销售费用	82.77	109.50	138.48	171.10	204.71
管理费用	51.85	70.77	89.61	110.71	132.46
财务费用	14.60	5.14	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	86.84	97.19	138.40	160.60	183.46
加: 营业外收入	2.71	7.26	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	1.50	3.71	20.00	7.00	0.00
五、利润总额	88.05	100.75	118.40	153.60	183.46
减: 所得税	12.64	15.87	17.76	23.04	27.52
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	75.42	84.88	100.64	130.56	155.94
减: 少数股东损益	1.22	1.38	1.82	2.20	2.66
归属于母公司所有者 的净利润	74.20	83.50	98.82	128.36	153.28
七、摊薄每股收益(元)	0.30	0.34	0.40	0.52	0.62

资料来源: Wind, 上海证券研究所

附表2 公司分业务收入、成本、收入增速及毛利率预测

分业务主营收入测算 (万元)	2011A	2012A	2013E	2014E
医药制造业	53910.44	66408.30	79066.81	89349.59
抗病毒口服液	35734.32	37878.38	40908.65	44999.51
板蓝根	7726.17	8112.48	8518.10	8944.01
化橘红系列	8000.00	17600.00	26400.00	31680.00
其它药品	2,449.95	2817.44	3240.06	3726.07
饮料(含凉茶)	3797.38	5696.07	8544.11	12816.16
医疗器械	3004.78	4356.93	6535.40	9803.09
中药饮片		5000.00	6500.00	8450.00
合计	61,609.02	81,461.30	100,646.31	120,418.84
分业务主营成本测算 (万元)	2011A	2012A	2013E	2014E
医药制造业	27953.45	34703.05	42025.01	47822.29

抗病毒口服液	14059.78	15151.35	16363.46	17999.81
板蓝根	7070.84	7301.23	7581.11	7870.73
其它药品(包括化橘红)	6822.83	12250.47	18080.44	21951.76
饮料(含凉茶)	3155.91	4670.78	7006.17	10509.25
医疗器械	1225.72	1742.77	2614.16	3921.24
中药饮片		3000.00	3900.00	5070.00
合计	32716.93	44116.60	55545.33	67322.78
分业务增速	2011A	2012A	2013E	2014E
医药制造业	22.36%	23.18%	19.06%	13.01%
抗病毒口服液	8.93%	6.00%	8.00%	10.00%
板蓝根	-10.38%	5.00%	5.00%	5.00%
化橘红		120.00%	50.00%	20.00%
其它药品	-7.02%	15.00%	15.00%	15.00%
饮料(含凉茶)	45.87%	50.00%	50.00%	50.00%
医疗器械	40.57%	45.00%	50.00%	50.00%
中药饮片			30.00%	30.00%
毛利率	2011A	2012A	2013E	2014E
医药制造业	48.15%	47.74%	46.85%	46.48%
抗病毒口服液	60.65%	60.00%	60.00%	60.00%
板蓝根	9.95%	10.00%	11.00%	12.00%
其他药品(包括化橘红)	35.86%	40.00%	39.00%	38.00%
饮料(含凉茶)	16.89%	18.00%	18.00%	18.00%
医疗器械	59.21%	60.00%	60.00%	60.00%
中药饮片		40.00%	40.00%	40.00%

资料来源: Wind, 上海证券研究所

附表3 香雪制药历年财务指标

指标名称	2008年	2009年	2010年	2011年
销售毛利率(%)	51.92	51.30	47.14	46.90
EBIT/主营业务收入(%)	15.85	18.99	19.98	17.16
销售净利率(%)	12.64	13.75	14.69	13.78
净资产收益率(全面摊薄)(%)	19.92	20.26	8.90	6.09
流动比率	0.43	0.75	3.31	3.56
速动比率	0.35	0.65	3.17	3.26
资产负债率(%)	64.36	51.65	25.78	26.14
存货周转率	6.53	6.85	6.43	4.56
应收账款周转率	20.72	14.55	11.35	10.47
总资产周转率	0.53	0.61	0.40	0.33
净利润同比增长率(%)	16.80	41.63	45.45	12.53
每股收益(全面摊薄)	0.44	0.55	0.60	0.34
每股经营性现金流量	0.69	0.50	0.37	0.12
每股未分配利润	0.90	1.29	1.10	0.71
每股资本公积金	0.09	0.91	8.59	3.79

数据来源: 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
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	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。