

2013 年 11 月 26 日

证券研究报告·公司研究·医药生物

华神集团（000790）调研报告

增持（首次）

当前价：9.19 元



聚焦医药主业，整体毛利率逐渐提升

投资要点

- **事件：**日前，与华神集团董秘就公司业务和未来发展情况进行了交流。
- **公司未来战略以医药为主、钢构件业务保持平稳发展。**公司目前的主要利润为医药板块贡献，钢构件板块对营业收入贡献略低于医药板块，在集团的未来五年规划中，是以医药为主，保持钢构件业务平稳增长的战略，整体利润将维持上涨状态。
- **利卡汀推广受限于医院软硬件建设。**因为该药物属于放射性元素与生物制品相结合，首先需要医院有使用同位素药物的资质，硬件防护措施能够完全跟上，其次还需要医务人员能够接受使用该药物，所以说这一推广过程还是比较缓慢，前期符合条件的医院可能已经大部分覆盖，后期可能随着医院设施的建设利卡汀销量会逐渐上升。
- **鼻炎产品线市场空间较大。**鼻渊舒口服液及胶囊剂型目前已经在鼻炎、鼻窦炎治疗的临床一线用药在同类产品中有较高知名度，患者一个疗程需要支付的药品费用大概 20 元左右，负担较小。由于公司目前的销售局面不断扩展，未来该产品在基层市场的增长空间依然存在。储备新药五龙颗粒主要治疗过敏性鼻炎，将进一步增加公司在鼻炎治疗领域的产品厚度，巩固市场地位。
- **三七通舒胶囊毛利将有所上升。**三七通舒胶囊目前处于快速增长阶段，如果进一步挖掘三七相关保健品的功能，未来的市场空间仍有增长的可能。近期三七价格出现下降对于企业来说是一件好事，这将有利于成本的降低，但是下降速度预计不会太快。
- **估值与评级：**我们预计公司在 2013~2015 年 EPS 分别为 0.12 元、0.16 元、0.21 元，对应的市盈率分别为 76 倍、57 倍、43 倍。主要考虑到公司未来战略发展以医药为主，整体毛利率将有所上升，但由于 2013 年营业外收入大幅减少和去年基数高等因素影响，导致其归属母公司净利润增速低于营业收入增速。同时考虑到五龙颗粒及小放射剂量利卡汀的上市还需要一定时间，故而华神集团在短期内业绩爆发的概率较小，首次给予其增持评级。
- **风险提示：**（1）五龙颗粒、小放射剂量利卡汀上市进展或低于预期的风险；（2）原材料价格波动的风险。

指标年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入（百万元）	580.53	696.64	766.30	842.93
增长率	5.26%	20%	10%	10%
归属母公司净利润（百万元）	33.67	47.12	61.28	79.66
增长率	61.56%	40%	30%	30%
每股收益 EPS（元）	0.10	0.12	0.16	0.21
销售毛利率	37.7%	35%	40%	50%
PE	90.80	75.67	56.75	43.24

数据来源：西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱国广

执业证号：S1250513070001

电话：023-63812537

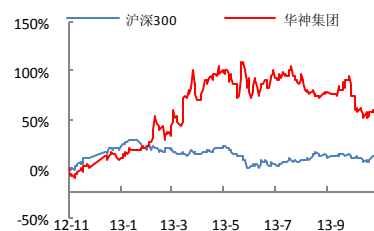
邮箱：zhugg@swsc.com.cn

研究助理：何治力

电话：023-67898264

邮箱：hzi@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：西南证券

基础数据

总股本(亿股)	3.85
流通 A 股(亿股)	3.8
52 周内股价区间(元)	5.14-12.89
总市值(亿元)	35.37
总资产(亿元)	9.53
每股净资产(元)	1.45

相关研究

一、公司战略发展以医药业务为主

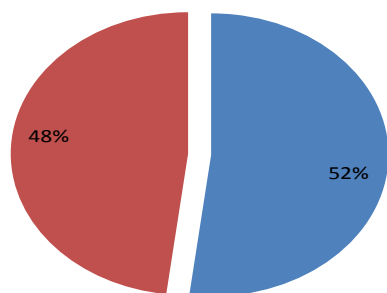
华神集团（000790）位于成都，是一家集生物制药、中西成药、现代钢构为主营业务的高科技公司。前三季度，公司的中西成药及建筑钢结构产业销售收入稳步增长；与此同时，生物制药产业销售局面也在不断拓展。

（一）主营业务构成及盈利情况

公司当前的主营业务收入主要来自两部分，分别为医药板块和钢构件板块。从 2013 年半年报公布的数据看，医药、钢构件板块的业务收入分别为 1.48 亿、1.37 亿元，几乎为各占一半。其中医药板块贡献的利润较多，毛利率约为 57.29%；而钢构件板块的毛利率约为 13.19%，只占公司整体毛利润的 18%。

图 1：2013 年上半年主营业务收入情况

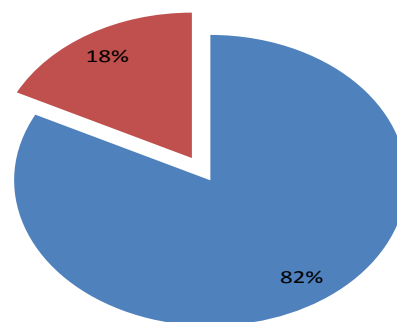
■ 医药板块 ■ 钢构件板块



数据来源：2013 半年报，西南证券

图 2：2013 年上半年主营业务毛利情况

■ 医药板块 ■ 钢构件板块

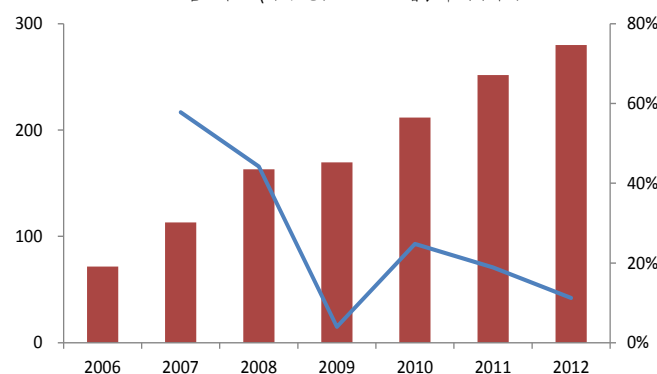


数据来源：2013 半年报，西南证券

医药板块增速较为明显，六年间复合增长率为 25.48%，2011、2012 年增速略有下降，但仍保持在 10% 以上，2013 年增速预计在 18-20%。钢构件板块的收入复合增长率为 12.02%，其收入近三年几乎没有增长，2013 年订单数量较多，我们预计其全年增长率为 20% 左右。

图 3：医药板块营业收入及增速

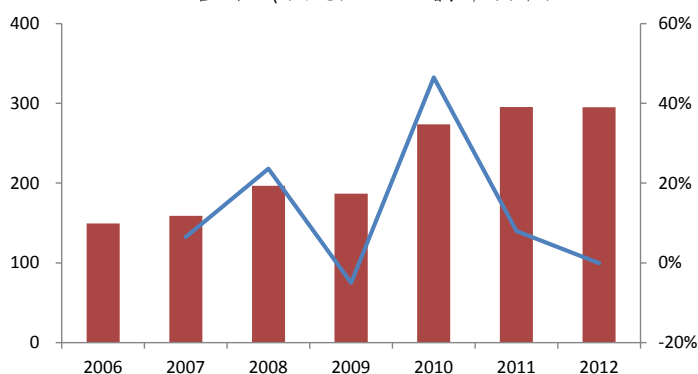
■ 营业收入(百万元) ■ 增长率(右轴)



数据来源：年报，西南证券

图 4：钢构件板块营业收入及增速

■ 营业收入(百万元) ■ 增长率(右轴)



数据来源：年报，西南证券

公司目前的主要利润由医药板块贡献，而钢结构板块对营业收入贡献较多，在集团的未来五年规划中，将实行“以医药为主，保持钢构件业务平稳增长”的战略，我们预计未来几年中公司的整体利润将维持上涨状态。

（二）药品销售策略

公司在销售方面主要采用的是学术推广，注重“从打牢根基做起”。所有产品主要采用直销模式，代理商方式可能是部分产品在部分时段所采用，不是销售模式的常态，未来的市场推广将以自营为主。其市场主要是以三甲医院为主，未来将逐渐向县级及县级以下医院推广渗透。

药业公司及集团制药厂采取以自营推广销售为主，营销业务外包为辅的销售模式，目前，已初步建立起全国性药品销售网络，覆盖国内大部分省会城市和主要的二线城市，并与上述地区主要医院建立了良好的合作关系。商业渠道合作方面，与各地医院主流配送龙头药品经营企业、各地主要流通渠道商均搭建了良好合作关系。

二、主要医药产品增速较为稳定

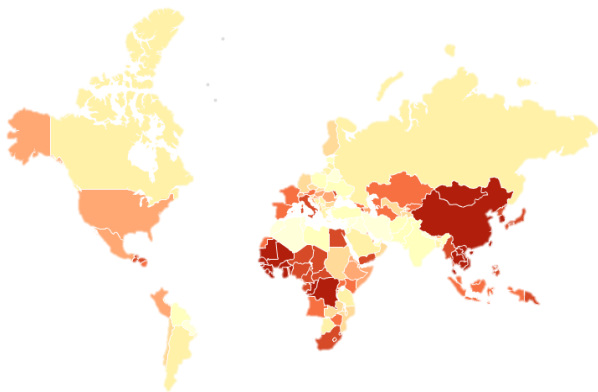
公司在销的主要医药产品包括：国家一类新药“利卡汀”碘[131]美妥昔单抗注射液、“观欣”氧化低密度脂蛋白酶联免疫检测试剂盒、三七通舒胶囊、鼻渊舒口服液、活力苏口服液等。

（一）利卡汀的销售受限于医院软硬件设施

原发性肝癌是我国常见恶性肿瘤，中国的患者约占全球病人的 55%，其中男性发病率高于女性发病率约 3 倍左右。肝癌的死亡率也较高，2004-2005 年间死亡率达到 26.06/100000，农村地区死亡率高于城镇。

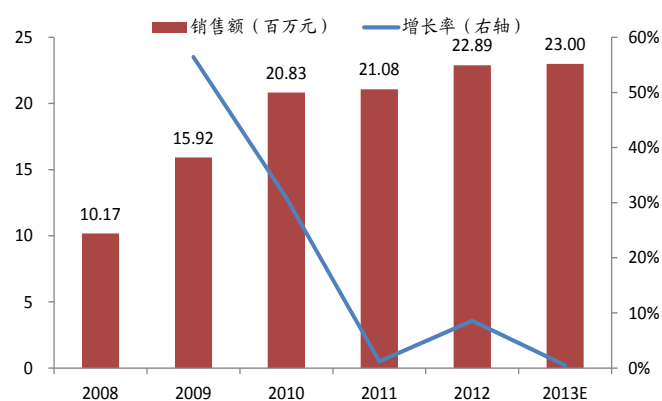
近年来，在治疗原发性肝癌研究方面，介入治疗已成为一种重要手段。国家一类新药“利卡汀”碘[131]美妥昔单抗注射液，是一种单抗导向同位素药物，由于其具有特异性靶向作用，可将放射性核素碘[131]有选择性地带入肝癌组织，通过释放高能β射线有效地电离杀伤癌细胞。

图 5：世界肝癌发病地区分布



数据来源：Section of Cancer Information, 西南证券

图 6：利卡汀历年销售（百万元）



数据来源：公开信息，西南证券

根据利卡汀的四期临床数据，利卡汀对于原发性肝癌的治愈效果较好，6个月及12个月生存率分别为87.79%和74.97%。但从历年的销售数据上来看，表现略低于预期。该药品于2007年下半年上市，2008-2010年间翻倍增长，销售额达到了2083万元。但是从2010-2012年，其增长速度较慢，只在10%左右。我们预测利卡汀全年的销售量应该与2012年持平，单药品的收入应该在2300万元左右。

利卡汀药物的几大特点是：治疗费用贵、有效时间短以及对医院软硬件设施要求较高。

- 市场上单只利卡汀的价格为28800元，加上医院的其他收费，注射一支的总费用在4-5万；
- 该药物的使用是要求在72小时以内，过期则作报废处理，不能使用；
- 需要医院有使用特殊药品的资质，特别是要有放射性、生物制品等使用资质。

当前利卡汀的销售推广主要集中在二、三线城市三甲医院，由于其治愈率较高，由于该药靶向性明确，主要聚集于肝脏肿瘤组织。在保证肿瘤内照射的同时，对正常组织的损伤较小。利卡汀联合TACE（肝动脉化疗栓塞术），可提高TACE的疗效，延长患者生存时间，抑制复发转移，延长疾病进展时间。故该药可作为原发性肝癌综合治疗的新方法，有望在全国进一步推广。

公司的《利卡汀降低肝癌切除术及消融术后复发IV期临床研究》项目获得国家“重大新药创制”科技重大专项“十二五”计划支持（项目编号：2012ZX09104305），现已通过复旦大学附属中山医院医学伦理委员会审查，并正式启动，该临床研究项目的预计结题时间为2015年底。小放射剂量的利卡汀可以用于手术过后的微小病灶，消灭术后残癌及微小病灶，降低常规方法治疗后的复发转移，延长疾病进展时间，提高患者生存期和生存质量。

当前制约利卡汀放量销售的还是医院的软硬设施，因为该药物属于放射性元素与生物制品相结合，首先需要医院有使用药物的资质，硬件防护措施能够完全跟上，其次还需要医务人员能够接受使用该药物，所以说这一推广过程还是比较缓慢，前期符合条件的医院可能已经大部分覆盖，后期可能随着医院设施的建设利卡汀销量会逐渐上升。

（二）鼻炎治疗领域将全面覆盖

鼻炎即鼻腔炎性疾病，是病毒、细菌、变应原、各种理化因子以及某些全身性疾病引起的鼻腔黏膜的炎症。由于当前环境污染，鼻炎患者的人群仍在增大，目前保守估计全球鼻炎患者已超过5亿人。主要分为慢性鼻炎和过敏性鼻炎两大类。

1、鼻渊舒主攻鼻炎、鼻窦炎

公司目前在销售的鼻炎药品为鼻渊舒口服液及胶囊剂型，其主要用于治疗鼻炎、鼻窦炎，目前已经在鼻炎、鼻窦炎治疗的临床一线用药在同类产品中有较高知名度，是耳鼻喉科临床用药的经典产品。

表 1：鼻渊舒口服液及胶囊剂型招标价格

通用名	规格	中标价	生产企业	省份	日期
鼻渊舒胶囊	0.3g*36	17.04	成都华神集团股份有限公司制药厂	四川	2013-3-11
鼻渊舒口服液	10ml*10	21.14	成都华神集团股份有限公司制药厂	四川	2013-3-11

通用名	规格	中标价	生产企业	省份	日期
鼻渊舒口服液	10ml*6	12.93	成都华神集团股份有限公司制药厂	四川	2013-3-11
鼻渊舒口服液	10ml*10(无糖型)	21.7	成都华神集团股份有限公司制药厂	湖北	2013-1-16
鼻渊舒胶囊	300mg*36	19.63	成都华神集团股份有限公司制药厂	湖北	2013-1-16

数据来源：搜搜医药招标网、西南证券

鼻渊舒口服液及胶囊剂型目前已经进入国家医保目录，目前已经中标了全国部分省份的药品招标，口服液的平均价格在 21.4 元/10*10mL 左右。如按照一次 10ml，一日 3 次（临床推荐：20 天为一疗程，一般 1-2 个疗程，必要时可延长至 3 个疗程）来计算，一个疗程的费用为 128-130 元，按照医保乙类的报销比例，患者一个疗程需要支付的药品费用大概不超过 20 元，负担较小。我们认为：随着公司目前销售局面的不断拓展，未来该产品在基层市场的增长空间依然存在，预计 2013 年销售额在 6000 万元左右。

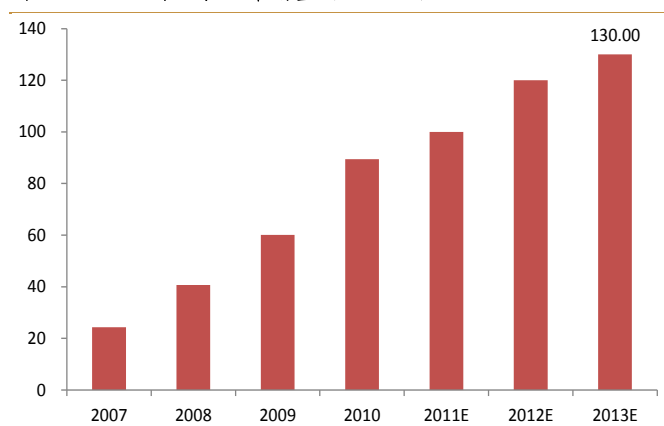
2、储备新药五龙颗粒主要治疗过敏性鼻炎

与此同时，公司还自主研发用于治疗过敏性鼻炎现代中药，即五龙颗粒。目前，该药品顺利完成 III 期临床研究，通过研制现场核查及 10 家临床研究中心临床现场核查，完成生产批件的申报，资料已被 SFDA 受理，等待 SFDA 进行技术审评。随着该药品的上市，将进一步增加公司在鼻炎治疗领域的产品厚度，巩固市场地位。

（三）三七通舒胶囊毛利或进一步提升

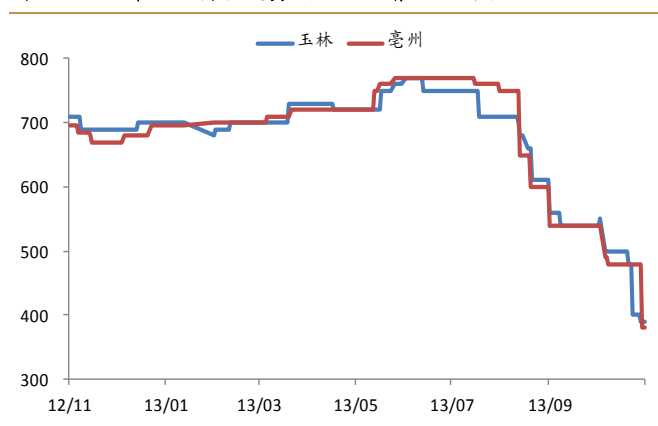
三七通舒胶囊作为第四代三七制剂，具有双向保护作用，是治疗和预防缺血性脑卒中的理想药物。其中含量达到 50% 的人参三醇皂苷 Rg1 具有典型的中药多靶点、多作用途径的特点，具有较强的抗血小板聚集作用，防止动脉血管壁血栓形成，同时，对脑神经细胞有较好地保护作用，能有效改善脑血管循环系统及神经系统的生理状况，是目前临床唯一的脑血管—神经改善剂。

图 7：三七通舒胶囊历年销量（百万元）



数据来源：年报、西南证券

图 8：近一年三七价格走势（120 头春，玉林）



数据来源：中药材价格网、西南证券

2007-2012 年期间是三七通舒胶囊快速增长的时期，其复合增长率为 37.97%。我们认为：由于三七通舒胶囊还有保健功能，未来的市场空间仍有增长的可能，预计三七通舒胶囊 2013 年全年销售将达到 1.3 亿元。

公司目前对于原材料的采购采用的是“小批量多批次采购”的模式，可避免原材料价格波动带来的剧烈影响。近期三七价格出现下降较快，截至 11 月 22 日，三七（云南头春）玉林市场价格为 390 元/公斤，下降约 2.50%、亳州市场价格为 380 元/公斤，较上周下降 20.83%，目前两大中药材市场的三七价格均已跌破 400 元单价大关。这对于企业来说是一件好事，将有利于成本的降低，但是其下降速度可能不会太快。

三、盈利预测与投资建议

我们预计华神集团 2013 年全年的业绩增速比较平稳，具体有如下四个看点：

（1）利卡汀的销售市场主要集中在一、二线城市，由于该药物对医院的软硬件设施较高，故推广较慢，随着后期小放射剂量利卡汀的上市，或将打开新的市场空间。

（2）鼻渊舒口服液是公司目前重点销售品种，再加上目前正在申报生产批件的五龙颗粒，获批将建成整条鼻炎治疗产品线，有望进一步打开市场空间；

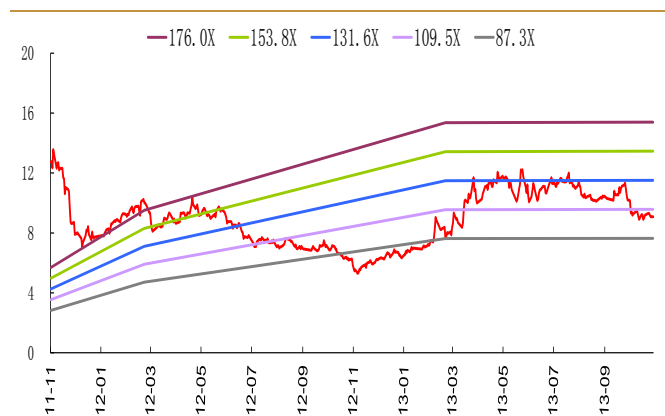
（3）三七通舒胶囊增速稳定，且目前受益于三七原材料降价，毛利将有所提高；

（4）华神集团新的 GMP 认证正在申请，对产能影响不大。

我们预计公司在 2013~2015 年 EPS 分别为 0.12 元、0.16 元、0.21 元，对应的市盈率分别为 76 倍、57 倍、43 倍。由于五龙颗粒及小剂量利卡汀的上市还需要一定时间，故而短期业绩爆发的概率较小，首次给予其增持评级。

风险提示：（1）五龙颗粒、小放射剂量利卡汀上市进展或低于预期的风险；（2）原材料价格波动的风险。

图 9：PE-Band



数据来源：Wind、西南证券

图 10：PB-Band



数据来源：Wind、西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：（023）63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：（010）57631234
邮箱：research@swsc.com.cn