

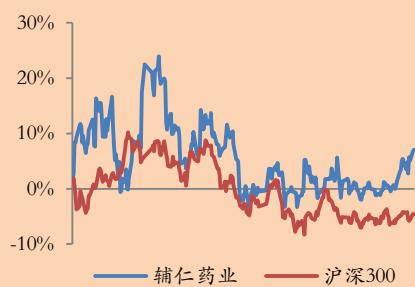
辅仁药业 (600781)

投资评级：增持（首次覆盖）

报告日期：2014-07-15

当前股价：**14.42 元**

52周股价走势：



主要数据

总股本(亿股)	1.78
A股股本(亿股)	1.78
B/H股股本(亿股)	-/-
总市值(亿元)	25.2
A股流通比例(%)	100%
第一大股东	辅仁药业集团有限公司
第一大股东持股比例	27.08%

分析师：

谭丁源

执业编号：S0010514010001

电话：0551-65161830

邮箱：tdyhzq@163.com

大股东资产注入预期强烈

主要观点：

一、低价药政策提升业绩空间

辅仁药业所生产的低价药品种较多，例如头孢氨苄、阿莫西林、牛黄解毒片、板蓝根颗粒等均为国家低价药目录产品，因此国家低价药政策实施后公司业绩仍然有进一步提升空间。

二、集团公司医药资产注入预期加强

辅仁药业集团医药相关资产较多，但在借壳上市时，辅仁药业集团并未将医药相关资产整体上市，而只将辅仁堂与 ST 民丰进行了资产置换。即使是辅仁堂，也是为借壳上市而成立的新公司，成立于 2004 年，2005 年开始营业。为了避免与辅仁堂之间产生同业竞争，为借壳上市扫清障碍，辅仁药业在辅仁堂设立的同时，将其所拥有的小儿清热宁颗粒等 41 种药品的生产许可证转移给辅仁堂，辅仁药业集团今后将只生产西药药品，而不再生产与中药有关的相关产品。

由于未上市医药资产较多，因此辅仁药业具有大股东资产注入预期。而大股东今年以来的一系列动作加深了这一预期。

今年 4 月，公司简称从“上海辅仁”更名为“辅仁药业”且办公地址从上海迁往河南郑州（开封制药地址为河南开封），进一步加强了开封制药借壳上市的可能性（由于集团公司的名称为辅仁药业集团有限公司，因此集团公司整体上市的可能性也很大）。开封制药是集团公司最优质的医药资产，其规模和盈利均远远超过上市公司。根据集团公司与红杉资本的对赌协议，2015 年底之前，开封制药需要完成上市，这也使大股东医药资产注入预期更加强烈。

三、投资策略

公司以普药为主，缺少核心竞争产品，因此公司业绩主要以稳定增长为主。考虑到低价药政策对于公司业绩的提升（假设公司低价药目录内产品提价 60%），从基本面角度来看，公司股价在 12 元附近具有业绩支撑，如果不考虑大股东资产注入预期，如果遇到系统性风险，公司股价下行空间在 15% 左右；考虑到大股东今年以来动作较多，资产注入预期较强，因此对于公司股票的投资主要是以资产注入预期为主。

辅仁药业资金并不充足，因此可以用于收购资产的现金较少，预计资产注入的主要方式是定向增发，增发对象除了大股东之外可能还包括红杉资本等开封制药的投资方。

按照开封制药的资产情况，我们预计增发数量为 7 亿多股，增发后公司总股本达到 9 亿股左右，按照资产注入后的业绩计算，公司合理股价将达到 20 元左右。

1 低价药政策提升业绩空间

新医改以来，看病贵这一难题逐渐得到解决。但由于药品招标中，唯低价是取等原则，导致一些药品的价格被过度压低，企业生产缺乏积极性，因此一些优质低价药甚至是“救命药”出现了一药难求的困局。

目前，政策执行中这种过度走偏的情况有望得到纠正。今年5月8日，出于保护优质低价药的目的，国家发改委公布了低价药目录。

根据国家发改委低价药目录，化药3元以下、中药5元以下的500多个品种1000多个剂型被纳入其中，这些品种将取消政府制定的最高零售价格。同时，发改委要求地方价格主管部门于7月1日前公布本级定价范围内的低价药品目录。

由于目前许多低价药的实际价格远远低于国家标准，因此我们认为低价药目录公布后，低价药提价空间很大。

辅仁药业所生产的低价药品种较多，例如头孢氨苄、阿莫西林、牛黄解毒片、板蓝根颗粒等均为国家低价药目录产品，因此低价药政策实施后公司业绩仍然有进一步提升空间。

2 辅仁药业借壳上市历史回顾

1、辅仁药业集团成为ST民丰第一大股东

ST民丰与其第一大股东莱织华（600555、900555）于2005年4月双双发布公告称，莱织华与辅仁药业集团于2005年4月21日签订了《股份转让协议》，莱织华将持有的ST民丰29.518%社会法人股（共计5242万股）全部转让予辅仁药业集团。协议转让价为每股1.33元，转让总价款计6972.57万元。

2、辅仁药业集团与ST民丰资产置换，ST民丰获得制药资产

ST民丰同时披露，公司于4月21日与辅仁药业集团签署了《资产置换协议》，公司拟以其截至2004年12月31日经评估的17233.76万元净资产置换辅仁药业集团所持有的河南辅仁堂制药有限公司95%的股权（经评估该部分股权折合为17375.95万元），差额部分142.19万元由公司以现金方式支付。

3、ST民丰剥离印染业务，成为纯粹的制药企业

上海民丰印染有限公司72.60%的股权全部用于置换。根据上海万隆会计师事务所出具的审计报告，本次交易中拟置换出的现有子公司民丰印染，截至2004年12月31日已累计亏损8555.66万元，处于资不抵债的状况，该部分股权经评估的价值为0。

4、ST民丰更名为上海辅仁（2014年4月更名为辅仁药业）

目前上市公司辅仁药业的主体实际上是辅仁药业集团下属子公司—河南辅仁堂制药有限公司。由于辅仁药业集团未上市部分仍然有许多医药相关资产（辅仁怀庆堂制药有限公司、开封制药（集团）有限公司、辅仁医药科技开发有限公司），因此具有资产注入预期。

3 集团公司医药资产多有保留

辅仁药业集团医药相关资产较多，但在借壳上市时（2005年），辅仁药业集团并未将医药相关资产整体上市，而只将辅仁堂与ST民丰进行了资产置换。即使是辅仁堂，也是为借壳上市而成立的新公司，成立于2004年，2005年开始营业。为了避免与辅仁堂之间产生同业竞争，为借壳上市扫清障碍，辅仁药业在辅仁堂设立的同时，将其所拥有的小儿清热宁颗粒等41种药品的生产许可证转移给辅仁堂，辅仁药业集团今后将只生产西药药品，而不再生产与中药有关的相关产品。

由于未上市医药资产较多，因此辅仁药业具有大股东资产注入预期。2004年，宋河酒业的销售业绩是3.8亿元，扣除宋河酒业之后，公司医药相关销售规模并不小（15.8亿元）。因此从销售规模来看，辅仁药业集团能够注入上市公司的资产规模较大。

2010年9月，开封制药集团在吸收合并河南辅仁怀庆堂、河南同源制药等医药资产的基础上，引入了红杉资本旗下的外资基金红杉基业、宜兴光控、浙商投资、盘古天成以及优欧弼投资、因威斯特等6家PE基金，组建了新开药集团。

早在2010年开药引进由红杉资本所领衔的私募基金时，就曾签下对赌协议，承诺公司将在2015年底前上市。这意味着，把开封制药注入上市公司，不仅是解决同业竞争的需要，也是在资本对赌背景下必须走的一着棋。

开药集团股权变动计划书中的细节透露，对于新引进资金，辅仁集团承诺若无法在2015年底上市，将实施业绩补偿和回购协议等条款。即投资人届时有权要求大股东按照年利率15%回购投资人持有的全部股权。同时，双方还协商确定了业绩承诺，若2014年开药集团业绩未达6.5亿元，辅仁集团以锁定PE倍数的原则对投资人进行现金补偿。

根据资料，开药集团2012年经审计的销售收入达到26.99亿元，净利润为4.78亿元（根据对赌协议，2014年的净利润需要达到6.5亿元），毫无疑问已经成为辅仁集团旗下最为核心的医药资产。相比之下，上市公司辅仁药业2012年和2011年的营业收入分别为3.47亿元和3.26亿元，利润也分别只有1111万元和2020万元。

图1. 辅仁药业集团借壳上市资产分析（2004年度）

	子公司	主营业务	净资产 (万元)	置换标的	评估价值 (万元)	销售收入 (万元)	净利润 (万元)
辅仁药业集团	辅仁怀庆堂制药有限公司	西药，酒类等业务	69424	辅仁药业95%股权	196630	14416	
	河南省宋河酒业股份有限公司						
	开封制药（集团）有限公司						
	辅仁医药科技开发有限公司						
	辅仁药业（辅仁堂）	中药	18128		17376		
ST民丰	民丰印染等	印染等业务	8245	S T民丰的资产包括：流动资产、长期投资、固定资产、其他资产等	17234	21141	-5275

资料来源：华安证券研究所整理

4 操作策略：

公司以普药为主，缺少核心竞争产品，因此公司业绩主要以稳定增长为主。考虑到低价药政策对于公司业绩的提升（假设公司低价药目录内产品提价 60%），从基本面角度来看，公司股价在 12 元附近具有业绩支撑，如果不考虑大股东资产注入预期，如果遇到系统性风险，公司股价下行空间在 15%左右；考虑到大股东今年以来动作较多，资产注入预期较强，因此对于公司股票的投资主要是以资产注入预期为主。

辅仁药业资金并不充足，因此可以用于收购资产的现金较少，预计资产注入的主要方式是定向增发，增发对象除了大股东之外还可能会包括红杉资本等开封制药的投资方。

按照开封制药的资产情况，我们预计增发数量为 7 亿多股，增发后公司总股本达到 9 亿股左右，按照资产注入后的业绩计算，公司合理股价将达到 20 元左右。

5 风险提示：

- 1、大股东资产注入不及预期风险；
- 2、系统性风险

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或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。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。