



赵冰

021-53519888-1902

Zhaobing1704@hotmail.com

证券从业证书编号: S0870511030004

未来有望形成中西药并举的发展模式

基本数据 (12Q1)

| | |
|-------------------|------------|
| 报告日股价 (元) | 14.48 |
| 12mth A 股价格区间 (元) | 7.60/15.06 |
| 总股本 (百万股) | 203.03 |
| 无限售 A 股/总股本 | 99.89% |
| 流通市值 (亿元) | 29.36 |
| 每股净资产 (元) | 1.81 |
| PBR (X) | 8.00 |
| DPS (Y11, 元) | 不分配 |

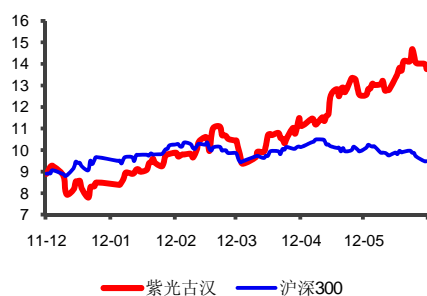
主要股东 (12Q1)

| | |
|---------------|--------|
| 紫光集团有限公司 | 18.01% |
| 衡阳国有资产监督管理委员会 | 16.98% |
| 中国药材集团公司 | 3.63% |

收入结构 (Y2011)

| | |
|--------|--------|
| 中药及保健品 | 73.44% |
| 西药类 | 26.54% |

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: ZB11-CI06

首次报告日期: 2011年3月25日

■ 报告目的:

近期我们对紫光古汉进行了实地调研,本报告对此次调研情况进行梳理总结。

■ 主要观点:

古汉养生精深耕湖南省内市场

2010年,公司收回了古汉养生精的代理权后,公司业绩发生根本性变化。2011年,公司实现养生精销售收入2.5亿元,同比增长18.14%。目前,公司积极布局养生精的省外拓展,由于省外推广还处于尝试阶段,且由于各地进补习惯不同,进度稍低于预期,短期内湖南省仍将是养生精的主要收入、利润来源。通过深耕省内市场,预计近几年养生精的收入增长将维持在20%左右。

聚焦大输液产业

公司的大输液产品曾经拥有辉煌的历史,产品驰名省内外。然而,由于公司没有把西药业务列入发展重点,西药业务近三年维持在9000万左右,收入占比26%左右,毛利下滑至2011年的22%,西药业务一直处于亏损状态。经过2011年各省市残酷的药品招标价格大战后,公司认为此时投资大输液产业,将能充分享受行业洗牌后的发展机遇。公司计划未来将大输液从现有的1亿(袋/瓶)做到7亿袋左右。由于西药业务基数较低,预计未来增速有望达到50-80%。

出售南岳制药增厚 12 年业绩

2012年5月,海南汉森以1.82亿元价格竞拍得到南岳制药。南岳制药主要产品为人血白蛋白与静丙,虽然在历史上为公司贡献了较多的投资收益(2011年为2千多万元),但由于公司与景达生物在南岳制药股权上的纠纷牵扯了较多精力,且生物制品的经营风险较大,因此做出了出售的决定。预计将增厚2012年业绩0.54元左右。

■ 投资建议:

未来六个月内,维持“跑赢大市”评级

公司11年实现每股收益0.36元,预计12年为1.02元,以6月27日收盘价14.48元计算,静态、动态PE分别为40.76倍和14.21倍,而剔除投资收益后12年PE约为30倍左右。中药上市公司11年、12年市盈率中值分别为32.63倍和25.84倍。通过深挖本地市场潜力,公司中药主导产品古汉养生精有望维持稳定增长。随着公司将大输液业务提上发展日程,公司未来有望形成中药、西药并举的发展模式,我们看好公司未来的发展前景,维持“跑赢大市”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 | 343.51 | 466.91 | 615.54 | 777.93 |
| 年增长率 | 10.23% | 35.92% | 31.83% | 26.38% |
| 归属于母公司的净利润 | 72.13 | 206.93 | 111.26 | 164.02 |
| 年增长率 | 52.98% | 186.87% | -46.23% | 47.42% |
| 每股收益 (元) | 0.36 | 1.02 | 0.55 | 0.81 |
| PER (X) | 40.76 | 14.21 | 26.42 | 17.92 |

注: 有关指标按当年股本摊薄

一、古汉养生精深耕湖南省内市场

公司主要生产以古汉养生精（口服液、片剂）为代表的中药系列产品，和以克林霉素小针剂和各类输液为主的西药制剂系列产品。其中，古汉养生精的销售收入在 2011 年占公司总收入的比重达到 70% 以上。“古汉养生精”源于西汉马王堆出土帛书《养生方》，是现存最古老的养生方。该产品为国家中药保护品种，1996 年被国家科委、国家保密局列入国家级秘密产品。其疗效显著，功能主治：滋肾益精、补脑安神。用于头晕心悸、目眩耳鸣、健忘失眠、阳萎遗精、疲乏无力等。由于古汉养生精疗效确定并具有 20 余年的市场品牌积累，因此在湖南当地具有极佳的口碑。2010 年 6 月，公司收回了古汉养生精的代理权，改为由自己组建销售公司来负责销售以后，公司的经营业绩发生根本性变化。2011 年，公司实现养生精销售收入 2.5 亿元，同比增长 18.14%。

根据公司报表数据显示，湖南省是公司收入与利润的主要来源。近几年，来自湖南省内的收入占比达到 85% 以上。从销售战略上看，公司近几年的发展策略仍将以稳定和发展湖南市场为基础，同时积极培育全国市场。在省外拓展上，公司已经开始积极布局。比如，在北京开设直营店，以及在饮食、气候相近的成渝地区开始与连锁药店展开合作推广。为了便于省外推广，公司还推出了不同的产品包装。公司介绍，由于目前省外推广尚处于尝试阶段，且由于各地进补习惯不同，目前省外拓展的进度稍低于预期，公司预计全年省外市场规模将仅能达到 5 千万元左右。因此，短期内湖南省仍将是养生精的主攻方向。我们预计，通过深耕省内市场，近几年养生精的收入增长将维持在 20% 左右。

从近期公布的各期报告来看，古汉养生精的销售毛利率一直在增加，2011 年年报为 68.60%。随着中药材价格的下降，我们认为今年该产品的毛利率有望超过 70%。此外，从产品价格上看，以 12 支装养生精基本款为例，目前售价在 30 元左右，价格仍处较低水平，而且该产品价格近几年也经历了多次上调。考虑到湖南当地的经济承受能力，公司对产品价格的发展规划是保持稳步小幅上涨。

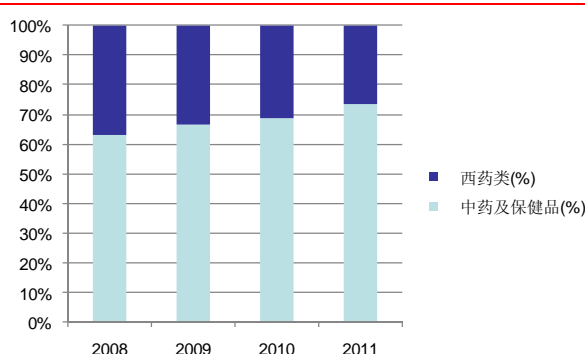
二、聚焦大输液产业发展

衡阳制药有限公司占地面积 5 万平方米，建筑面积 5.84 万平方米，是紫光古汉集团旗下的国家定点生产西药制剂骨干企业，是中国

最大的输液生产企业之一。衡阳制药是湖南省最大的西药制剂企业，荣登湖南省工业企业百强金榜。公司网站介绍，企业创建于1952年，现有职工1250人，各类工程技术人员260人；设十个生产车间，三个辅助车间，一个研究所，一个中心化验室；主要产品有大输液，中小针剂，口服液，油膏，原料药等七大类型120个品种。

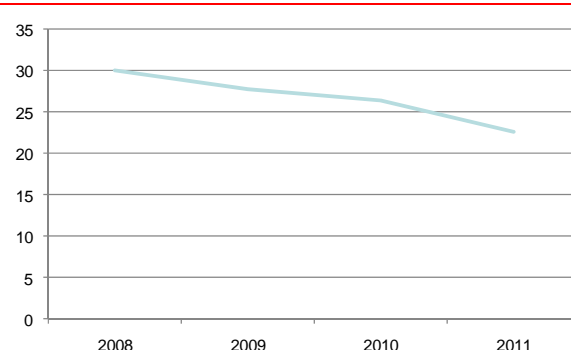
公司西药业务近三年维持在9000万元左右的规模，收入占比26%左右。由于公司没有把西药业务列入发展重点，导致公司该项业务毛利从08年的30%下滑至11年的22%。西药业务的规模一直得不到发胀，并连年亏损。

图1 历年来西药业务占公司销售收入比重



数据来源: Wind, 上海证券研究所

图2 近年西药业务毛利率(%)变化



数据来源: Wind, 上海证券研究所

2.1 西药产业有良好的发展基础

公司的大输液产品曾经拥有辉煌的历史，公司产的大输液产品曾经驰名省内外。公司生产线全部按照GMP标准设计，大输液年产量达到1亿瓶，规模和产量居全国前列，产品质量在全国行检中名列前茅。其中10%葡萄糖注射液，葡萄糖氯化钠注射液，甘油磷酸钠被评为部优产品。右旋糖酐40葡萄糖注射液，甘露醇注射液等15个产品获湖南省优质产品。

此外，公司历来注重新产品开发：与中国药科大学共同研制开发，在全国首家推出新一代喹诺酮药物、国家级新药多龙(盐酸洛美沙星)注射液，产品覆盖全国二十九个省、市、自治区；与中国军事医学科学院合作研制开发的国家级新药克林霉素磷酸酯注射液批量投放市场，创造了良好的社会效益和经济效益。

历史上，由于公司战略调整，以大输液为主的西药业务一直没有列入公司重点发展计划。近期，在中药产业恢复的基础上，公司计划重振大输液业务的雄风。根据公司规划，未来公司将重点发展以养生精为主的中药产业和以大输液为主的西药产业。公司计划未来投产数条塑料软袋生产线，将大输液规模从现有的1亿袋/瓶做到7亿袋。

2.2 规模化是大输液行业发展基础

2.2.1 大输液产品需求旺盛

根据《中华人民共和国药典》定义，输液是指药物制成的供注入人体内的灭菌溶液。大输液是区别于小针剂的输液产品，是静脉给药的一种剂型，由于起效迅速、使用方便，其临床用量非常大，是医疗机构最普遍采用的一种制剂。大输液产品按其临床用途分类，主要分为体液平衡用输液、治疗用药物输液、营养用输液以及血容量扩张用输液四大类别。从包装上分，大输液可分为玻璃瓶、塑瓶、软袋和直立式软袋四种形式，其中软袋包装分为PVC软袋和非PVC软袋包装。目前，塑瓶和非PVC软袋包装是大输液的主流形式。

近年来，我国大输液行业供需两方保持快速增长。大输液行业快速增长的主要原因有，居民收入增加、医生用药习惯、基层医疗需求释放。根据科伦药业招股说明书显示，2008年全国大输液产量为79.7亿瓶（袋），比1995年增加65.9亿瓶（袋），1995~2008年的复合增长率为14.44%。如果以每年10-15%的增速测算，2012年的产量将达到120-140亿瓶。由于需求的快速增长，导致大输液行业的产能也迅速扩张。由于前几年大批企业投产大输液生产线，产量增长的速度甚至超过了需求的增长，2011年在政策和市场的双重作用下，大输液企业不得不在生存线上苦苦挣扎。

2.2.2 大输液行业的竞争重在拼规模

目前，我国大输液市场基本上还处于市场成熟的前期阶段，大输液生产企业比较分散。经过2011年各省市残酷的药品招标价格大战后，大输液行业的企业很多被逼到了亏损临界点。公司认为，此时投资大输液行业，将能充分享受行业洗牌后的发展机遇。我国大输液企业大概有300家左右，但是真正上规模的企业为数不多。在大输液市场上，生产能力达上亿瓶的企业只有30家左右。行业内一个普遍规律是，规模越大的企业，赢利能力也就越强，成长性越好。以科伦药业等大型企业为例，其产能利用率保持在98%左右，远远高于行业平均50-60%的水平。而随着行业集中度的进一步提升，小企业的生存就难以维系，行业两极分化严重。因为与小企业相比，大企业更容易通过集中化采购、规模化生产、高中标率实现超额利润。

此外，新版GMP标准的实施，也将加速行业洗牌。新版GMP要求制药企业当中的大输液企业必须在3年之内按新GMP进行改造。考虑到大输液行业作为无菌制剂的一个类别，需要投入大量资金才能

达到新 GMP 的要求。因此，未来 3 年间，将会有一批经营欠佳的大输液企业选择退出市场。中小企业的退出将为行业内的龙头企业腾出市场空间，进一步提高市场集中度。随着公司将大输液业务作为发展重点，且由于西药业务基数较低，预计未来增速有望达到 50-80%。

三、出售南岳制药增厚 12 年业绩

2012 年 5 月 22 日，公司与海南汉森投资有限公司就转让湖南紫光古汉南岳制药有限公司 36% 股权签订《产权交易合同》。海南汉森以 1.82 亿元价格竞拍得到南岳制药。南岳制药的主要产品为人血白蛋白与静注丙球，历史上为公司贡献了较多的投资收益（2011 年为 2 千多万元）。公司认为，由于公司与景达生物在南岳制药的股权上的纠纷牵扯了较多精力，且生物制品的经营风险较大，因此最终做出了出售的决定。公司预计，在扣除公司初始投资成本及相关税费后将增加净利润约 1.1 亿元，由于合同规定所有款项将于 2012 年底到帐，预计将增厚 2012 年业绩 0.54 元左右。

四、维持“未来六个月，跑赢大市”评级

公司 11 年实现每股收益为 0.36 元，预计 12 年为 1.02 元，以 6 月 27 日收盘价 14.48 元计算，静态、动态 PE 分别为 40.76 倍和 14.21 倍，而剔除投资收益后的 12 年 PE 约为 30 倍左右。中药上市公司 11 年、12 年市盈率中值分别为 32.63 倍和 25.84 倍。通过深挖本地市场潜力，公司中药主导产品古汉养生精有望维持稳定增长。随着公司将大输液业务提上发展日程，公司未来有望形成中药、西药并举的发展模式，我们看好公司未来的发展前景，维持“跑赢大市”评级。

五、风险提示

- 1、古汉养生精向全国拓展计划还具有不确定性；
- 2、大输液产品的推广不达预期；
- 3、医药产品价格下降风险。

六、附表

附表1 紫光古汉损益简表及预测（单位：百万元人民币）

| 指标名称 | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 一、营业总收入 | 311.62 | 343.51 | 466.91 | 615.54 | 777.93 |
| 二、营业总成本 | 257.79 | 279.65 | 373.01 | 479.86 | 577.91 |
| 营业成本 | 133.71 | 150.25 | 214.55 | 280.22 | 337.21 |
| 营业税金及附加 | 4.14 | 5.08 | 6.71 | 8.82 | 11.22 |
| 销售费用 | 47.41 | 35.22 | 60.70 | 80.02 | 101.13 |
| 管理费用 | 60.80 | 61.94 | 74.71 | 95.41 | 116.69 |
| 财务费用 | 8.48 | 5.18 | 7.00 | 9.23 | 11.67 |
| 资产减值损失 | 3.24 | 21.98 | 9.34 | 6.16 | 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 | 7.86 | 20.35 | 182.00 | 0.00 | 0.00 |
| 汇兑净收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 四、营业利润 | 61.70 | 84.21 | 275.90 | 135.68 | 200.02 |
| 加：营业外收入 | 0.85 | 5.88 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 减：营业外支出 | 6.69 | 2.17 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 五、利润总额 | 55.86 | 87.93 | 275.90 | 135.68 | 200.02 |
| 减：所得税 | 8.70 | 15.79 | 68.98 | 24.42 | 36.00 |
| 加：未确认的投资损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 六、净利润 | 47.15 | 72.13 | 206.93 | 111.26 | 164.02 |
| 减：少数股东损益 | -0.00 | 0.00 | -0.00 | -0.00 | -0.00 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 47.15 | 72.13 | 206.93 | 111.26 | 164.02 |
| 七、摊薄每股收益（元） | 0.23 | 0.36 | 1.02 | 0.55 | 0.81 |

资料来源：Wind，上海证券研究所

附表2 公司未来三年分业务收入、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 |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| 中药及保健品 | 252.29 | 302.75 | 369.30 | 457.82 |
| 古汉养生精 | 250.27 | 300.32 | 366.40 | 454.33 |
| 其他 | 2.02 | 2.42 | 2.91 | 3.49 |
| 西药类 | 91.20 | 164.16 | 246.24 | 320.11 |
| 合计 | 343.49 | 466.91 | 615.54 | 777.93 |
| 分业务主营成本测算 (百万元) | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
| 中药及保健品 | 79.69 | 91.43 | 107.85 | 129.13 |
| 古汉养生精 | 78.59 | 90.10 | 106.25 | 127.21 |
| 其他 | 1.10 | 1.33 | 1.60 | 1.92 |
| 西药类 | 70.56 | 123.12 | 172.37 | 208.07 |
| 合计 | 150.25 | 214.55 | 280.22 | 337.21 |

| 分业务增速 | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|--------|--------|--------|--------|--------|
| 中药及保健品 | 17.95% | 20.00% | 21.98% | 23.97% |
| 古汉养生精 | 18.14% | 20.00% | 22.00% | 24.00% |
| 其他 | -1.46% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| 西药类 | -6.67% | 80.00% | 50.00% | 30.00% |
| 毛利率 | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
| 中药及保健品 | 68.41% | 69.80% | 70.80% | 71.79% |
| 古汉养生精 | 68.60% | 70.00% | 71.00% | 72.00% |
| 其他 | 45.54% | 45.00% | 45.00% | 45.00% |
| 西药类 | 22.63% | 25.00% | 30.00% | 35.00% |

资料来源: Wind, 上海证券研究所

附表 3 紫光古汉历年财务指标

| 指标名称 | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年 | 2011 年 |
|-----------------|--------|---------|--------|--------|
| 销售毛利率(%) | 51.01 | 52.20 | 57.09 | 56.26 |
| EBIT/主营业务收入(%) | 16.65 | -24.51 | 20.44 | 27.08 |
| 销售净利率(%) | 7.02 | -32.17 | 15.13 | 21.00 |
| 净资产收益率(全面摊薄)(%) | 5.30 | -32.05 | 18.49 | 22.91 |
| 流动比率 | 1.09 | 0.75 | 0.82 | 0.92 |
| 速动比率 | 0.78 | 0.52 | 0.52 | 0.57 |
| 资产负债率(%) | 45.59 | 55.22 | 50.96 | 41.77 |
| 存货周转率 | 1.75 | 1.87 | 1.79 | 1.73 |
| 应收账款周转率 | 2.03 | 3.15 | 5.92 | 8.59 |
| 总资产周转率 | 0.42 | 0.50 | 0.57 | 0.59 |
| 净利润同比增长率(%) | -19.05 | -630.85 | 153.68 | 52.98 |
| 每股收益(全面摊薄) | 0.08 | -0.43 | 0.23 | 0.36 |
| 每股经营性现金流量 | 0.17 | 0.17 | 0.42 | 0.15 |
| 每股未分配利润 | -0.10 | -0.54 | -0.30 | 0.05 |
| 每股资本公积金 | 0.56 | 0.57 | 0.57 | 0.57 |

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$ |
| 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。

免责条款

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条款具有修改权和最终解释权。