

# 公司治理改善，优化资源配置提升公司价值

核心观点：

## 1. 事件

近期我们对天目药业进行了跟踪。

## 2. 我们的分析与判断

### (一) 1993年主板上市中药公司，批文资源丰富

公司拥有各类药品批准文号 127 个，其中列入医保目录品种 79 个，国家一类生物新药 1 个，国家中药保护品种 7 个。主导产品有珍珠明目滴眼液、铁皮石斛软胶囊、河车大造胶囊、妇乐颗粒等。

### (二) 营销改革盘活存量批文资源

主导产品中珍珠明目滴眼液主要用于视力疲劳及慢性结膜炎，公司与苏州天龙形成寡头垄断态势；随着电子产品的普及，用眼疲劳人群呈现上升态势，眼药水的市场规模逐步扩大。

河车大造胶囊是公司的独家品种，用于肿瘤化疗辅助治疗及肺肾虚，目前进入北京、安徽、广东、上海四省市医保乙类报销目录。

妇乐颗粒是公司另一潜力品种，用于妇科炎症的治疗，是优质优价产品。前些年由于价格管理策略的失误影响了产品的销售。通过理顺产品价格，妇乐颗粒销售有望重拾升势。

### (三) 铁皮石斛：中药瑰宝，天目山独享地理标志产品保护

铁皮石斛具有调节免疫等多项实用功效，天目生物技术公司是铁皮石斛种植与产品开发业务平台，未来有望成为公司业绩新的增长极。

### (四) 公司治理逐步改善，优化资源配置提升公司价值

新大股东入主后，大股东对上市公司资金占用问题得到了根本改善。通过对公司资源进行优化组合，以及并购业内优势医药资源，公司竞争实力有望得到快速提升。

### (五) 坏账剥离，业绩迎来改善曙光

2012 年公司计提了 4428 万资产减值损失，上年同期金额为 560 万元。坏账剥离后，未来公司利润有望得到明显改善。

## 3. 投资建议

我们预计公司 2013/14 年 EPS 分别为 0.04/0.12 元。中性评级。

**天目药业 (600671.SH)**

**中性** 首次评级

**分析师**

黄国珍

■：021-20252609

✉：huangguozhen@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130513030001

特此鸣谢

郭思捷 010-83574110

(guosijie@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

**市场数据** **时间 2013.08.13**

A股收盘价(元)	13.91
A股一年内最高价(元)	14.73
A股一年内最低价(元)	7.10
上证指数	2106.16
市净率	20.67
总股本(万股)	12177.89
实际流通 A股(万股)	12172.05
限售的流通 A股(万股)	5.84
流通 A股市值(亿元)	16.93

### 相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

### 相关研究

## 一、民营控股、历史悠久的中药企业

### (一) 1993年主板上市，历史悠久

天目药业的历史可以追溯至成立于 1958 年的杭州天目山药厂，至今已经 55 年历史了。公司 1993 年在上交所主板上市，是杭州第一家上市公司，也是全国第一家中药制剂上市公司。

公司主要从事中成药、生物制药、保健食品、医疗器械、医药商业等产业，业务平台包括杭州天目山制药、黄山天目药业、黄山天目薄荷药业、浙江天目生物技术公司、以及天目医药公司等子公司。

### (二) 批文资源丰富，立足中药，业务囊括生物药、医药商业等板块

公司拥有各类药品批准文号 127 个，其中列入医保目录品种 79 个，国家一类生物新药 1 个，国家中药保护品种 7 个。产品剂型囊括膏、丹、丸、散等传统剂型，及针、片、胶囊、冻干粉针等现代剂型。主导产品有珍珠明目滴眼液、铁皮石斛软胶囊、河车大造胶囊、妇乐颗粒、复方鲜竹沥液、百合固金口服液、六味地黄口服液等，出口产品有薄荷素油、薄荷脑等。其中妇乐颗粒、河车大造胶囊等为全国独家品种。

杭州天目山制药是天目药业全资子公司，拥有珍珠明目滴眼液、妇乐颗粒、复方鲜竹沥、心无忧等主导产品。改组后，杭州天目药业的产品转移至母公司。

黄山天目药业公司地处安徽黄山，1997 年合资组建，2007 年完成二次改制，目前是天目药业全资子公司。黄山天目药业主营业务包括中西药生产及研制，拥有河车大造胶囊、安眠补脑颗粒、筋骨草胶囊等多个全国独家品种。2012 年黄山天目药业主营业务收入规模 2646.85 万元，主营业务利润 1526.63 万元，净利润 2.14 万元。

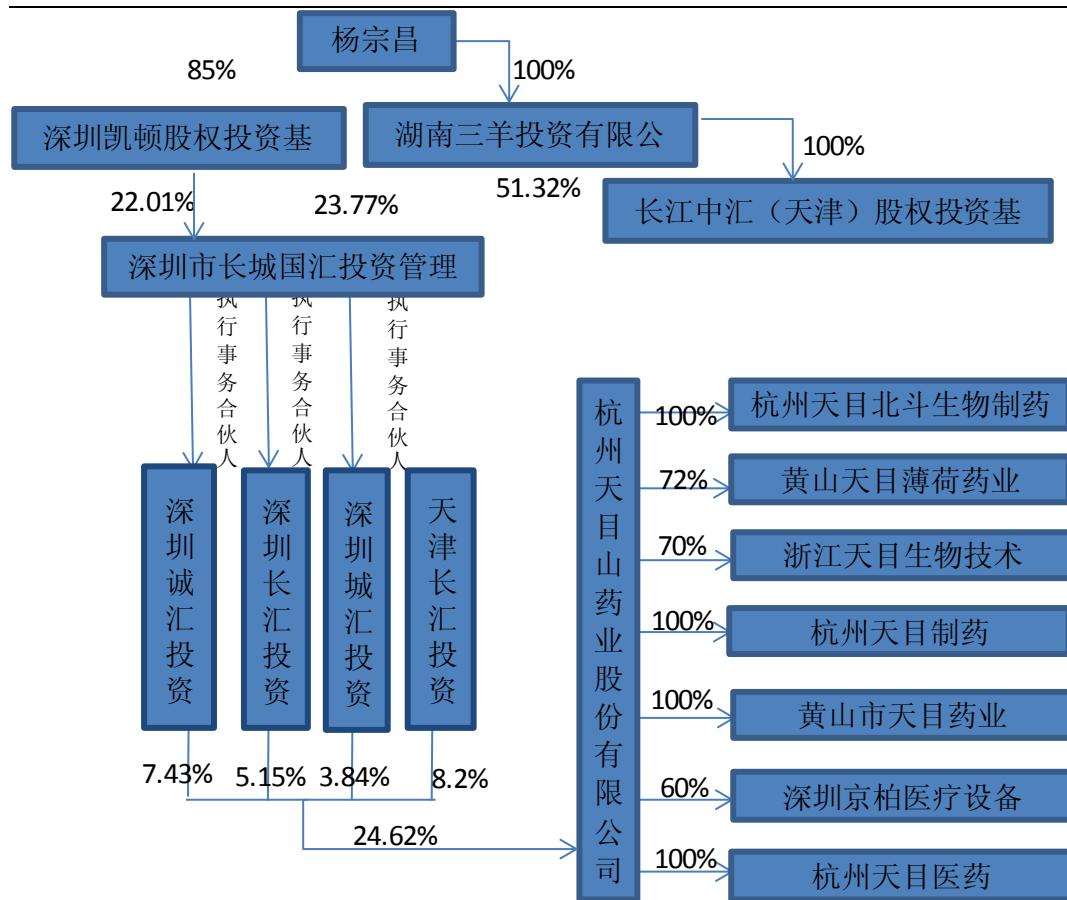
黄山天目薄荷药业有限公司成立于 2005 年底，公司股权比例 72%。该公司专业生产薄荷脑、薄荷素油，目前年产薄荷脑 800 吨，薄荷素油 500 吨。薄荷脑、薄荷素油广泛应用于医药卫生、日用化工、糖果食品等行业，并且出口至欧美及东南亚等国家和地区。黄山天目薄荷药业 2012 年主营业务收入 1.2 亿元，主营业务利润 1519.65 万元，净利润 159.77 万元，是公司主要的利润贡献板块。

杭州天目医药有限公司是公司的商业平台。目前主要从事中成药、化药的商业批发业务。

### (三) 民营控股公司

目前公司的第一大股东是深圳长城国汇投资管理有限公司控制的深圳诚汇、深圳长汇、深圳城汇，以及一致行动人天津长汇合并计算，持股比例 24.63%。公司实际控制人是杨宗昌先生，胡新笠先生任公司董事长。原第一大股东杭州现代联合投资公司目前仍为公司第二大股东，持股比例 12.10%。公司现任第一大股东—长城国汇投资管理有限公司是一家并购型基金。

图：天目药业股权结构及业务板块



资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

## 二、文号丰富，营销改革盘活存量批文资源

目前公司拥有各类药品批准文号 127 个，其中国家一类生物新药 1 个，并且拥有珍珠明目滴眼液、河车大造胶囊、妇乐颗粒、复方鲜竹沥、心无忧片等独家品种。过去，由于公司治理原因，公司现有的批文资源利用率极低，产销脱节，管理不善，若干有一定销售潜力的品种仅仅维持自然销售，公司年销售额多年来都未突破 2 亿元。

随着新大股东的入主，大股东对公司资金占用得到了根本扭转，同时通过对公司的管理优化、战略调整，公司现有的存量批文资源有望得到盘活，销售潜力将逐步兑现。

### (一) 珍珠明目滴眼液：苏州天龙与天目寡头竞争，市场容量呈扩大态势

珍珠滴眼液是医保甲类品种，属于非处方药，主要成分包括珍珠液、冰片。珍珠明目滴眼液主要用于视力疲劳症及慢性结膜炎。

苏州天龙与公司寡头竞争。目前市场上，该产品的主要竞争厂商为苏州天龙与公司，两家市场份额相差不大，其余厂商销售规模很小。

**眼药水市场容量呈扩大态势。**随着国内用眼人群的快速递增，包括青少年、白领、司机等人群都相继成为了“眼药”一族，而电脑的不断普及更促使着眼科用药市场的快速发展，目前全国光视疲劳人群就有 1.5 亿之多，市场规模呈现持续扩大态势。

我国高发病率的眼科疾病主要是近视、沙眼、结膜炎、角膜炎、白内障等，眼科药物使用率已经达到 28%，视疲劳人数达 1.5 亿之多。过去三年，我国眼科疾病两周发病率为 1.7% 左右，每半个月，全国求医的眼疾患者就有近 200 万人次。这无疑给眼药水销售带来巨大的市场空间。而伴随着视疲劳人数的剧增，有数据显示，目前，在十多类眼科用药中，眼药水销量超过整个眼科用药市场的 60%，占大半壁江山。

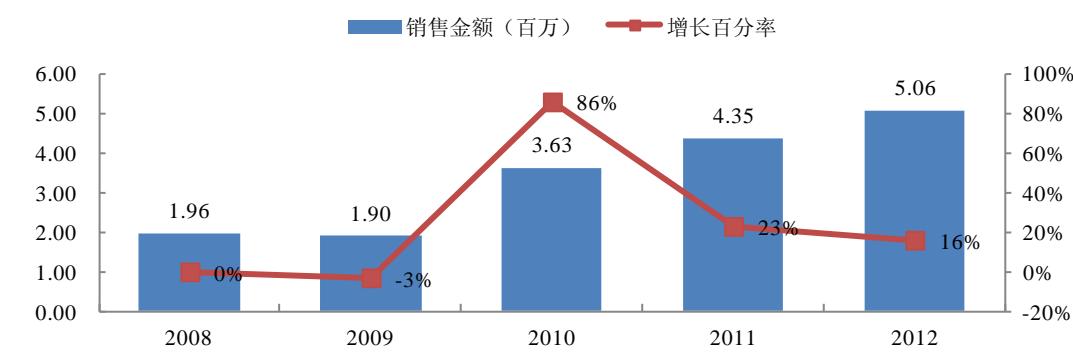
**表：珍珠明目滴眼液市场寡头竞争**

公司名称	2008	2009	2010	2011	2012
北海国发海洋生物			0.52%	3.56%	3.00%
海南视力健医药保健品			0.01%	0.00%	
湖北瑞珠制药		0.04%		0.02%	
苏州天龙制药	0.24%	4.79%	40.02%	43.12%	46.92%
湖北潜江制药	0.26%	0.37%	0.13%	0.17%	0.26%
苏州珍珠实验	0.28%	0.22%			
北海珍珠海洋生物制药		0.48%	0.66%	0.88%	0.82%
武汉五景药业	4.89%	6.93%	2.97%	2.21%	3.74%
桂林集琦药业	14.90%	4.74%	0.17%		
苏州太湖美药业	19.30%	21.35%	7.47%	3.93%	3.11%
杭州天目山药业	60.14%	61.08%	48.04%	46.10%	42.15%

资料来源：南方所 中国银河证券研究部

由于 OTC 数据的可及性，我们用南方所样本医院销售数据做一参考。可以看出，2010 年以来，珍珠明目滴眼液销售金额保持两位数以上的增速稳定增长。

**图：样本医院珍珠明目滴眼液销售收入及增速**



资料来源：南方所 中国银河证券研究部

## (二) 河车大造胶囊：独家品种，肿瘤化疗增效减毒剂等多种用途

河车大造胶囊是黄山天目药业公司产品，国家中药保护品种，也是全国独家品种。该品种属于OTC、处方双跨品种，目前进入北京、安徽、广东、上海四省市医保乙类报销目录。

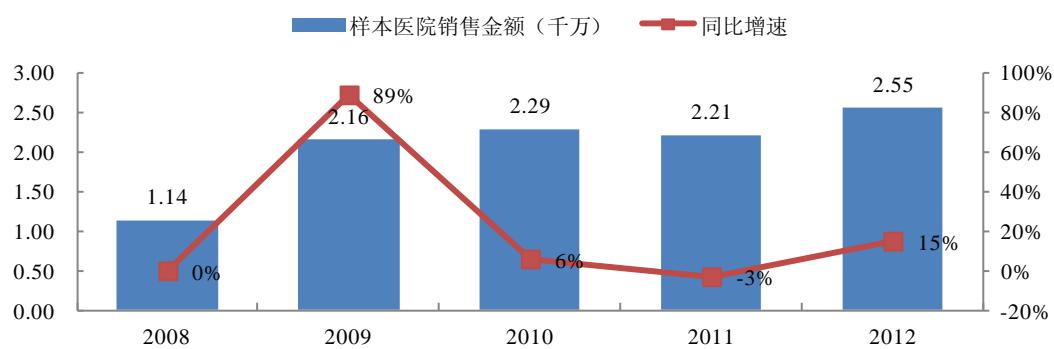
河车大造胶囊由紫河车（人体胎盘）、熟地黄、龟甲、天冬、麦冬、杜仲等多味中药材研制，主要用于肺肾两亏所致的虚劳咳嗽，潮热骨蒸，盗汗，腰膝酸软。

表：壮腰健肾类药品竞争格局（中成药）

药品名称	2008	2009	2010	2011	2012
还少胶囊		3.04%			
补肾益脑丸	2.79%		3.43%	3.98%	
六味地黄丸	13.27%	8.96%	5.79%	4.04%	3.05%
右归胶囊		2.56%	3.06%		3.17%
河车大造胶囊	4.36%	6.51%	5.43	3.72%	3.27%
肾炎康复片	4.91%	4.57%	4.56%	4.00%	3.74%
复方玄驹胶囊	5.21%	5.84%	7.32%	5.45%	4.58%
苁蓉益肾颗粒	3.57%	5.17%	5.29%	5.76%	5.26%
黄葵胶囊	9.04%	10.03%	9.70%	8.76%	6.87%
海昆肾喜胶囊	4.67%	7.88%	7.91%	10.85%	9.59%
尿毒清颗粒	10.23%	10.52%	11.64%	11.03%	10.71%
肾康注射液	4.12%			8.53%	15.21%
其它	37.84%	34.93%	35.68%	33.87%	34.55%

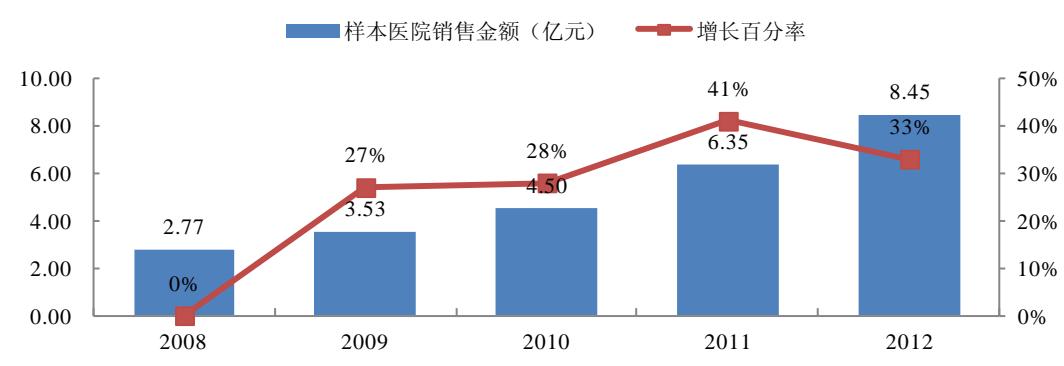
资料来源：南方所 中国银河证券研究部

图：样本医院河车大造胶囊销售额及增速



资料来源：南方所 中国银河证券研究部

图：样本医院壮腰健肾类药物销售收入及增速



资料来源：南方所 中国银河证券研究部

### (三) 妇乐颗粒：价格理顺后，销售有望重拾升势

妇乐颗粒是母公司主导产品，主要用于女性盆腔炎、附件炎、子宫内膜炎等引起的带下、腹痛等症状治疗。妇乐颗粒国家医保乙类产品，公司产品为优质优价品种。

**价格理顺后，销售有望重拾升势。**妇乐颗粒由忍冬藤、大黄（制）、大血藤、大青叶等中药材研制而成，对于妇科炎症疗效确切，在江浙一带临床享有一定声誉。但是由于之前的营销策略问题，没有做好产品的价格维护，进而对产品销售造成了负面影响。我们预计公司理顺产品价格后，销售有望重拾升势。

表：妇乐颗粒最高零售限价表

药品名称	剂型	规格	单位	最高零售价	生产企业
妇乐颗粒	颗粒剂	6g (无糖)	袋	1.2	(*为代表品)
妇乐颗粒	颗粒剂	6g (无糖)	袋	1.7	杭州天目山药业股份有限公司 (*为代表品)
妇乐颗粒	颗粒剂	6g × 12 袋 (无糖)	盒(瓶)	15.1	江苏康缘药业股份有限公司 (*为代表品)
妇乐颗粒 (胶囊)	NULL	NULL	NULL		
妇乐颗粒 (冲剂)	颗粒剂	6g (无糖)	袋	2.1	杭州天目山
妇乐颗粒 (冲剂)	颗粒剂	6g (无糖)	袋	1.2	
妇乐胶囊	胶囊	0.5g × 12 粒	盒(瓶)	5.7	(△为临时价格)

资料来源：南方所 中国银河证券研究部

环境污染、压力等外界因素变化带动妇科炎症类疾病发病率居高不下。环境污染、竞争压力、工作节奏加快、生活方式改变等诸多因素，导致我国女性的妇科疾病谱发生很大改变，卵巢癌、子宫内膜异位、慢性盆腔炎、卵巢早衰等妇科疾病发病率明显上升，并呈年轻化趋势，成为威胁我国女性身体健康的“杀手”。南方医药经济研究所根据局部地区的流行病学调查结果推算，我国已婚妇女的妇科病患病率为 46.10%，其中，农村妇女的妇科炎症患病率达 48.85%，高于城市 41.26% 的患病率。

### (四) 营销改革有望盘活存量批文资源

新股东长城国汇入主后，着力于公司的营销改革。通过科学决策逐步完善和改组公司销售队伍，理顺产品价格，落实对销售人员的激励制度，通过筛选 2~3 个重点独家品种作为突破

口，重建公司品牌。由于公司产品批文众多，品牌建立后通过范围经济效应，可以盘活剩余的批文资源，从而进入良性发展阶段。

### 三、铁皮石斛：中药瑰宝，天目山独享地理标志产品保护

#### （一）铁皮石斛具有免疫调节等多项实用功效

铁皮石斛，为兰科多年生附生草本植物。生于海拔达1600米的山地半阴湿的岩石上，喜温暖湿润气候和半阴半阳的环境，不耐寒。石斛可分为黄草、金钗、马鞭等数十种，铁皮石斛为石斛之极品，它因表皮呈铁绿色而得名。铁皮石斛的嫩茎还可以进行特殊加工，扭成螺旋状或弹簧状，晒干，商品称为耳环石斛，又名枫斗。

历代药学经典对铁皮石斛的药效记载有：《本草纲目》将铁皮石斛列为药用，《神农本草经》将其列为上品，指出铁皮石斛具有生津、止渴、镇痛、消除水肿之功效，主治热病阴虚、目暗、胃弱、声音嘶哑等疾病，对声带疲劳、声音嘶哑，恢复其美音有特殊疗效。成书于一千多年前的道家典籍《道藏》将铁皮石斛、天山雪莲、三两重人参、百二十年首乌、花甲之茯苓、深山灵芝、海底珍珠、冬虫夏草等被列为中华九大仙草。清代名医赵怒轩《本草纲目拾遗》赞铁皮石斛“滋阴补益珍品”。

国内外学者对铁皮石斛化学成分进行了大量的研究，发现铁皮石斛化学成分多样。现代医学研究表明，铁皮石斛具有抗衰老、抗肿瘤、降低血糖和提高免疫等作用。因此，铁皮石斛作为保健食品具有其独特的优势。

#### （二）天目山铁皮石斛独享地理标志产品保护

铁皮石斛分布于中国安徽西南部的大别山区；浙江东部的鄞县、天台、仙居；福建西部的宁化；广西西北部的天峨；四川；云南东南部的石屏、文山、麻栗坡、西畴。不同产区的铁皮石斛在化学成分上有所差别，国家质检总局科技司地理标志处及中国农业大学、浙江省中药研究所、北京市药品检验所等单位的专家经认证后批准对天目山铁皮石斛实施地理标志产品保护。

地理标志是指识别某一产品来源于某一地区或地方的标志，该产品的特定质量、声誉或其他特征主要归因于其地理来源。现代科学研究表明“地道”与“不地道”差别很大，其品质、有效成份含量、功效等方面均有明显差异。地道药材的品质、质量均优于一般同名药材。因此，在中成药和保健品的配伍上，非常讲究是否采用地道药材。这也是衡量其内在品质优劣的一个重要标准。

#### （三）铁皮石斛作为保健品及药用开发潜力较大

由于管理上的原因，公司铁皮石斛的潜力远未得到挖掘。随着新的大股东入主已经公司内部营销改革的全面推进，历史悠久具有极大保健品及药用价值开发的铁皮石斛焕发出新的生命，并有望在未来成为公司业绩重要的增长极。

公司铁皮石斛种植与成品生产平台是天目生物技术有限公司。天目生物技术公司致力于珍

惜药用植物的快繁、栽培和产品开发工作。2003 年成功开发出铁皮石斛颗粒、铁皮石斛软胶囊等保健食品。目前公司已完成以临安为中心，辐射青山、横坂、泮山等地 500 亩铁皮石斛示范基地建设，栽培面积 300 亩，并拥有 3000 多平米的组培生产车间。

铁皮石斛的生长周期非常长，自然繁殖不可能达到工厂化生产的需要，利用组培技术，可以用一颗铁皮石斛种子培育出成千上万甚至更多的铁皮石斛幼苗，然后进行种植。这使得铁皮石斛能够大量的繁育，达到规模生产的要求。从 1984 年起，天目药业就开始了对野生铁皮石斛转化为人工养殖的研究，并且积累了宝贵经验。基地管理上采用了 GAP 管理规范，未来将扩大种植面积，满足公司铁皮石斛产品开发的产品采购需求。

## 四、公司治理逐步改善，优化资源组合提升公司价值

过去由于大股东对上市公司资金占用，公司发展出现了严重的困难与滞后。新股东入主后，通过掌握公司的控股权，将逐步对公司资源进行优化组合，并有望通过注入和并购业内优势医药资源进一步提升上市公司竞争实力。

### （一）前任大股东资金占用曾给公司造成沉重负担

自 1993 年公司上市至今，公司股权历经数次更迭。股权变动的频繁，以及前任大股东对上市公司资金占用让公司在若干发展的关键环节受到了严重干扰，与业内领先中药企业的逐步扩大。

公司最早是国有控股公司，之后杭州现代联合投资有限公司成为公司第一大股东。2012 年深圳长城国汇投资管理有限公司通过在二级市场举牌成为公司现任第一大股东。杭州现代联合投资有限公司隶属于杭州现代联合集团，后者是一家以商业地产为主营的民营企业。由于前任大股东现代联合公司发展方向与天目药业相差较远，作为上市公司第一大股东，没有将精力放在支持上市公司良性发展而是不断的通过资金占用，关联交易等掏空上市公司，给上市公司的正常经营和发展造成了严重干扰。

### （二）深圳长城国汇入主后公司治理显著改善

通过在二级市场举牌以及受让原大股东因债务纠纷强制执行的部分股份，深圳长城国汇投资管理合伙企业成为公司现任第一大股东，杨宗昌是公司实际控制人。

我们预计长城国汇将通过一系列的改制改组以及管理优化（包括营销改革，严格公司内控系统，引入业内销售精英等）、降低负债等手段增强上市公司竞争实力，挖潜企业价值。

## 五、坏账剥离轻装上阵，业绩迎来改善曙光

由于对销售的风险管理不到位，公司过去销售形成了诸多坏账。2012 年公司计提了 4428 万资产减值损失，上年同期金额为 560 万元。2013 年由于大部分坏账已经计提，公司利润将得到明显改善。

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

**黄国珍，行业证券分析师。**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，本人承诺，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 覆盖股票范围：

恩华药业、人福医药、康恩贝、丽珠集团、华东医药。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址： [www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

深广地区：詹 璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)