

重点打造现代中药，挖掘现有品种潜力

投资要点

- 事件:**近期我们调研了华神集团,就公司战略发展及业务情况进行了交流。
- 整体战略规划明确,即“积极发展医药,稳步发展钢构”。**公司在2014年业绩增长点预计主要来源仍是医药产业,且以现代中药为主要增长点。公司有望将主要品种三七通舒胶囊打造成10亿的大品种,该品种在2013年的收入已超过2亿,2009年-2013年的复合增长率为36.73%,我们预计2014年将比2013年有更高速的增长,未来或将其做成10亿级别的大品种。
- 提倡营销模式创新,走精细化招商之路。**1)学术推广优势明显。公司以前的管理团队是学者型的,在营销上主要用学术推广,这对处方药的销售是肯定有利的,而且目前也是其销售上的长处;2)提出营销模式创新,注重基层市场。首先是从集团层面成立营销中心,让决策更靠前线。目前公司产品主要是在三级医院销售,和大医院、大专家沟通密切,通过中心城市来辐射周边。近些年在不同的省市有进入基药增补,未来可能将覆盖到二、三级城市;3)销售模式新增精细化招商。自建的销售队伍人数约240人,今年可能会扩大到290人。虽然2013年在基层市场开拓并没有出现立竿见影的效果,但已经取得了零的突破,后期效果应该会慢慢地出来。
- 大力发展现代中药,挖掘三七通舒胶囊的潜力。**三七通舒胶囊是公司目前重点打造和挖潜的品种:1)作用机理明确,不像传统中药那样说不出物质构成、作用机理。目前三七通舒胶囊仍在继续学术研究,其与阿司匹林的效果相近,有望做成植物性的阿司匹林;2)扩大产品的适应症,做产品的二次开发。比如近期立项了三七通舒胶囊治疗脑卒中的项目,这是一个对比研究,设定的是2000例的研究,可能采取分阶段进行,逐渐做300例、600例、2000例的临床,希望能够把作用机理进一步研究透彻;3)研究剂型创新。目前三七通舒系列只有胶囊剂型,正在做的有微丸剂型,正在研究的有缓释剂型,其生物吸收性更好;4)申请欧盟注册,力争实现国际化。其专利已经获得受理,但按照要求必须是在五个国家生效,才能制证,或能成为首个按照欧盟新药注册程序,在欧洲医药主流市场以药品形式注册的中药产品;5)三七通舒胶囊属于独家品种,在当前主要产品调价的背景下或有降价的可能性,但降幅可能会低于预期。

指标年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	657.81	798.75	965.04	1160.48
增长率	13.31%	21.43%	20.82%	20.25%
归属母公司净利润(百万元)	50.06	62.80	79.02	102.47
增长率	48.68%	25.44%	25.84%	29.67%
每股收益EPS(元)	0.130	0.163	0.205	0.266
净资产收益率ROE	8.55%	9.81%	11.15%	12.84%
PE	60.04	47.86	38.03	29.33
PB	5.13	4.70	4.24	3.77

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

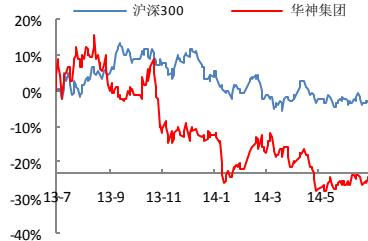
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

研究助理: 何治力

电话: 023-67898264

邮箱: hzl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

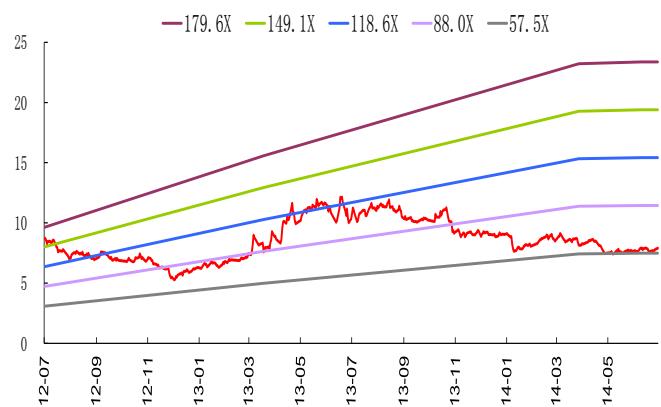
基础数据

总股本(亿股)	3.85
流通A股(亿股)	3.8
52周内股价区间(元)	7.3-12.06
总市值(亿元)	30.40
总资产(亿元)	9.64
每股净资产(元)	1.54

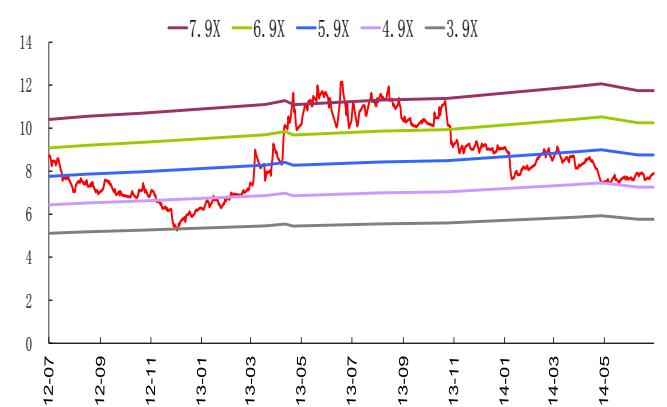
相关研究

- 华神集团(000790): 聚焦医药主业,整体毛利率逐渐提升 (2013-11-26)

- **生物药领域主推“利卡汀”，其它后备产品即将上市。** 1) 利卡汀目前仍处于培育阶段。利卡汀从 07 年到现在离市场预期尚有差距，因为其使用条件的限制性很强，需采用订单式的生产（单抗是可以批量生产的，然后根据订单标记使用），必须具备核素药品使用资质，我国的核医学总体发展水平还需提高，部分三甲医院不具备核素药品的使用资质；2) 小放射剂量的利卡汀将打破用药制约。该类产品不需要再在核防护专业病房用药，在具备核素药品使用资质的医院的普通病房或门诊就可以使用，目前该临床试验还需要更大样本的临床数据才能完成；3) 氧化低密度脂蛋白定量测定试剂盒（酶联免疫法）目前已经进入国家的收费目录，政策方面已经没有障碍，可通过招商去推广，但各个省的推广还需要时间。一旦前期政策走完，对市场前景还是比较看好，它填补了国内空白，可作为冠心病辅助检测的手段；4) 冻干滴眼用重组人表皮生长因子可以用作眼角膜修复。这个品种目前处于临床再验证阶段，验证其在新工艺条件下“冻干滴眼用重组人表皮生长因子”的有效性和安全性，预计 2014 年底可以临床研究完成。
- **估值分析与投资策略。** 我们认为公司在 2014 年的营收、净利润增长预计分别为 21%、25%，其中三七通舒胶囊仍是最主要的业绩来源，因为 2013 年在基层市场建设方面已有铺垫，2014 年应该在这些地方能做得比较顺畅。估值方面预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.16 元、0.20 元、0.27 元，对应市盈率为 48X、38X、29X，维持增持评级。
- **风险提示：** 1) 产品市场推广进展或慢于预期；2) 营销队伍建设或慢于预期。

图 1：公司 PE-Band 分布


数据来源：Wind,西南证券

图 2：公司 PB-Band 分布


数据来源：Wind,西南证券

附：财务预测表（单位：百万元）

资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E	利润表	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	91.29	127.29	77.81	282.09	营业收入	657.81	798.75	965.04	1160.48
应收和预付款项	402.61	323.51	552.36	501.30	减:营业成本	422.72	505.80	596.92	721.94
存货	52.02	98.76	79.19	136.03	营业税金及附加	7.46	9.06	10.94	13.16
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业费用	115.23	143.78	178.53	208.89
长期股权投资	20.89	20.89	20.89	20.89	管理费用	51.78	63.90	86.85	98.64
投资性房地产	14.91	11.97	9.04	6.10	财务费用	7.26	2.28	-1.23	-2.76
固定资产和在建工程	267.88	232.77	197.67	162.56	资产减值损失	-0.65	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	104.59	87.84	71.09	54.34	加:投资收益	2.49	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	954.19	903.03	1008.05	1163.32	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	145.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	56.51	73.94	93.03	120.61
应付和预收款项	210.47	249.62	285.82	351.86	加:其他非经营损益	1.13	-0.06	-0.06	-0.06
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	57.64	73.88	92.97	120.55
其他负债	13.28	13.28	13.28	13.28	减:所得税	7.57	11.08	13.95	18.08
负债合计	368.75	262.90	299.10	365.14	净利润	50.06	62.80	79.02	102.47
股本	384.84	384.84	384.84	384.84	减:少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	38.23	38.23	38.23	38.23	归属母公司股东净利润	50.06	62.80	79.02	102.47
留存收益	162.38	217.06	285.88	375.11	现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E
归属母公司股东权益	585.45	640.13	708.94	798.18	经营性现金净流量	35.58	190.55	-41.52	213.52
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金净流量	-40.18	-0.05	-0.05	-0.05
股东权益合计	585.45	640.13	708.94	798.18	筹资性现金净流量	-6.86	-154.50	-7.90	-9.19
负债和股东权益合计	954.19	903.03	1008.05	1163.32	现金流量净额	-11.46	35.99	-49.47	204.28

数据来源：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