

医药：精华制药（002349）深度报告

2014年7月22日

破茧成蝶，前景无限

推荐（维持）

⑤ 中成药为主，化学原料药和中间体并重

2013 年中药制剂占收入比重为 30.38%，占利润的比重为 63.62%；中药材及中药饮片是后起之秀，占收入比重为 35.03%，占利润比重为 10.18%；化学原料药占收入比重为 15.86%，占利润比重为 8.78%；化学中间体占收入比重为 18.71%，占利润比重为 17.35%。

⑤ 中药品种二次开发，业绩拐点向上

王氏保赤丸作为儿童消化类用药杰出代表，已有百年历史，且在做治疗高血脂症、高粘滞血症、高血糖、高血压药物的应用，已经取得进展；季德胜蛇药片衍生品已开发出季德胜健肤水、香皂、草本洗液等系列产品；其他品种也在为走出苏浙沪，进军全中国做准备。

⑤ 化学原料药具有品种优势

苯巴比妥为公司独家生产，氟尿嘧啶通过了美国 FDA 认证，苯巴比妥、保泰松等四个产品获得了欧洲 COS 认证。氟尿嘧啶国内市场占有率高达 90%，保泰松国内市场占有率在 80% 左右，可见化学原料药具有品种优势。

⑤ 盈利预测及投资建议

乐观假设定向增发 2014 年底完成，发行价格为 11.56 元/股，发行股数为 6,000 万股，则全面摊薄 EPS 为 0.22 元、0.28 元和 0.31 元，对应 PE 分别为 82 倍、64 倍和 58 倍。股东利益与管理层利益形成协同效应，业绩拐点最快有望于 2015 年出现，我们给予公司“推荐”评级。

⑤ 风险提示

中药材价格大幅波动；新进基药品种招标风险；新产品研发风险等。

财务数据与估值

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入（百万元）	665.4	732.6	830.0	942.3	1,071.9
同比增长(+/-%)	77.2%	10.1%	13.3%	13.5%	13.8%
归属净利润（百万元）	49.2	35.6	57.1	72.4	80.2
同比增长(+/-%)	23.3%	-31.8%	40.4%	26.8%	10.7%
每股收益（元）	0.25	0.18	0.29	0.36	0.40
PE	73.14	101.13	63.03	49.70	44.89
PB	5.77	5.37	5.07	4.69	4.34

市场表现 截至 2014.7.21



市场数据 2014-7-21

A 股收盘价（元）	18.00
A 股一年内最高价（元）	21.06
A 股一年内最低价（元）	10.97
上证指数	2,054.48
市净率	5.4
总股本（万股）	20,000
实际流通 A 股（万股）	19,695
限售的流通 A 股（万股）	305

分析师：张科然

执业编号：S1490513050001

电话：010-58565075

邮箱：zhangkeran@hrsec.com.cn

证券研究报告

目 录

一、公司概况.....	4
二、行业情况.....	5
1、医药行业政策.....	5
2、国内外医药市场情况.....	6
三、中药有望二次腾飞.....	7
1、中药是利润大户.....	7
2、重点产品.....	8
3、王氏保赤丸：儿童类中药领域杰出代表.....	9
4、季德胜蛇药片：深度挖潜.....	10
5、正柴胡饮颗粒：进入 2012 版基药目录.....	11
6、金荞麦片：具有治疗呼吸系统疾病“王者”基因.....	12
四、化学原料药优势突出，外延并购增强盈利能力.....	13
五、定向增发绑定股东与管理层利益.....	15
1、定向增发方案.....	15
2、绑定股东与管理层利益.....	15
六、新产品研发注重“一脉相承”.....	16
1、中药产品二次开发.....	16
2、化学原料药、中间体与制剂研发齐头并进.....	16
七、财务分析.....	17
1、2013 年年报及 2014 年一季度业绩.....	17
2、收入和净利润增长情况.....	17
3、毛利率、净利率和三项费用情况.....	18
八、盈利预测及投资建议.....	19
九、风险提示.....	20
1、中药材价格大幅波动风险.....	20
2、新进基药品种招标风险.....	20
3、新产品研发进度慢于预期.....	20

图表目录

图表 1: 公司主营业务所处医药细分子行业情况.....	4
图表 2: 公司股权及主要子公司情况.....	5
图表 3: 2006-2012 年全球药品市场规模及同比增速情况.....	6
图表 4: 2000-2013 年我国医药工业收入情况.....	7
图表 5: 2000-2013 年我国医药工业利润情况.....	7
图表 6: 2006-2013 年产品收入占比 (%) 情况.....	8
图表 7: 2006-2013 年产品利润占比 (%) 情况.....	8
图表 8: 公司重点中药品种情况.....	8
图表 9: 王氏保赤丸 2006-2013 年收入及毛利率情况.....	10
图表 10: 季德胜蛇药片 2006-2013 年收入及毛利率情况.....	11
图表 11: 正柴胡饮颗粒 2006-2013 年收入及毛利率情况.....	12
图表 12: 金荞麦片 2006-2013 年收入及毛利率情况.....	13
图表 13: 原料药 2006-2013 年销售收入情况.....	14
图表 14: 江苏森萱主要产品生产能力.....	14
图表 15: 定向增发认购对象、认购数量及在公司任职情况.....	16
图表 16: 2006-2014 年 1Q 收入及增长情况.....	18
图表 17: 2006-2014 年 1Q 归属上市公司净利润及增长情况.....	18
图表 18: 2010-2014 年 1Q 毛利率和净利率情况.....	18
图表 19: 2010-2014 年 1Q 三项费用率情况.....	18
图表 20: 2003-2014 年中信一级医药行业 PE (TTM) 趋势图.....	19
图表 21: 可比公司情况.....	19

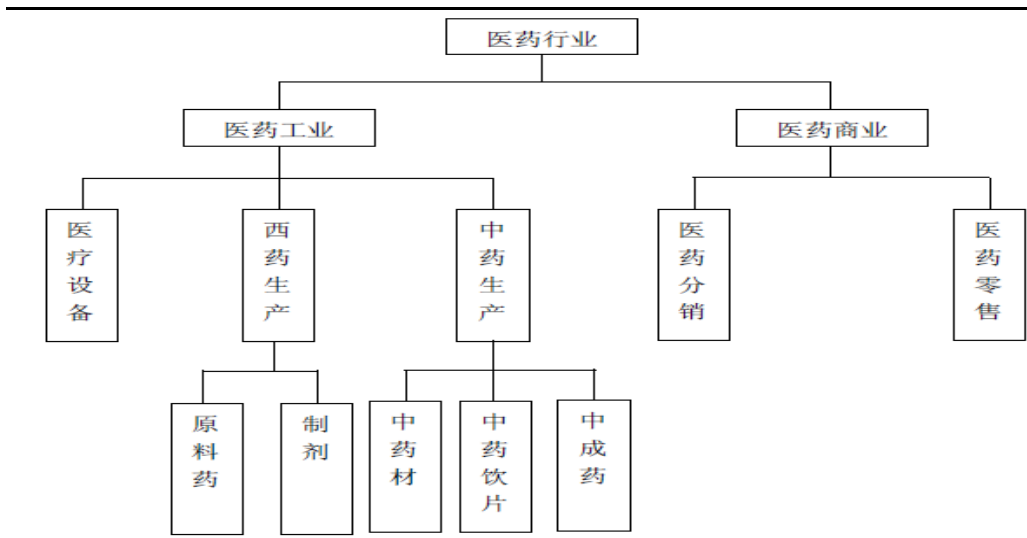
一、公司概况

公司主要从事中成药、原料药及医药中间体和制剂的研发、生产和销售，前身为南通中药厂，成立于 1968 年，主管部门为南通市化工医药局。1996 年扩股改制为中诚制药，2001 年南通市化工医药局将持有的中诚制药国有股授权给国有独资的南通精华集团公司经营，2004 年整合南通制药总厂，2007 年完成股份制改革，并于 2010 年 2 月 3 日登陆深圳交易所。控股股东为南通产业控股集团有限公司，持股比例为 41.3%，实际控制人为南通市国资委。

公司目前共拥有 248 个规格的药品批准文号，涵盖片剂、胶囊剂、丸剂、颗粒剂、注射剂、散剂、糖浆剂等七大类型。其中 57 个规格药品被国家药监局列入 OTC 目录，138 个规格药品被国家劳动和社会保障部列入医保目录。主要产品王氏保赤丸和季德胜蛇药片为国家中药保密品种，且王氏保赤丸和季德胜蛇药片为公司独家生产，是我国传统医药宝库的奇葩。“南通”、“季德胜”商标被评为江苏省著名商标。特色原料药氟尿嘧啶、苯巴比妥获南通名牌产品证书，其中苯巴比妥为公司独家产品。

公司主营业务中西医并重，同时有医药商业和医疗器械经营权，具体如下图所示：

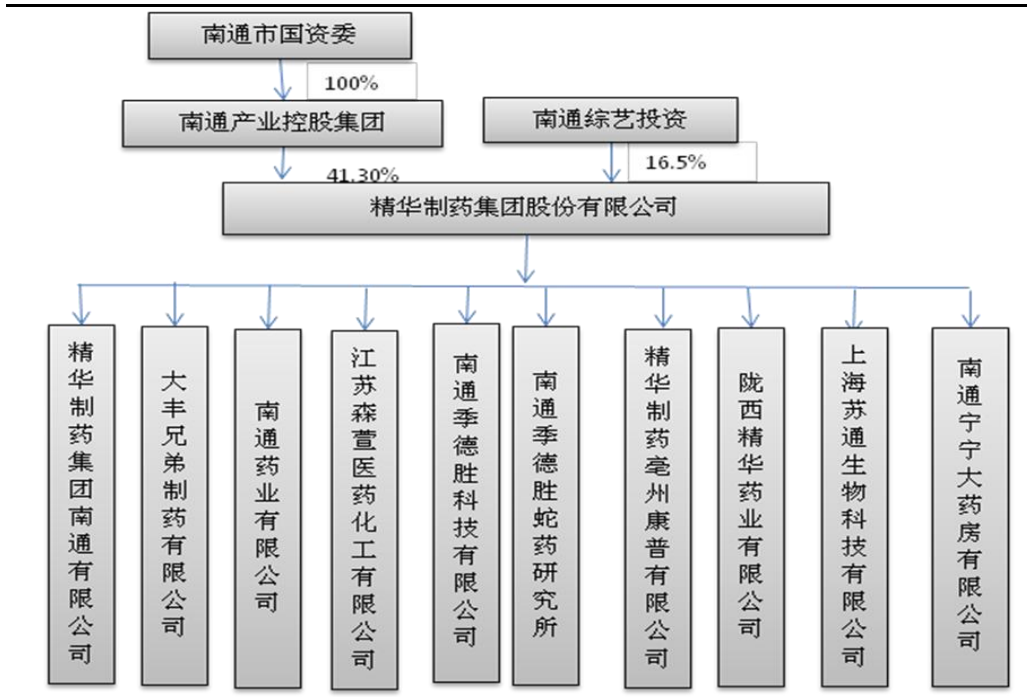
图表 1：公司主营业务所处医药细分子行业情况



数据来源：公司公告，华融证券整理

公司股权及主要子公司情况如下：

图表 2： 公司股权及主要子公司情况



数据来源：公司公告，华融证券整理

二、 行业情况

1、 医药行业政策

2006 年国家制定了《中华人民共和国国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》，在纲要中指出“建设一批重大疾病防治疫苗和基因工程药物产业化示范工程，完善现代中药体系，提高新药创制能力。” “十一五”规划进一步明确要保护和发 展中医药，加强中医药临床研究基地和中医院建设，推进中医药标准化、规范化。

2013 年 3 月 15 日公布的《2012 版国家基本药物目录》大幅增加中药品种，由 2009 年的 102 个增加到 203 个，接近翻倍，而化学药和生物制品由 205 种扩大到 317 种，虽然绝对数增幅为 113 种，但同比增速远远落后于中药品种，我们大胆预测未来将形成中西医并举的格局。

2014 年 6 月 5 日卫计委下发《关于做好常用低价药品采购管理工作的通知》是低价药能够落实的可行性文件，低价药指的是化学药每日消费金额低于 3 元，中药每日消费金额低于 5 元的品种，低价药 ≠ 基本药物，这两者之间是有区别的。我们分析，进入低价药物目录的中药独家品种受益程度会大于其他

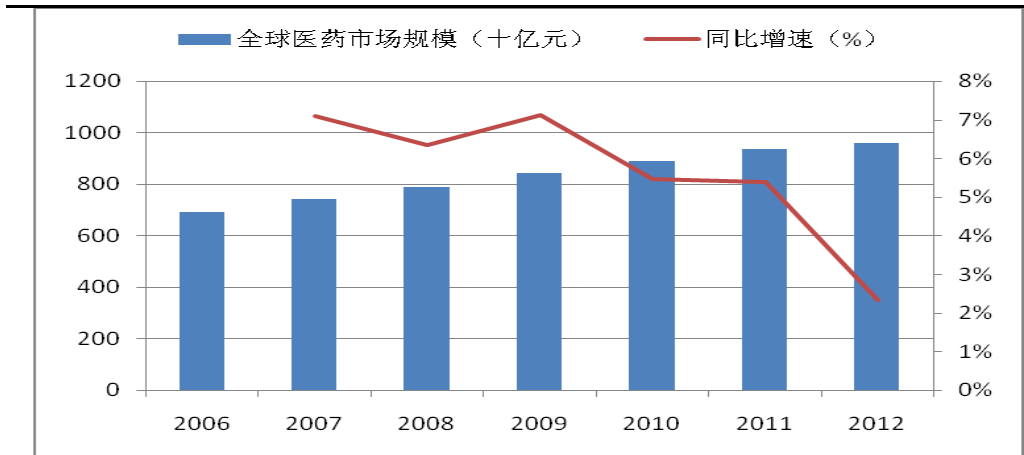
非独家中药品种和化学药。

化学原料药和中间体具有高污染、高耗能、供给过剩等特点，使之成为国家限制发展的产业。首先，2010 年 7 月开始实施的《制药工业水污染物排放标准》为国家首次发布制药工业污水排放标准，是国家强制性标准。其次，国家发展改革委修订并发布了新的《产业结构调整指导目录(2011 年版)》，把新建维生素 C、维生素 B1、维生素 B2、维生素 B12 (综合利用除外)、维生素 E 原料、新建青霉素工业盐、6-氨基青霉烷酸(6-APA)等一大批原料药生产放入限制名单。再次，2013 年底新版 GMP 认证，进一步促进原料药企业间的整合。

2、国内外医药市场情况

根据美国专业医药调研咨询机构 IMSHealth 的统计报告，2006-2012 年全球药品规模年均复合增速为 5.6%，2012 年市场规模达到 9,590 亿美元，并预测 2012-2017 年全球药品年均复合增速约为 5%，预计 2014 年全球药品市场规模将达到 1.1 万亿美元，其中新兴医药市场将达到 1200 亿-1400 亿美元。

图表 3：2006-2012 年全球药品市场规模及同比增速情况

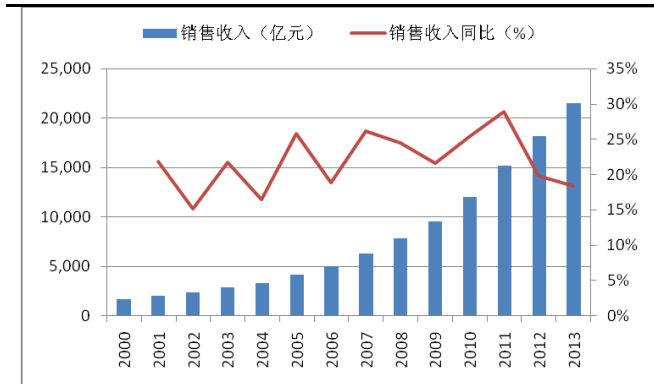


数据来源：IMS，华融证券整理

我国医药工业 2013 年实现销售收入 21,543 亿元，同比增长 18.41%；利润为 2,181 亿元，同比增长 10.37%。根据国务院发布的《“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案》，“十二五”期间我国政府卫生投入增长幅度将高于经常性财政支出增长幅度，政府卫生投入占经常性财政支出的比重将逐步提高。根据 IMS 的研究显示，至 2014 年，我国国内药品消费市场销售额预计将达到 6,135.06 亿元。根据经济合作与发展组织预测，到 2020 年，我国

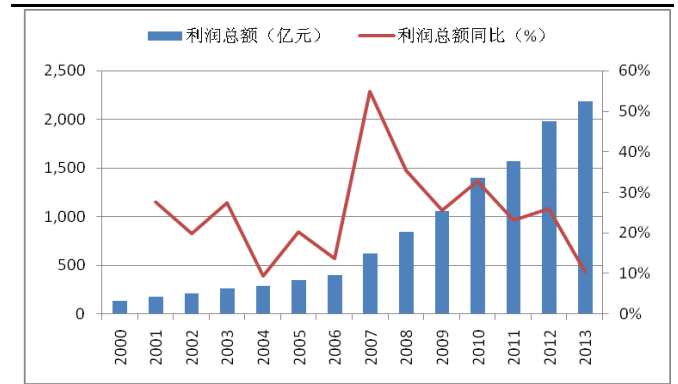
药品市场规模将会达到全球第二，仅次于美国。可见，未来我国医药行业前景光明，有望继续保持两位数增长。

图表 4: 2000-2013 年我国医药工业收入情况



数据来源：Wind、华融证券市场研究部

图表 5: 2000-2013 年我国医药工业利润情况



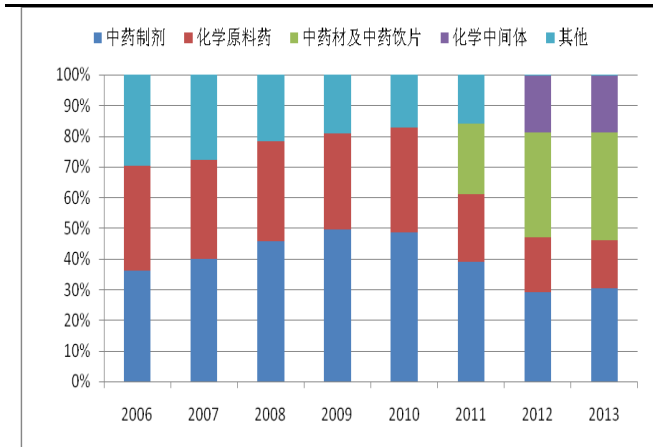
数据来源：Wind、华融证券市场研究部

三、中药有望二次腾飞

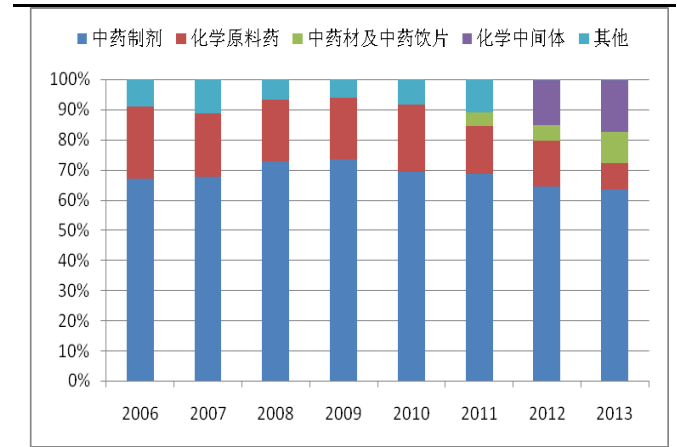
1、中药是利润大户

2006-2013 年公司主营业务略有变化，2011 年之前主要有三项业务，分别为中药制剂、化学原料药和其他。2011 年收购亳州康普中药材及中药饮片公司，2012 年收购江苏森萱化学中间体业务，之后主营变更为目的的中药制剂、化学原料药、中药材及中药饮片、化学中间体和其他五项业务。

2006-2013 年分业务板块来看，中药制剂占收入比重一直维持在 30%-50% 之间，2009 年达到最高峰为 50%，之后一路下滑，目前占收入比重为 30.38%。虽然中药制剂占收入比重不是最大，但却贡献了利润的 60% 以上。化学原料药占收入比重由 1/3 一路下滑到目前的 16%，利润贡献也在 10% 以下。中药材及中药饮片是后起之秀，占收入比重在 1/3，利润贡献在 10% 左右。化学中间体收入占比和利润贡献是相互匹配的，2013 年占收入比重为 18.71%，利润贡献在 17.35%。具体情况，如下图所示：

图表 6: 2006-2013 年产品收入占比 (%) 情况


数据来源：公司公告、华融证券市场研究部

图表 7: 2006-2013 年产品利润占比 (%) 情况


数据来源：公司公告、华融证券市场研究部

2、重点产品

公司重点中成药产品有：王氏保赤丸、季德胜蛇药片、正柴胡饮颗粒、大柴胡颗粒、金荞麦片、晕可平颗粒、固本咳喘片等，其中王氏保赤丸和季德胜蛇药片为公司独家产品，且被列入江苏省非物质文化遗产；王氏保赤丸、正柴胡饮颗粒、金荞麦片、晕可平颗粒、固本咳喘片五个品种被列为国家二级中药保护品种；大柴胡颗粒为公司独家品种。具体情况如下图所示：

公司产品主要销售区域集中在江浙沪地区，江苏和上海为重点销售区域，浙江省内重点城市有布局，其余省份处于销售网络布局阶段。若能够实现全国网络布局，则前景无限。

图表 8: 公司重点中药品种情况

品种	适应症	专利	竞争情况	医保/基药
王氏保赤丸	用于小儿乳滞疳积、痰厥惊风、喘咳痰鸣、乳食减少、吐泻发热、大便秘结、四时感冒以及脾胃虚弱、发育不良等症。成人肠胃不清、痰食滞者亦有疗效	国家保密品种, 国家二级中药保护品种, 省非物质文化遗产	独家	乙类
季德胜蛇药片	具有清热解毒、消肿镇痛功效, 除主治传统毒蛇、毒虫咬伤外, 还具有消炎、杀菌、祛肿、化腐生肌、改善微循环、调节机体免疫力等作用, 对部分病毒感染患者、细菌传染病症、免疫缺陷性疾病疗效独特。	国家保密品种, 省非物质文化遗产	独家	甲类, 基药

正柴胡饮颗粒	用于外感风寒初起，发热恶寒、无汗、头痛、鼻塞、喷嚏、咽痒咳嗽、四肢酸痛等症，适用于流行性感冒初起、轻度上呼吸道感染等疾患。	国家二级中药保护品种	非独家	甲类，进入 2012 版基药
大柴胡颗粒	和解少阳，内泻热结。用于因少阳不和、肝胆湿热所致的右上腹隐痛或胀满不适、口苦、恶心呕吐、大便秘结、舌红苔黄腻、脉弦数或弦滑，胆囊炎见上述证候者。		独家	乙类
金荞麦片	用于急性肺脓疡、急慢性支气管炎、喘息型慢性支气管炎、支气管哮喘及细菌性痢疾的治疗，有清热解毒，排脓祛痰，止咳平喘的功效。	国家二级中药保护品种	非独家	乙类
晕可平颗粒	潜阳镇肝。用于内耳眩晕症，头晕，目眩症。	国家二级中药保护品种	非独家	江苏医保
固本咳喘片	益气固表、健脾补肾。用于慢性支气管炎、肺气肿、支气管哮喘、支气管扩张等。	国家二级中药保护品种	非独家	乙类

数据来源：公司公告，华融证券整理

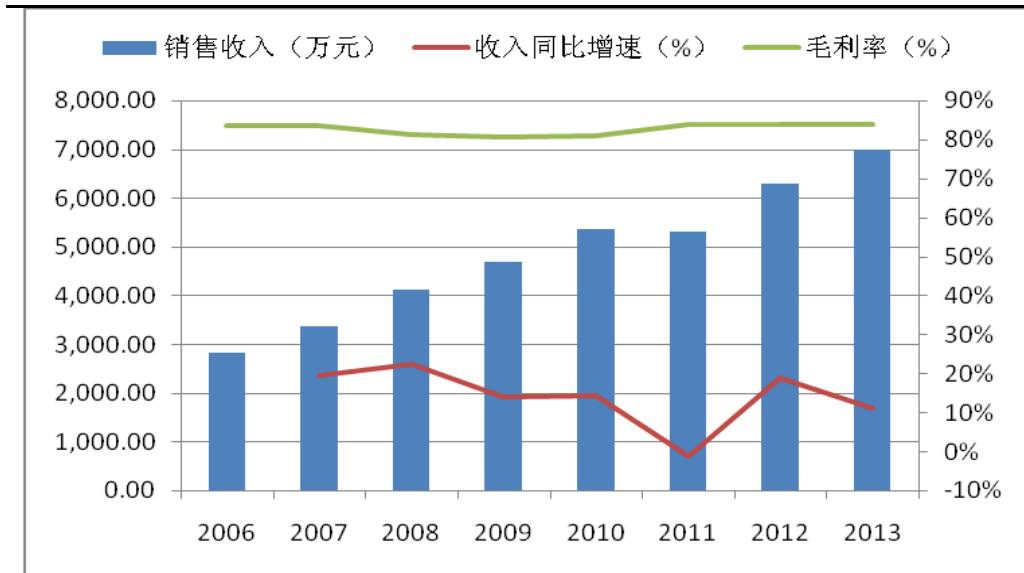
3、王氏保赤丸：儿童类中药领域杰出代表

王氏保赤丸成药于清代，原名万应保赤丸，南通名医王庐卿的祖传药方，王庐卿是当代国医大师王绵之教授的祖父，王绵之先生是北京中医药大学教授，既是一代名医，又专攻方剂学。王氏保赤丸为独家品种，江苏省非物质文化遗产。目前主治小儿消化系统疾病，也对成人消化系统疾病的治疗有效，产品在南通市及周边的江浙沪地区以及华北地区民间源流深长，其疗效有很高的口碑，其微丸生产工艺技术国内仅有少数几家企业掌握。

王氏保赤丸销售收入已经由 2008 年的 4,123.95 万元增长到 2013 年的 7000 万元左右，年均增速 11%，主要来自于内生性增长，较为平稳缓慢，且优于销售区域主要集中在江浙沪及华北，其他区域市场几乎空白，我们相信公司未来将加强销售网络布局，王氏保赤丸有望出现二次腾飞。

与此同时，公司一直在做传统中药治疗领域的拓展，“王氏保赤丸作为制备治疗高血脂症、高粘滞血症、高血糖、高血压药物的应用”已于 2008 年 6 月取得国家发明专利，是传统经典中成药用于当代多发性疾病的重要突破。

图表 9：王氏保赤丸 2006-2013 年收入及毛利率情况



数据来源：公司公告，华融证券整理

4、季德胜蛇药片：深度挖潜

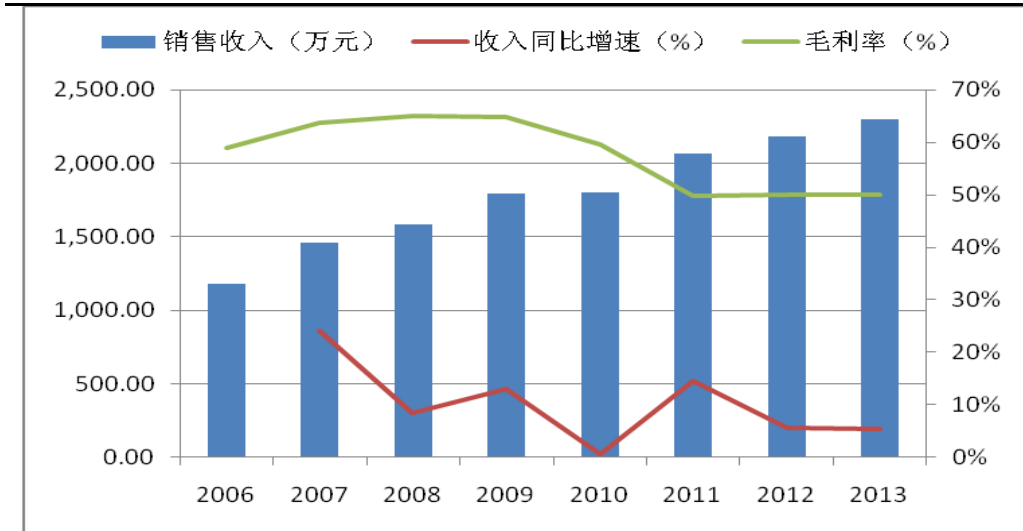
季德胜 1898 年出生于江苏宿迁，父亲季明扬靠祖传秘方卖蛇药为生，是个足迹遍及大江南北的蛇医郎中。1948 年季德胜来到南通，1949 年南通解放，1956 年南通市卫生局吸收季德胜进入南通市中医院，开设蛇毒专科门诊。这是季德胜人生道路上的重大转折，结束了他流荡江湖、穷困潦倒的前半生，并于 1981 年因脑溢血与世长辞。

季德胜蛇药片系根据季德胜先生祖传秘方运用现代科学技术研制而成，除主治传统的毒蛇、毒虫咬伤外，还具有消炎、抗病毒、杀菌等作用，独家品种，被列入江苏省非物质文化遗产，国家绝密配方，进入 2009 年版基药目录。

季德胜蛇药片深度开发也在有序进行，首先是适应症的拓展，在治疗带状疱疹新功能的开发取得突破；其次，剂型拓展，2013 年底完成季德胜蛇药凝胶剂的生产工艺研究、中试样品制备等工作；再次，衍生品的开发，公司已开发出季德胜健肤水、香皂、草本洗液等系列产品。季德胜蛇药片抗病毒作用较为突出，其作用不亚于对照西药阿昔洛韦。

季德胜蛇药片 2008 年收入为 1584.08 万元，2013 年依旧维持在 2000 万元左右，增速缓慢，正是因为治疗领域狭窄限制了产品发展，使得销售收入原地踏步。为了盘活精品老中药，公司适时开展季德胜蛇药片衍生产品研制开发，使优质中药产品有望实现二次腾飞。

图表 10: 季德胜蛇药片 2006-2013 年收入及毛利率情况



数据来源：公司公告，华融证券整理

5、正柴胡饮颗粒：进入 2012 版基药目录

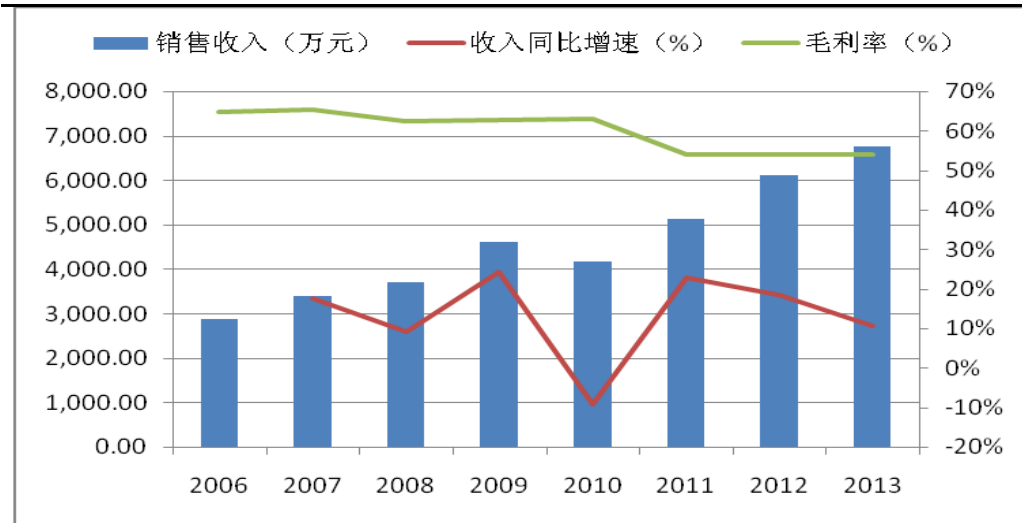
正柴胡饮颗粒为主治风寒感冒的 OTC 药物，来源于明代杰出医学家张景岳所著《景岳全书》中辛平解表的代表方剂，在使用过程中未发现毒副作用，其研制成果曾获 1985 年卫生部医药卫生科技成果甲级奖，且多次被卫生部等各级卫生行政部门列入相关抗病毒中医药产品参考目录，国家二级中药保护品种，并被列入甲类医保目录，进入 2012 版基药目录，在江浙沪一带的抗感冒药市场具有优势。

公司所处领域竞争激烈，根据统计数据显示，75%的人一年之中至少会患一次感冒，抗感冒药物市场每年至少有 150 亿-200 亿元的容量。中国非处方药协会的统计显示，目前在中国常见病症的自我诊疗比例中最高的是感冒疾病，占常见病症的 89.6%。并且感冒患者大多选择自行去药店购买药品，在中国药品零售市场中，感冒药的销售总额约占所有药品零售总额的 15%。按照所含成分分类，感冒药分为中药、西药和中西结合药，西药有新康泰克、泰诺、白加黑、日夜百服宁等药品；中药有双黄连口服液、板蓝根冲剂等药品；中西结合类感冒药有金感欣片等。按照金额统计，西药占比在 55%左右，中药占比在 35%左右，中西结合占比在 10%以内。

中成药感冒药物中，双黄连口服液、清开灵颗粒、板蓝根颗粒、抗病毒颗粒等知名产品均为清热解毒类药物，适用于风热感冒。按中医理论，很多感冒系由风寒引起，正柴胡饮颗粒主要用于外感风寒的初期治疗，市场认可度在同类产品中处于优势地位。

正柴胡饮颗粒 2008 年销售收入 3697.94 万元，2013 年收入在 6000-7000 万元之间，年均增速在两位数以上。公司产品进入 2012 版基药目录，有望继续保持两位数以上的增长。

图表 11：正柴胡饮颗粒 2006-2013 年收入及毛利率情况



数据来源：公司公告，华融证券整理

6、金荞麦片：具有治疗呼吸系统疾病“王者”基因

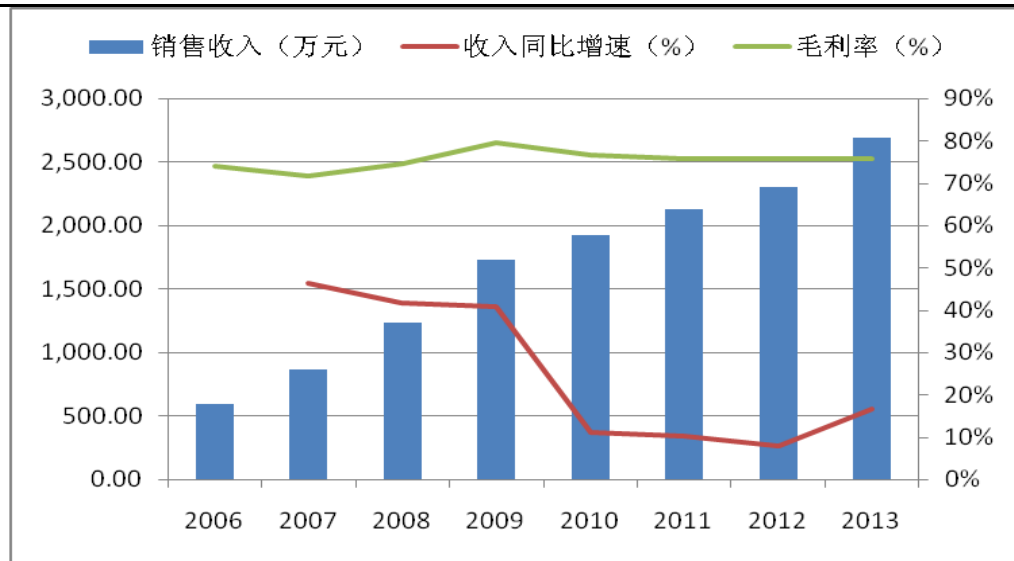
金荞麦片为国家中药二级保护品种，2004 年被列入国家医保目录，主要成分为金荞麦，金荞麦素有“中药抗生素”的美誉，具有清热解毒、排脓祛瘀和祛痰止咳平喘的功效。金荞麦片主要用于急性肺炎、急慢性气管炎、喘息型慢性气管炎、支气管哮喘及细菌性痢疾。目前，在中成药市场中，主要有复方甘草片和念慈菴蜜炼川贝枇杷膏二者销量一直稳居同类产品前列，不足之处是以上两种产品在治疗呼吸系统疾病领域主要集中在止咳功效方面，与其相比，金荞麦片的应用范围更加广泛，未来发展空间更大。

呼吸系统疾病与多种因素有关，主要是由于大气污染、吸烟、工业生产所带来的理化因子、生物因子吸入以及人口老龄化等，近年肺癌、支气管哮喘的发病率以及职业危害因素相关疾病发病率有所增加，慢性阻塞性肺病居高不下。公司适时开展临床研究，在上、下呼吸道感染和胃肠道炎症等领域取得了越来越多的医生和患者的认可，使用范围不断扩大。

2008 年金荞麦片销售收入 1,228.98 万元，2013 年为 2000-3000 万元之间，五年翻倍，年均复合增速在两位数。随着人们越来越重视自身健康，若金

荞麦片在呼吸道疾病中取得权威的认可，则离二次腾飞不远了。

图表 12：金荞麦片 2006-2013 年收入及毛利率情况



数据来源：公司公告，华融证券整理

四、化学原料药优势突出，外延并购增强盈利能力

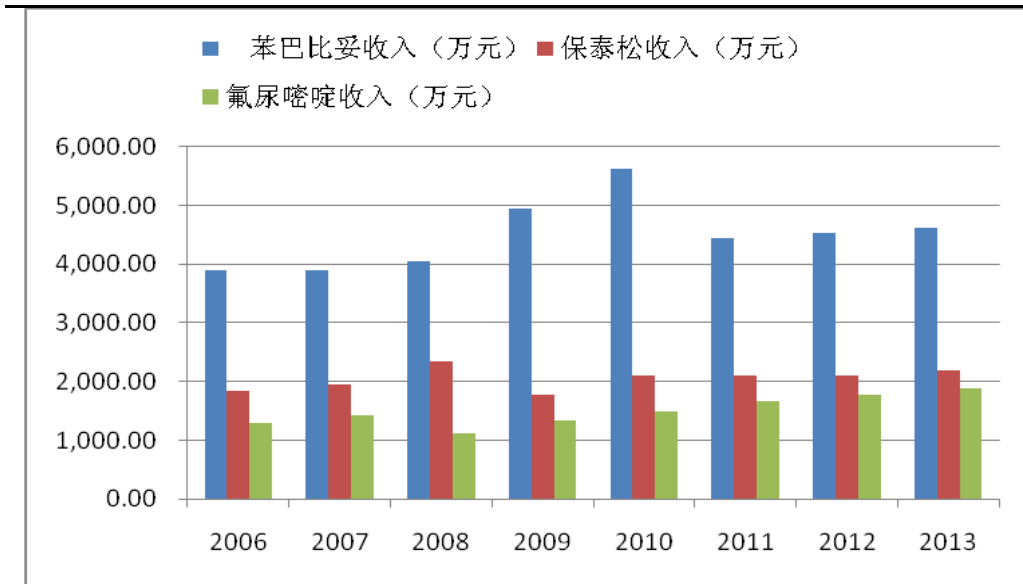
公司化学原料药主要有苯巴比妥、氟尿嘧啶、保泰松等，三个产品年收入在 8000 万元左右，销售收入保持稳中略升。其中苯巴比妥为公司独家生产，氟尿嘧啶通过了美国 FDA 认证，苯巴比妥、保泰松等四个产品获得了欧洲 COS 认证。

苯巴比妥已经获得欧洲 COS 和 GMP 认证，属于中枢神经系统药物中的抗癫痫类药物和镇静催眠药物，具有镇静、催眠、抗惊厥和抗癫痫作用。公司苯巴比妥的合成技术为公司自主开发而成，且是国内唯一批量生产厂商，约占全球苯巴比妥总产量的 60%，其下游成品包括口服常释剂型、注射剂等剂型被列入 2009 版基药目录。

氟尿嘧啶是化学原料药，已经通过美国 FDA 认证，具有抗肿瘤作用，非独家生产，市场占有率 90% 以上，但盈利能力不强。

保泰松为化学原料药，主治风湿性关节炎、类风湿性关节炎、强直性脊柱炎，获得欧洲 COS 认证，非独家，国内市场占有率 80% 以上。

图表 13: 原料药 2006-2013 年销售收入情况



数据来源：公司公告，华融证券整理

2012年4月收购江苏森萱医药化工有限公司51%股权，主要是由于森萱是苯巴比妥原料苯基乙基丙二酸二乙酯的国内独家和全球主要供应商，收购之后有利于提升苯巴比妥的竞争能力，丰富原料药品种，增强公司盈利能力。同年6月，公司收购大丰兄弟制药有限公司100%股权，进入维生素B1和硝酸硫胺生产领域，丰富公司原料药产品系列。

图表 14: 江苏森萱主要产品生产能力

单位：T

产品	年生产能力
苯乙基酯	800
二氧六环	4500
甲醇钠	8000
乙醇钠	5500
烷酮	24

数据来源：公司公告，华融证券整理

五、定向增发绑定股东与管理层利益

1、定向增发方案

2014年2月11日公司公布非公开发行股票预案，发行对象为咎圣达、南通产业控股集团有限公司、朱春林、周云中、杨小军、孙海胜、徐跃、曹燕红、吉正坤、宋皞，本次非公开发行构成关联交易，全部现金认购，发行数量6000万股，发行价格为11.59元/股，募集资金69,540万元，主要用于补充流动资金。

发行之后不会导致公司控股股东或实际控制人变化，本次非公开发行股票前，南通产控持有本公司41.30%的股份，南通综艺投资持有本公司16.50%的股份；本次非公开发行股票后，南通产控持有本公司股份比例为35.62%，咎圣达先生及其控制的综艺投资合计持有本公司股份比例为30.00%，南通产控依旧是公司实际控股股东。

2、绑定股东与管理层利益

参与本次认购对象均为利益关联方，其中咎圣达为公司第二大股东综艺投资的实际控制人；南通产控为公司控股股东，实际控制人为南通市国资委；其余认购对象均为现任管理层。

我们认为，随着定向增发完成，股东与管理层之间的关系进一步理顺，有利于公司长远发展。精华制药做为南通市具有代表性的企业，一直在浙江沪区域发展，待定向增发募集资金到位，资金实力增强，可向全国进一步布局销售网络，增加薄弱地区的市场投入，扩大公司经营规模，提升公司营业收入和净利润，树立全国营销品牌，提升公司知名度和美誉度。

图表 15：定向增发认购对象、认购数量及在公司任职情况

认购对象	认购数量（万股）	精华制药股东或者管理层
咎圣达	4,500	董事
南通产控	1,000	控股股东
朱春林	248	董事长
周云中	122	董事，总经理
杨小军	38	董秘，副总经理
孙海胜	36	副总经理
徐跃	20	副总经理
曹燕红	20	副总经理
吉正坤	11	监事会主席
宋皞	5	副总经理
合计	6,000	

数据来源：公司公告、华融证券整理

六、新产品研发注重“一脉相承”

1、中药产品二次开发

公司计划到 2015 年成为国家级传统中药领域中现代制药基地，此前 2010 年 IPO 募投项目金荞麦胶囊（片剂）技术改造、王氏保赤丸扩产及创新、正柴胡饮颗粒技术改造项目均已顺利完成并取得新版 GMP 证书。做好原有核心产品二次拓展，例如加大王氏保赤丸销售区域开拓、努力开发季德胜蛇药片衍生品、推进正柴胡饮颗粒进入 2012 版基药目录后的招标工作等。与此同时，选取具备潜力的二线品种重点发展，比如大柴胡颗粒、晕可平颗粒、精血补片和蛇莓片等，公司秉承做大做强中成药的理念，发挥中成药的品种优势，拓展市场，为中药产品二次腾飞做足准备。

2、化学原料药、中间体与制剂研发齐头并进

公司正在进行倍他替尼、卡培他滨等抗肿瘤创新药和仿制药的研发和生产工艺的优化，同时推进原料药或中间体氟脲嘧啶、利托那韦、氟胞嘧啶的技术改进，并向缓控释新型制剂等领域发展，推进新型化学制剂品种包括非洛地平缓释片和缬沙坦氨氯地平胶囊等产品上市销售。公司将通过一系列研发投入，形成抗肿瘤、抗艾滋病和抗真菌系列产品，有望改善公司化学药盈利能力。

七、财务分析

1、2013 年年报及 2014 年一季度业绩

2013 年业绩情况：营业收入为 7.33 亿元，同比增长 10.1%；归属上市公司净利润为 3,559.7 万元，同比下降 27.68%；扣非后归属上市公司净利润为 3,367.5 万元，同比下降 0.95%；每股收益 0.18 元。导致 2013 年业绩下降的主要原因有：第一，原料药厂搬迁使得生产和销售同时下降；第二，公司加大研发和技术改造投入，新增固定资产 1.62 亿元；第三，新版 GMP 认证及环保投入等。

2014 年经营目标为：销售收入和归属上市公司净利润增幅不低于医药行业平均水平，完成非公开发行股票，募集资金约 7 亿元，补充公司流动资金，降低资产负债率。

2014 年 4 月 11 日公司公布了一季度业绩，营业收入 1.59 亿元，同比下降 12.35%；归属上市公司净利润为 1,037.78 万元，同比下降 35.97%；扣非后归属上市公司净利润为 1,001.25 万元，同比下降 37.9%；每股收益 0.05 元。

报告期业绩大幅下降主要原因有：第一，公司加大市场拓展力度，并调整销售政策，使得销售费用同比增长 58.94% 达到 2,380.66 万元。第二，母公司银行借款利息增加，使得财务费用同比增长 485.77% 达到 213.2 万元。第三，报告期内子公司计提存货跌价准备较多，资产减值损失同比增长 2,893.89%。

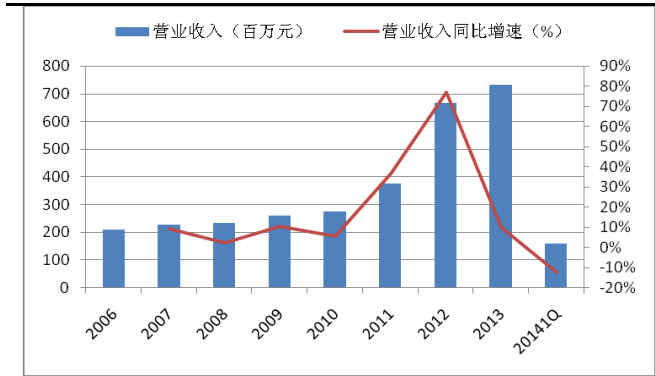
2014 年 1-6 月业绩快报为：归属上市公司净利润同比变动幅度在 -30%-10% 之间，主要是由于化学原料药厂搬迁使得折旧等运营成本增加所致。

2、收入和净利润增长情况

经过多年发展，公司收入已经由 2006 年的 2.1 亿元上升到 2013 年的 7.33 亿元，七年时间实现增长 249.05%，主要得益于内生性增长与外延性并购共同作用，原有中成药业务板块苦练内功，产品销售稳定增长，部分产品进入国家基药或医保目录，带动销售增长，为大同产业链，外延性并购中药材及中药饮片企业，并拓展化学中间体业务，使得销售收入实现了两倍以上增长。

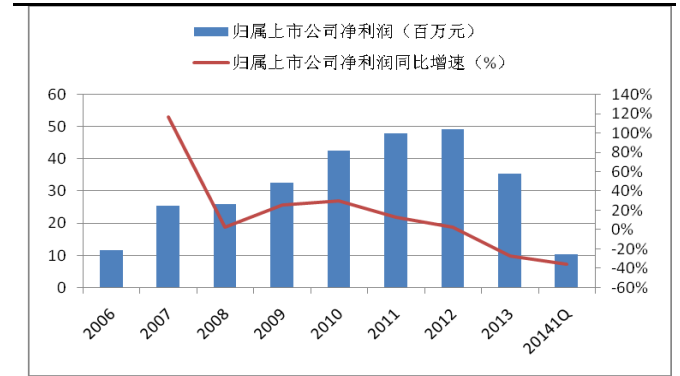
2006-2013 年归属上市公司净利润由 1,180 万元上升到 3,560 万元，实现增长 201.7%，略低于收入增长，主要是由于外延并购的企业盈利能力相对原有中成药较弱，拉低了公司整体毛利率和净利率。具体情况如下图所示：

图表 16: 2006-2014 年 1Q 收入及增长情况



数据来源：公司公告、华融证券市场研究部

图表 17: 2006-2014 年 1Q 归属上市公司净利润及增长情况



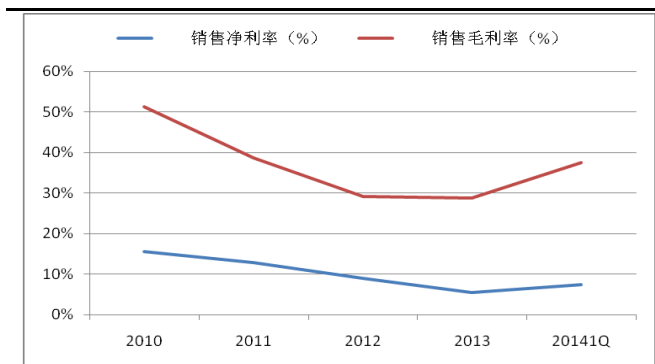
数据来源：公司公告、华融证券市场研究部

3、毛利率、净利率和三项费用情况

毛利率和净利率出现明显下降，其中毛利率由 2010 年的 53.37% 下降到 2013 年的 28.80%；净利率由 2010 年的 15.54% 下降到 2013 年的 5.55%。主要是由于公司在上市后不断进行外延性收购，且收购进来的中药饮片和化学原料药、中间体公司整体盈利能力大幅低于中成药所导致。

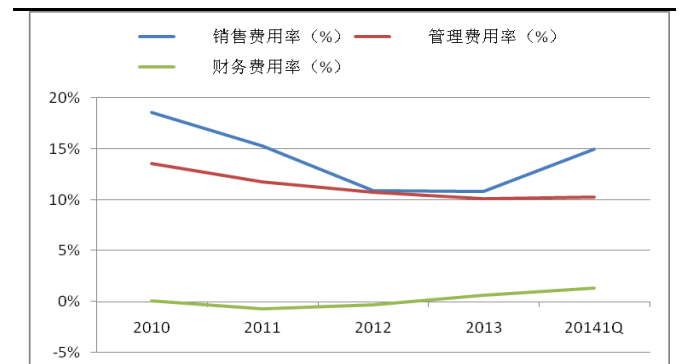
公司三项费用率略有下降，三项费用率之和由 2010 年的 32.24% 下降到 2013 年的 21.61%，目前较为稳定。从图可以看出，销售费用率波动较大，管理费用率稳中有降，财务费用率略有提升。

图表 18: 2010-2014 年 1Q 毛利率和净利率情况



数据来源：公司公告、华融证券市场研究部

图表 19: 2010-2014 年 1Q 三项费用率情况

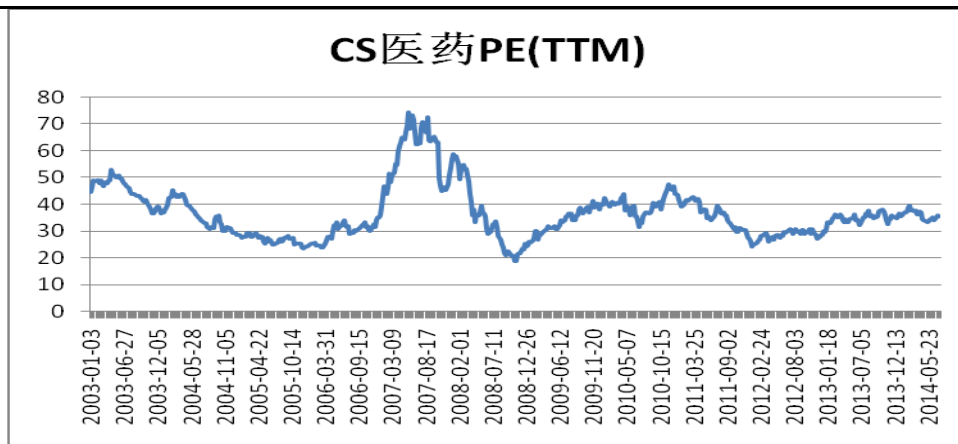


数据来源：公司公告、华融证券市场研究部

八、盈利预测及投资建议

目前医药行业 TTM 市盈率为 35.44 倍，2003-2014 年间医药行业 PE (TTM) 变动区间在 18.78-74.53 之间，历史平均 PE 为 36.7 倍，我们认为目前行业估值合理，具体情况如下图所示：

图表 20：2003-2014 年中信一级医药行业 PE (TTM) 趋势图



数据来源：公司公告、华融证券整理

我们选取中成药上市公司天士力（600535）、康恩贝（600572）、广誉远（600771）、同仁堂（600085）与精华制药（002349）进行对比，目前公司营业收入规模小，不足 10 亿元，总市值也小，且拥有核心产品和技术，具备高成长的基因，具体情况如下图所示：

图表 21：可比公司情况

代码	简称	2013 年营业收入 (亿元)	总市值 (亿元)	PE (2014)
600535	天士力	111.0800	398.74	27.5318
600572	康恩贝	29.2400	122.31	26.7092
600771	广誉远	2.6800	53.48	80.5915
600085	同仁堂	87.1500	240.18	29.8847
002349	精华制药	7.3300	36.00	65.3750
平均		47.4960	170.14	46.0184

数据来源：公司公告、华融证券整理

我们预计 2014-2016 年营业收入分别为 8.3 亿元、9.42 亿元和 10.72 亿元，归属上市公司净利润分别为 0.57 亿元、0.72 亿元和 0.8 亿元，EPS 分别为 0.29

元、0.36 元和 0.4 元，目前股价对应 PE 分别为 63 倍、50 倍和 45 倍。假设定向增发发行价格为 11.56 元/股，发行股数为 6,000 万股，乐观预测 2014 年底完成，则全面摊薄 EPS 分别为 0.22 元、0.28 元和 0.31 元，对应 PE 分别为 82 倍、64 倍和 58 倍。

我们乐观预测公司 2014 年底完成定向增发，届时股东利益与管理层利益形成协同效应，且公司化学原料药企业搬迁完成，业绩拐点最快有望于 2015 年出现，基于以上分析判断，我们给予公司“推荐”评级。

九、风险提示

1、中药材价格大幅波动风险

中药材种植具有一定季节性，不同品种所受影响不同，价格存在大幅波动风险，这对公司中成药成本构成威胁。

2、新进基药品种招标风险

正柴胡饮颗粒进入 2012 版基药目录，由于所处行业竞争激烈，且销售渠道为 OTC，公司很难控制销量，各省招标价格存在下调风险。

3、新产品研发进度慢于预期

新产品从研发到上市周期较长，且变数较多，进展很难把握，因此新产品上市存在低于预期的可能。

附表：

资产负债表

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	459.6	522.0	580.1	655.3	713.1
现金	201.9	135.8	124.5	141.3	160.8
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	13.3	17.9	16.6	16.5	22.0
应收款项	135.2	178.1	173.3	218.9	237.8
其他应收款	2.7	4.9	3.3	3.9	4.5
存货	101.8	153.4	178.5	189.9	208.6
其他	4.6	31.9	83.9	84.8	79.5
非流动资产	498.1	548.8	688.2	749.8	840.6
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	194.6	356.3	371.7	432.8	470.8
无形资产	101.9	99.5	136.6	149.2	172.1
其他	201.6	93.0	179.9	167.7	197.8
资产总计	957.7	1,070.8	1,268.4	1,405.0	1,553.8
流动负债	171.9	257.8	390.0	448.5	519.2
短期负债	17.8	75.0	167.5	193.8	249.4
应付账款	93.5	127.2	148.1	173.0	181.2
预收账款	4.2	4.8	5.6	6.8	7.2
其他	56.4	50.8	68.8	74.8	81.4
长期负债	70.9	71.2	96.0	117.4	133.4
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	70.9	71.2	96.0	117.4	133.4
负债合计	242.8	329.0	486.0	565.9	652.6
股本	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0
资本公积金	254.9	273.6	273.6	273.6	273.6
留存收益	166.0	191.6	236.7	293.6	355.6
少数股东权益	90.4	72.0	72.0	72.0	72.0
母公司所有者权益	624.4	669.9	710.3	767.2	829.2
负债及权益合计	957.7	1,070.8	1,268.4	1,405.0	1,553.8

利润表

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	665.4	732.6	830.0	942.3	1,071.9
营业成本	470.9	521.7	589.3	669.0	761.1
营业税金及附加	3.9	6.7	7.5	8.5	9.6

营业费用	72.6	79.3	91.3	94.2	107.2
管理费用	71.5	74.3	83.0	94.2	107.2
财务费用	-1.7	4.7	2.8	5.1	6.4
资产减值损失	4.3	6.8	1.9	1.9	1.2
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	43.9	39.2	54.3	69.4	79.2
营业外收入	29.0	14.4	16.1	19.6	19.8
营业外支出	0.8	10.8	3.1	3.8	4.6
利润总额	72.1	42.8	67.2	85.2	94.3
所得税	12.5	2.2	10.1	12.8	14.2
净利润	59.6	40.7	57.1	72.4	80.2
少数股东权益	10.4	5.1	0.0	0.0	0.0
归属母公司所有者净利润	49.2	35.6	57.1	72.4	80.2
EPS (元)	0.25	0.18	0.29	0.36	0.40

现金流量表

单位：百万元

经营活动现金流	72.9	-61.7	64.9	95.8	114.0
净利润	59.6	40.7	57.1	72.4	80.2
折旧摊销	17.2	25.2	38.1	43.2	48.1
财务费用	2.2	3.1	2.8	5.1	6.4
投资收益	0.1	9.2	2.3	2.9	3.6
营运资金变动	-3.7	-141.7	-32.0	-28.6	-25.2
其他	-2.5	1.8	-3.4	0.7	0.8
投资活动现金流	-212.3	-43.5	-178.7	-106.0	-141.5
资本支出	-181.8	-40.1	-176.4	-103.0	-139.7
其他投资	-30.5	-3.4	-2.3	-2.9	-1.8
筹资活动现金流	54.2	69.3	102.6	27.0	46.9
借款变动	17.8	57.2	92.5	26.3	55.6
普通股增加	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	-100.0	18.7	0.0	0.0	0.0
股利分配	-10.0	-10.0	-12.0	-15.6	-18.2
其他	46.4	3.4	22.0	16.3	9.6

主要财务比率

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
同比增长率					

营业收入	77.2%	10.1%	13.3%	13.5%	13.8%
营业利润	14.0%	-10.6%	38.3%	27.8%	14.2%
净利润	23.3%	-31.8%	40.4%	26.8%	10.7%
盈利能力					
毛利率	29.2%	28.8%	29.0%	29.0%	29.0%
净利率	9.0%	5.6%	6.9%	7.7%	7.5%
ROE	7.9%	5.3%	8.0%	9.4%	9.7%
ROIC	9.6%	5.8%	7.4%	8.7%	8.8%
偿债能力					
资产负债率	25.4%	30.7%	38.3%	40.3%	42.0%
流动比率	2.67	2.03	1.49	1.46	1.37
速动比率	2.08	1.38	0.99	0.98	0.91
营运能力					
资产周转率	0.69	0.68	0.65	0.67	0.69
存货周转率	4.62	3.40	3.30	3.52	3.65
应收账款周转率	4.48	3.74	4.37	4.00	4.13
每股资料(元)					
每股收益	0.25	0.18	0.29	0.36	0.40
每股经营现金	0.39	-0.27	0.32	0.48	0.57
每股净资产	3.12	3.35	3.55	3.84	4.15
每股股利	0.05	0.05	0.06	0.07	0.07
估值比率					
PE	73.14	101.13	63.03	49.70	44.89
PB	5.77	5.37	5.07	4.69	4.34

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推 荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖 出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

免责声明

张科然，在此声明，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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方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，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街8号A座5层（100033）

传真：010-58568159

网址：www.hrsec.com.cn