

日期: 2014年07月31日

行业: 医药制造业



赵冰

021-53519888-1902

zhaobing@shzq.com

执业证书编号: S0870511030004

特色原料药+大制剂战略

■ 投资摘要

估值与投资建议

公司13年实现每股收益为0.08元, 预计14年为0.15元, 以7月30日收盘价6.24元计算, 静态、动态市盈率分别为78和41.60倍。原料药上市公司13年、14年市盈率中值分别为35.90倍和26.53倍。公司目前的估值水平高于原料药类上市公司平均水平。公司是解热镇痛类药物龙头企业, 随着公司在巩固原料药主导品种的基础上, 特色原料药产品有望带动公司原料药业务走出低谷。而随着公司大制剂战略的实施, 公司业绩有望进一步提升。我们看好公司未来的发展前景。我们给予公司合理估值区间为6.84-7.60元, 相当于14年PE45-50倍。综合考虑绝对估值和相对估值, 我们给予公司, “未来六个月内, 谨慎增持”评级。

解热镇痛类药物龙头企业

公司的业务主要可以分为四大块, 即原料药、制剂、医药商业和化工产品。其中, 原料药业务和制剂业务贡献公司主要的毛利。受化工行业不景气影响, 公司化工业务的毛利率一路下滑, 2013年仅为0.85%。而由于行业特性, 公司的医药商业毛利率也仅为4.91%。我们预计, 化工业务及医药商业未来仍将维持较低的毛利率水平。

原料药: 特色原料药增速快

从2005-2013年非甾体抗炎药市场趋势来看, 氟比洛芬、塞来昔布两大产品引领市场。其中, 2013年较上年同期增长率最高的5个产品是氟比洛芬、塞来昔布、洛索洛芬、依托考昔、酮咯酸氨丁三醇。从解热镇痛抗炎原料药价格走势看, 除布洛芬价格稍有上涨外, 咖啡因、安乃近、阿司匹林的价格均保持平稳, 变动不大。我们预计, 公司主导产品, 安乃近等未来只能保持3-5%的增长; 而受其他特色原料药增长带动, 公司原料药业务将能恢复10%以上的增长。

制剂业务: 实施大制剂战略

根据公司年报显示, 占制剂收入比重较大的产品主要有, 吡哌酸片、复方甘草片、尼莫地平片。其中收入占比最大的吡哌酸片2013年收入仅为7千万元。根据公司战略, 公司计划推进大制剂战略, 舒泰得等五个战略制剂产品销量合计增长30%以上。针对公司主要制剂品种销售规模过小, 公司还提出了对战略品种实施差异化聚焦战略, 并提出了早日实现单个制剂产品销售额过亿元目标。我们预计公司制剂产品将能取得5%-10%左右的增长。

主要风险

未来药品价格的变化

医药行业招投标政策影响

基本数据 (2014Q1)

| | |
|-------------------|-----------|
| 报告日股价 (元) | 6.24 |
| 12mth A 股价格区间 (元) | 4.07-6.66 |
| 总股本 (百万股) | 457.31 |
| 无限售 A 股/总股本 | 67% |
| 流通市值 (亿元) | 19.18 |
| 每股净资产 (元) | 3.83 |
| PBR (X) | 1.63 |
| DPS (Y2013, 元) | 10 派 0.20 |

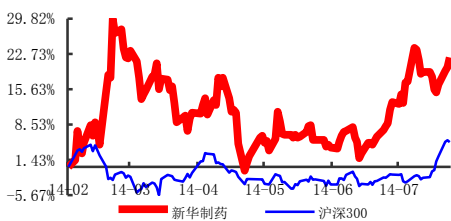
主要股东 (2014Q1)

| | |
|-----------------|--------|
| 香港中央结算(代理人有限公司) | 32.49% |
| 郝先进 | 3.66% |
| 岑文德 | 3.27% |

收入结构 (Y2013)

| | |
|---------|--------|
| 化学原料药 | 48.25% |
| 商业流通 | 25.70% |
| 制剂 | 17.42% |
| 化工产品及其它 | 7.59% |

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: ZB14-CR04

首次报告日期: 2014年07月31日

相关报告:

■ 数据预测与估值:

| 至 12 月 31 日 (¥.百万元) | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------------------|---------|--------|---------|---------|
| 营业收入 | 3169.65 | 3504.2 | 3926.93 | 4390.78 |
| 年增长率 | 6.67% | 10.56% | 12.06% | 11.81% |
| 归属于母公司的净利润 | 36.75 | 69.73 | 107.14 | 150.39 |
| 年增长率 | 55.28% | 89.77% | 53.65% | 40.36% |
| 每股收益 (元) | 0.08 | 0.15 | 0.23 | 0.33 |
| PER (X) | 78.00 | 41.60 | 27.13 | 18.91 |

注: 有关指标按当年股本摊薄

一、估值与投资建议

1.1 DCF 绝对估值：合理估值 7.20 元/股

我们用两阶段 DCF 绝对估值法，假设 2014-2023 年为明确预测期，2023 年起为永续增长阶段，永续增长率为 1.5%。根据 DCF 估值模型计算的公司合理价值为 7.20 元。

表 1 DCF 估值

| | | | |
|------------|--------|---------|-----------|
| Rf | 3.00% | 永续增长率 | 1.50% |
| Rm | 10.00% | 预测期现值 | 2,564.79 |
| β 系数 | 0.63 | 过渡期现值 | 376.97 |
| Ke | 7.43% | 永续期现值 | 1,481.79 |
| Kd | 6.34% | 企业价值 | 4,423.56 |
| 税率 | 15.00% | 股权价值 | 3,294.25 |
| D/(D+E) | 53.39% | 总股本(万股) | 45,731.28 |
| WACC | 6.34% | 每股价值(元) | 7.20 |

数据来源：Wind 上海证券研究所

表 2 敏感性分析

| WACC | 永续增长率(g) | | | | | | | | | | |
|--------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 0.93% | 1.02% | 1.13% | 1.24% | 1.36% | 1.50% | 1.65% | 1.82% | 2.00% | 2.20% | 2.42% |
| 3.94% | 11.99 | 12.23 | 12.51 | 12.84 | 13.24 | 13.73 | 14.33 | 15.09 | 16.08 | 17.40 | 19.25 |
| 4.33% | 10.67 | 10.85 | 11.06 | 11.30 | 11.58 | 11.93 | 12.35 | 12.87 | 13.53 | 14.38 | 15.52 |
| 4.76% | 9.53 | 9.66 | 9.81 | 9.98 | 10.19 | 10.44 | 10.74 | 11.10 | 11.54 | 12.11 | 12.84 |
| 5.24% | 8.52 | 8.62 | 8.73 | 8.86 | 9.01 | 9.19 | 9.40 | 9.65 | 9.96 | 10.34 | 10.83 |
| 5.76% | 7.63 | 7.71 | 7.79 | 7.88 | 7.99 | 8.12 | 8.27 | 8.45 | 8.67 | 8.93 | 9.26 |
| 6.34% | 6.85 | 6.90 | 6.96 | 7.03 | 7.11 | 7.20 | 7.31 | 7.44 | 7.59 | 7.77 | 8.00 |
| 6.97% | 6.14 | 6.18 | 6.23 | 6.28 | 6.34 | 6.40 | 6.48 | 6.57 | 6.68 | 6.81 | 6.96 |
| 7.67% | 5.51 | 5.54 | 5.57 | 5.61 | 5.65 | 5.70 | 5.76 | 5.82 | 5.90 | 5.99 | 6.10 |
| 8.44% | 4.94 | 4.96 | 4.99 | 5.02 | 5.05 | 5.08 | 5.12 | 5.17 | 5.22 | 5.28 | 5.36 |
| 9.28% | 4.43 | 4.44 | 4.46 | 4.48 | 4.50 | 4.53 | 4.56 | 4.59 | 4.63 | 4.67 | 4.72 |
| 10.21% | 3.96 | 3.97 | 3.98 | 3.99 | 4.01 | 4.03 | 4.05 | 4.07 | 4.10 | 4.13 | 4.16 |

数据来源：上海证券研究所

1.2 相对估值：合理估值区间 6.84-7.60 元

公司 13 年实现每股收益为 0.08 元，预计 14 年为 0.15 元，以 7 月 30 日收盘价 6.24 元计算，静态、动态市盈率分别为 78 和 41.60 倍。原料药上市公司 13 年、14 年市盈率中值分别为 35.90 倍和 26.53 倍。公司目前的估值水平高于原料药类上市公司平均水平。公司是

解热镇痛类药物龙头企业，随着公司在巩固原料药主导品种的基础上，特色原料药产品有望带动公司原料药业务走出低谷。而随着公司大制剂战略的实施，公司业绩有望进一步提升。我们看好公司未来的发展前景。我们给予公司合理估值区间为 6.84-7.60 元，相当于 14 年 PE45-50 倍。综合考虑绝对估值和相对估值，我们给予公司，“未来六个月内，谨慎增持”评级。

表 3 公司业绩预测

| 指标 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营业务收入(百万元) | 2971.52 | 3169.65 | 3504.27 | 3926.93 | 4390.78 |
| 增长率 | 1.16% | 6.67% | 10.56% | 12.06% | 11.81% |
| 净利润(百万元) | 23.66 | 36.75 | 69.73 | 107.14 | 150.39 |
| 增长率 | -68.87% | 55.28% | 89.77% | 53.65% | 40.36% |
| 摊薄后每股收益(元) | 0.052 | 0.080 | 0.152 | 0.234 | 0.329 |

数据来源：上海证券研究所

二、公司概况：解热镇痛类药物龙头企业

2.1 主营业务原料药生产为主

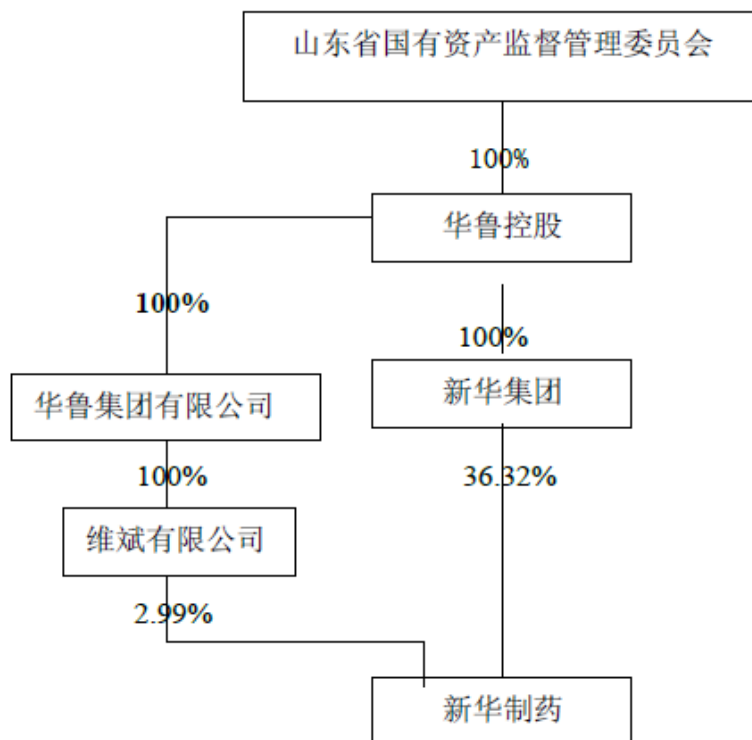
公司是国内主要骨干企业之一、国家高新技术企业，拥有国家级技术开发中心，是首批国家一级企业，“新华牌”商标被认定为“中国驰名商标”。公司主要从事化学合成原料药、医药制剂、化工原料、医药中间体、化工防腐设备、制药机械等六大类产品的研发、制造及销售，进行自营进出口贸易，是中国及亚洲地区最大的解热镇痛类药物生产与出口基地，也是国内抗感染类、心脑血管类、中枢神经类等多类药物的重要生产企业。公司是国内首家通过 ISO9001、ISO14001、ISO10012 三项认证的医药化工企业，所有在产原料药产品、制剂剂型均已通过 GMP 认证，茶碱、布洛芬等 8 个产品通过了美国 FDA 认证，茶碱、阿司匹林等 10 个产品获得了欧洲 COS 证书。

2.2 公司股权结构

公司控股股东为山东新华医药集团有限责任公司（“新华集团”），新华集团成立于 1995 年 6 月 15 日，属国有独资公司，注册资本为人民币 29,850 万元，法人代表为张代铭，其经营范围为：投资于建筑工程设计、房地产开发、餐饮；包装装潢、化工机械设备、仪器、仪表的制造、销售；化工产品（除化学危险品）销售；经营

进出口业务（资质证范围内经营）。2012 年度新华集团经审计营业收入人民币 32.65 亿元，利润人民币 6,771 万元。截至年末，新华集团资产总额人民币 395,619 万元，负债总额人民币 212,654 万元，资产负债率为 53.7%。

图 1 公司股东结构图



数据来源：定期报告上海证券研究所

三、公司业务经营状况分析

3.1 公司利润出现复苏

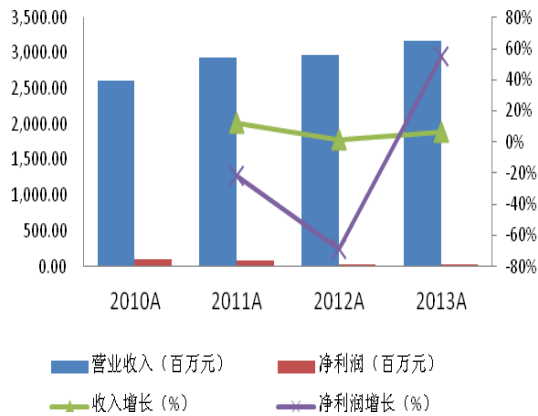
2010-2013 年，公司经营保持平稳。从收入增速上看，2010-2013 年分别为 12.37%、1.16%和 6.67%；同期公司的利润增速分别为 -21.83%、-68.87%和 55.28%。2013 年，公司实现营业收入为 31.70 亿元，同比增长 6.67%；实现净利润为人民币 0.37 亿元，同比增长 55.28%；实现每股收益人民币 0.08 元。近期，公司公告 14 年中报实现利润 3,892-4,142 万元，同比增长 680%-730%。2014 年上半年本公司深入开展技术攻关、节能降耗工作，原材料及动力消耗同比下降较大；子公司新华制药（寿光）有限公司积极开发市场，盈利大幅增加；计入当期损益的政府补助同比增加。从盈利能力看，公

公司的综合毛利率 2014 年 Q1 为 16.81%，比 2013 年稍有回升。虽然收入规模进一步扩大，公司的期间费用率保持较低水平，显示公司良好的费用控制水平。而随着制剂业务的扩大，公司的营业费用率有所增长。

3.2 原料药业务和制剂业务贡献公司主要的毛利

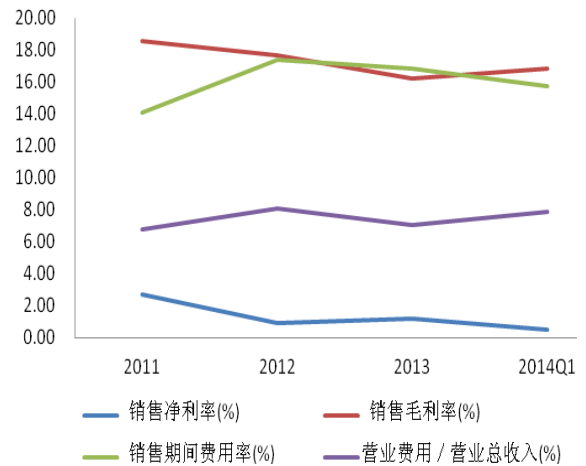
公司的业务主要可以分为四大块，即原料药、制剂、医药商业和化工产品。其中，原料药业务和制剂业务贡献公司主要的毛利。受化工行业不景气影响，公司化工业务的毛利率一路下滑，2013 年仅为 0.85%。而由于行业特性，公司的医药商业毛利率也仅为 4.91%。2013 年，化工业务及医药商业贡献的毛利分别为 200 万元及 4000 万元。我们预计，化工业务及医药商业未来仍将维持较低的毛利率水平。

图 2 公司近年来的收入、利润变化



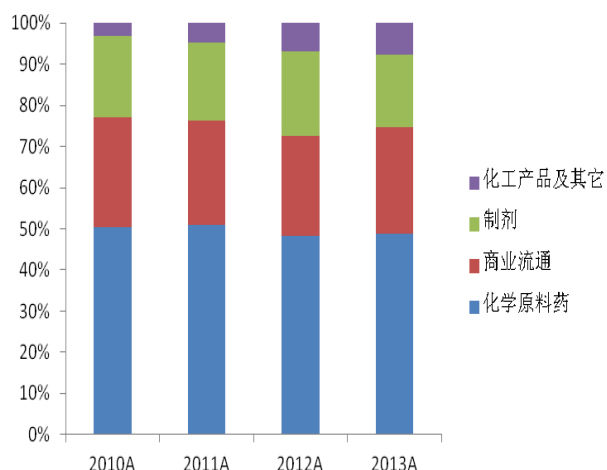
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 3 公司近年来盈利能力变化



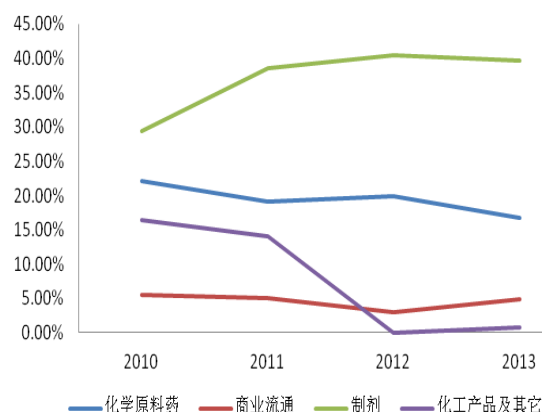
数据来源: Wind 上海证券研究所

图4 公司近年来的收入构成变化 (%)



数据来源: Wind 上海证券研究所

图5 公司近年来的毛利率变化 (%)



数据来源: Wind 上海证券研究所

四、发展战略：特色原料药+大制剂战略

1、原料药业务突出特色

2013年，公司主导原料药产品市场优势得到巩固，安乃近、阿司匹林、布洛芬、左旋多巴等产品市场占有率进一步提高，市场掌控能力明显增强。苯巴比妥、美洛昔康等特色原料药销售额增长80%以上。在巩固原料药主导品种、效益品种于欧美传统市场销售的基础上，公司努力抓好国际新兴市场的开拓，抓好国内市场维护，增强市场掌控能力。加快新产品入驻产业化中心速度，加大特色原料药产品的市场开发，积极培育新的增长点。

2、制剂业务推动大制剂战略

对制剂战略品种，公司实施差异化聚焦战略，制定切实可行的市场开发措施和激励措施，尽早实现单个制剂产品销售额过亿元目标；着力抓好普药产品的基药招标工作，实现基药中标突破；运用品牌授权方式引入更多品种，争取以最快速度获得新药文号，为制剂突破提供强大后劲。

3、注重创新

公司年报显示，2013年公司获得药品临床批件4个、保健品生产批件2个、委托生产许可证1个，取得受理文号11个。公司承担的国家科技重大专项“十一五”第三批计划项目“布洛芬工艺改进”等课题和项目通过验收，布洛芬工艺项目获山东省科技进步三等奖。全年获得专利授权22件，其中发明专利16件；申请专利26件，其中发明专利20件。

五、公司主营业务分析

5.1 原料药：特色原料药增速快

根据公司年报披露，占公司收入比重较大的原料药主要为：咖啡因、安乃近、左旋多巴、布洛芬、氨基比林、阿斯匹林、氢化可的松、吡哌酸。

表 4 原料药收入占比

| | 占收入比重 (%) | | 增长率 | |
|-------|-----------|------|------|---------|
| | 2012 | 2013 | 2012 | 2013 |
| 安乃近 | 9.44 | 5.96 | - | -32.65% |
| 咖啡因 | 7.28 | 6.91 | - | 1.25% |
| 氨基比林 | 2.72 | 3.05 | - | 19.61% |
| 阿斯匹林 | 4.87 | 2.36 | - | -48.31% |
| 氢化可的松 | 2.01 | 0.99 | - | -47.46% |
| 吡哌酸 | 0.55 | 0.53 | - | 2.79% |
| 布洛芬 | 5.77 | 4.64 | - | -14.22% |
| 左旋多巴 | 6.38 | 6.22 | - | 3.99% |

数据来源：定期报告 上海证券研究所

5.1.1 解热镇痛抗炎药

解热镇痛抗炎药是一类具有解热、止痛、多数还有抗炎、抗风湿作用的药物。阿司匹林是本类药物的代表，故此类药物也称为“阿司匹林类药物”。由于化学结构及抗炎机制与糖皮质激素(甾体类抗炎药)不同，故又称为非甾体抗炎药(NSAIDs)。NSAIDs的作用机理主要是通过抑制环加氧酶(cyclo-oxygenase, COX)而抑制前列腺素(prostaglandins, PGs)的合成,缓解或消除PGs(特别是PGE2)的致痛、致热和致炎作用。

图 6 NSAIDs 的作用机理

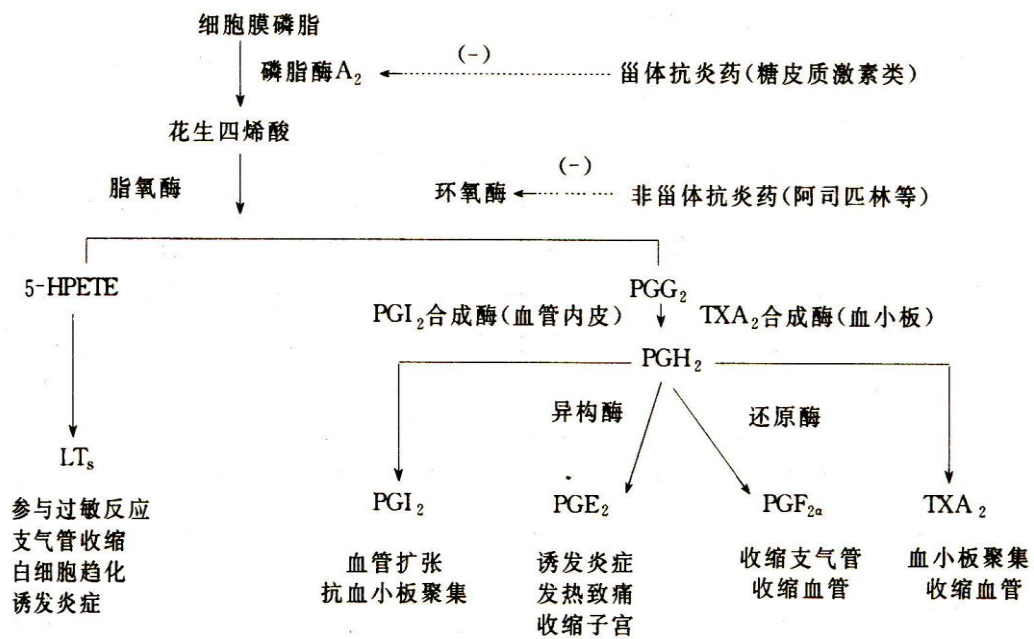


图 27-1 花生四烯酸代谢途径,主要代谢物的生物活性及药物作用环节

数据来源:《解热镇痛抗炎药》上海证券研究所

NSAIDs 的药理作用:

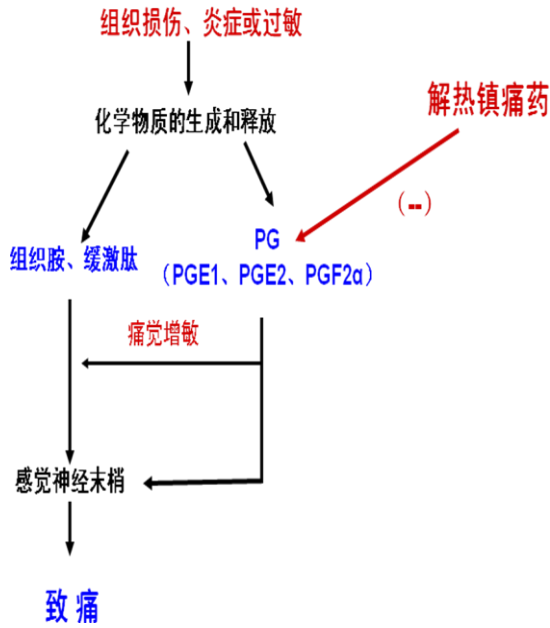
1) 抗炎作用。大多数解热镇痛药都有抗炎作用,对控制风湿性关节炎和类风湿性关节炎的症状有肯定疗效。其抗炎机制是,NSAIDs 通过抑制 PGs 合成而产生抗炎作用。PG 是参与炎症反应的重要生物活性物质,它们不仅能使血管扩张,通透性增加,引起局部充血,水肿和疼痛,还能增强缓激肽等的致炎作用。

2) 镇痛作用。阿司匹林类药物的镇痛效果不如吗啡类,对创伤性剧痛及内脏绞痛无效。但对头痛、神经痛、牙痛、关节痛、月经痛等(多为伴有 PG 的增多的炎性疼痛)均有良好的止痛效果,且有成瘾性小,不抑制呼吸等优点,故应用广泛。镇痛机制是抑制局部 PG 合成,减轻 PG 致痛作用,且降低痛觉感觉器对缓激肽致痛作用的敏感性。

3) 解热作用。发热是机体的一种防御反应,同时热型也是诊断疾病的重要依据,故一般发热不必急于应用解热药。但热度过高或持久发热会消耗体力,引起头痛、失眠、谵妄、昏迷,小儿高热易致惊厥,此时应给予解热药,并同时进行治疗。解热镇痛药是通过抑制中枢 PG 合成酶(环氧酶 COX-2),减少 PG(特别是 PGE2)的合成,从而消除 PG 对体温调定点的上调作用,使散热增多、产

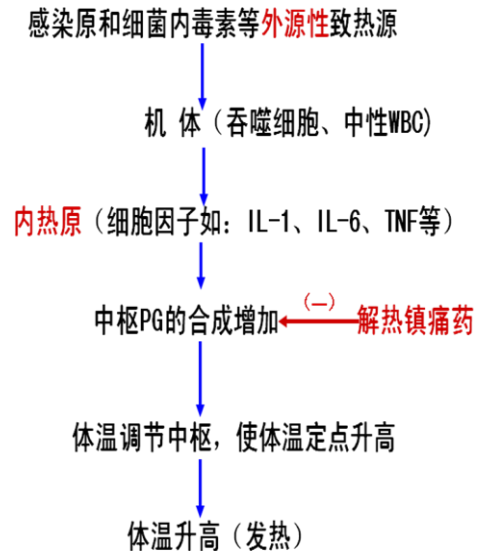
热减少而发挥解热作用。

图 7 NSAIDs 的镇痛作用机制



数据来源：《解热镇痛抗炎药》 上海证券研究所

图 8 NSAIDs 的解热作用机制



数据来源：《解热镇痛抗炎药》 上海证券研究所

5.1.2 解热镇痛抗炎药的分类

根据化学结构不同，解热镇痛抗炎药可分为六类：

- 1、吡唑酮类；
- 2、邻氨基苯甲酸类；
- 3、苯基乙酸类；
- 4、芳基丙酸类；
- 5、1, 2-苯并噻嗪类；
- 6、选择性 COX-2 抑制剂

表 5 解热镇痛抗炎药的分类

| 化学结构 | 主要药物 | 主要副作用 |
|---------|----------------|--|
| 吡唑酮 | 安替比林，氨基比林，安乃近 | 因可引起白细胞减少及粒细胞缺乏症等，均退出了临床。 |
| 邻氨基苯甲酸类 | 甲芬那酸；氟芬那酸；甲氯芬酸 | 又称为灭酸类药物。具有较强的消炎镇痛作用，临床上用于治疗风湿性及类风湿性关节炎。该类药物的副作用较多，主要是胃肠道障碍，如恶心、呕吐、腹泻、食欲不振等，亦能引起粒性白细胞缺乏症、血小板减少性紫癜、神经系统症状如头痛、倦睡等。 |

| | | |
|---------------|----------------|--|
| 苯基乙酸类 | 吲哚美辛、双氯芬酸钠 | 吲哚美辛抗炎活性比可的松强 5 倍，比保泰松强 25 倍；吲哚美辛的抗炎作用并不是以往所设想的对抗 5-HT，而是和其它大多数抗炎药物一样，作用于环氧合酶，抑制前列腺素的生物合成。 双氯芬酸钠的抗炎、镇痛和解热作用很强。镇痛活性为吲哚美辛的 6 倍，阿司匹林的 40 倍；解热作用为吲哚美辛的 2 倍，阿司匹林的 35 倍。药效强，不良反应少，剂量小，个体差异小。是世界上使用最广泛的非甾体抗炎药之一。 |
| 芳基丙酸类 | 布洛芬 | 一线用药；具有较好抗炎、解热、镇痛作用，与阿司匹林相当；胃肠道反应较轻，易于耐受而较常用 |
| 1,2-苯并噻嗪类 | 1,2-苯并噻嗪，又称昔康类 | 吡罗昔康（胃肠道不良反应发生率约为 20%，耳鸣、皮疹等）；美洛昔康（与其他非选择性 COX-2 抑制剂相比，不良反应轻） |
| 选择性 COX-2 抑制剂 | 塞来昔布；罗非昔布；尼美舒利 | 胃肠道不良反应少，但有更为严重的心血管系统不良反应。 |

数据来源：上海证券研究所

5.1.3 解热镇痛抗炎药：老品种增速下滑

非甾体抗炎药具有抗炎、抗风湿、止痛、退热等作用，但在化学结构上又与抗炎、抗风湿的肾上腺皮质激素（甾体）迥然不同。这类药物有解热止痛作用，其不良反应比甾体药物要小得多。从全球看，无论是非处方药还是处方药，非甾体抗炎药都是临床上使用最广的一类。目前，全世界大约每天有 3500 万人使用非甾体抗炎药，是处方量最大的一类药物，其全球市场规模约 108 亿美元。主要品种有：塞来昔布、酮洛芬、双氯芬酸钠、洛索洛芬、萘普生钠、依托考昔等，目前国际上销量最好的是塞来昔布。据全球畅销药数据，2012 年，塞来昔布、复方阿司匹林、酮洛芬、双氯芬酸钠、洛索洛芬、依托考昔、萘普生钠销售额分别为 31.5 亿美元、12.9 亿美元、8.9 亿美元、8.8 亿美元、6.8 亿美元、4.5 亿美元、4.3 亿美元。其中，表现最为突出的为塞来昔布，2012 年销售额已超过 30 亿美元，占整个非甾体抗炎药 45% 份额。

从国内制剂终端市场看，我国非甾体抗炎药销售收入保持持续增长。根据南方所测算，2013 年仅样本医院销售金额就高达 7.7 亿元，按照放大推算，终端规模接近 40 亿元。国内制剂终端市场排名前 10 位产品分别是氟比洛芬、塞来昔布、洛索洛芬、布洛芬、

美洛昔康、双氯芬酸、依托考昔、醋氯芬酸、尼美舒利、酮咯酸氨丁三醇，前 5 位产品占整体市场 79.3%，前 10 位产品占整体市场 94.0%。从 2005-2013 年非甾体抗炎药市场趋势来看，氟比洛芬、塞来昔布两大产品引领市场。其中，2013 年较上年同期增长率最高的 5 个产品是氟比洛芬、塞来昔布、洛索洛芬、依托考昔、酮咯酸氨丁三醇，其中，前三位产品较上年同期增长率在 10.0% 左右，后两个产品较上年同期增长率都在 40.0% 以上。而对比 2010 年的市场研究报告，口服非甾体抗炎药中布洛芬、对乙酰氨基酚、阿司匹林以及双氯芬酸钠四大品种在三个城市的零售市场上占据了大半壁江山。由此可见，副作用小、疗效显著的新型解热镇痛抗炎药获得了更快的市场发展。

根据 wind 统计的主要解热镇痛抗炎原料药价格走势看，除布洛芬价格稍有上涨外，咖啡因、安乃近、阿司匹林的价格均保持平稳，变动不大。而根据公司年报显示，苯巴比妥、美洛昔康等特色原料药销售额增长 80% 以上。苯巴比妥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。美洛昔康与其他非选择性 COX-2 抑制剂相比，不良反应轻。我们预计，公司主导产品，安乃近等未来只能保持 3-5% 的增长；而受其他特色原料药增长带动，公司原料药业务将能恢复 10% 以上的增长。

图 9 近三年咖啡因价格走势

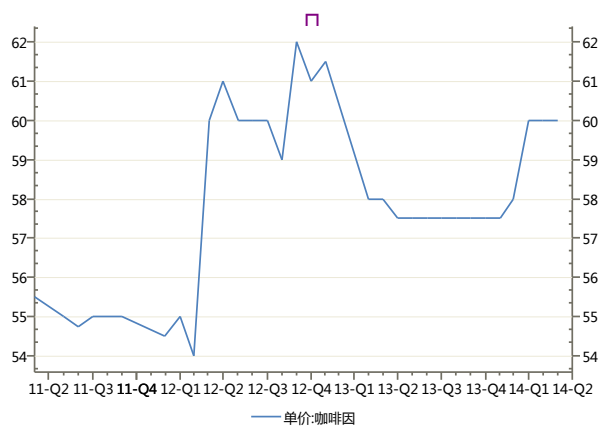
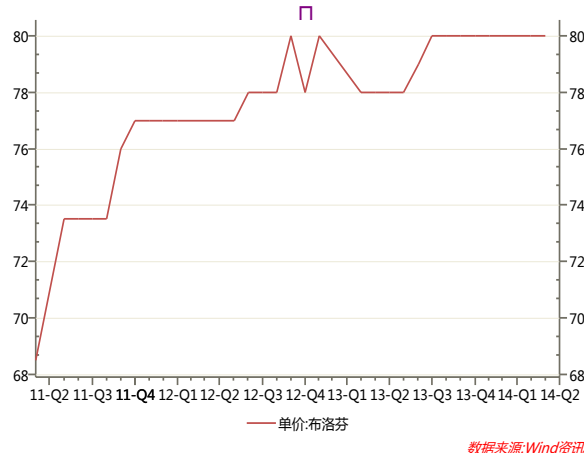


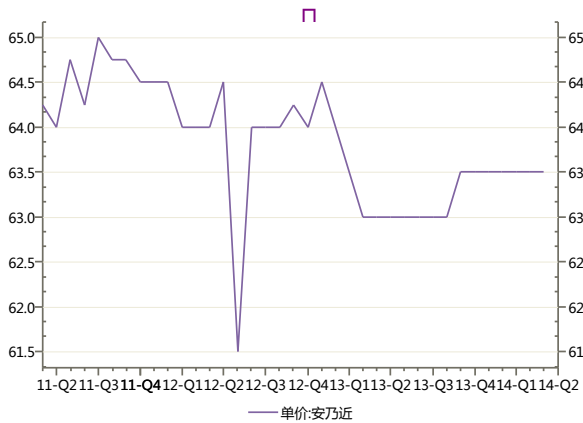
图 10 近三年布洛芬价格走势



数据来源: wind 上海证券研究所

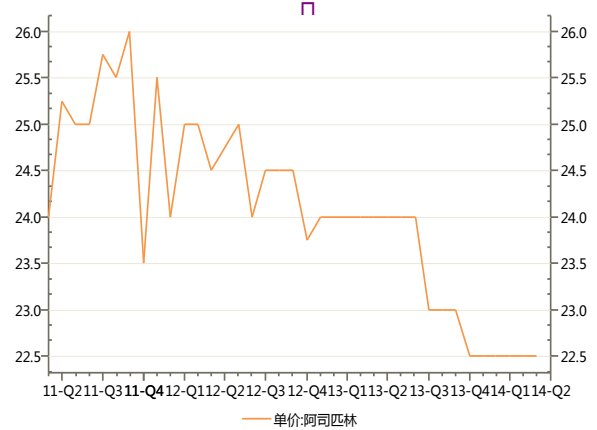
数据来源: wind 上海证券研究所

图 11 近三年安乃近价格走势



数据来源: Wind资讯

图 12 近三年阿司匹林价格走势



数据来源: Wind资讯

数据来源: wind 上海证券研究所

数据来源: wind 上海证券研究所

表 6 化学原料药收入拆分

| 单位 (百万元) | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------|--------|---------|----------|----------|----------|
| 安乃近 | 280.51 | 188.91 | 194.58 | 202.36 | 212.48 |
| 咖啡因 | 216.33 | 219.02 | 225.59 | 234.62 | 246.35 |
| 氨基比林 | 80.83 | 96.67 | 101.51 | 107.60 | 115.13 |
| 阿斯匹林 | 144.71 | 74.80 | 77.05 | 79.36 | 81.74 |
| 氢化可的松 | 59.73 | 31.38 | 32.01 | 32.97 | 34.29 |
| 吡哌酸 | 16.34 | 16.80 | 17.64 | 18.52 | 19.45 |
| 布洛芬 | 171.46 | 147.07 | 154.43 | 162.15 | 170.25 |
| 左旋多巴 | 189.58 | 197.15 | 205.04 | 213.24 | 221.77 |
| 其他 | 251.98 | 557.56 | 724.83 | 906.04 | 1,087.25 |
| 合计 | | | 1,732.67 | 1,956.85 | 2,188.71 |
| 增速 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| 安乃近 | | -32.65% | 3.00% | 4.00% | 5.00% |
| 咖啡因 | | 1.25% | 3.00% | 4.00% | 5.00% |
| 氨基比林 | | 19.61% | 5.00% | 6.00% | 7.00% |
| 阿斯匹林 | | -48.31% | 3.00% | 3.00% | 3.00% |
| 氢化可的松 | | -47.46% | 2.00% | 3.00% | 4.00% |
| 吡哌酸 | | 2.79% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 布洛芬 | | -14.22% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 左旋多巴 | | 3.99% | 4.00% | 4.00% | 4.00% |
| 其他 | | 121.27% | 30.00% | 25.00% | 20.00% |

数据来源: wind 上海证券研究所

5.2 制剂业务：实施大制剂战略

2013 年公司制剂收入为 5.52 亿元，同比下降 7.58%。制剂收入下降的主要原因是受国内医改、招标影响。根据公司年报显示，占制剂收入比重较大的产品主要有，吡哌酸片、复方甘草片、尼莫地平片。其中收入最大的吡哌酸片 2013 年收入仅为 7 千万元。吡哌酸片，适应症为用于敏感菌革兰阴性杆菌所致的尿路感染、细菌性肠道感染。复方甘草片为复方制剂，其组分为：每片含甘草浸膏粉 112.5 毫克、阿片粉或罂粟果提取物粉 4 毫克、八角茴香油 2 毫克、苯甲酸钠 2 毫克。主要用于镇咳祛痰。尼莫地平片，适应症为适用于各种原因的蛛网膜下隙出血后的脑血管痉挛和急性脑血管病恢复期的血液循环改善。

根据公司战略，公司计划推进大制剂战略，舒泰得等五个战略制剂产品销量合计增长 30% 以上。其中，舒泰得（雷贝拉唑钠肠溶片）是公司 2009 年上市的国家二类新药，属于国家医保乙类品种，是目前国际上最前沿的质子泵抑制剂，在临床上用于消化系统溃疡及返流性食管炎、卓-艾氏综合征等的治疗，与其它质子泵抑制剂相比，雷贝拉唑钠肠溶片具有独特的优势。

针对公司主要制剂品种销售规模过小，公司还提出了对战略品种实施差异化聚焦战略，并提出了早日实现单个制剂产品销售额过亿元目标。我们预计公司制剂产品将能维持 5%-10% 左右的增长。

表 7 制剂收入拆分

| 单位（百万元） | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 吡哌酸片 | 73.40 | 69.73 | 69.73 | 71.82 | 75.42 |
| 复方甘草片 | 35.36 | 38.35 | 40.27 | 42.28 | 44.40 |
| 尼莫地平片 | 26.15 | 23.14 | 23.14 | 23.60 | 24.31 |
| 其他 | 462.39 | 420.79 | 441.83 | 486.01 | 558.91 |
| 合计 | | | 574.97 | 623.72 | 703.03 |
| 增速 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| 吡哌酸片 | | -4.99% | 0.00% | 3.00% | 5.00% |
| 复方甘草片 | | 8.46% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 尼莫地平片 | | -11.51% | 0.00% | 2.00% | 3.00% |
| 其他 | | -9.00% | 5.00% | 10.00% | 15.00% |

数据来源：wind 上海证券研究所

六、盈利预测

6.1 预测假设

- 1、特色原料药推广顺利；
- 2、主要制剂品种保持平稳增长；
- 3、随着宏观经济复苏，化工产品毛利恢复。

6.2 盈利预测

我们预计 2014 年~2016 年公司的收入增长分别为 10.56%、12.06%和 11.81%；净利润增长分别为 89.77%、53.65%和 40.36%；摊薄后每股收益分别为 0.15 元，0.23 元和 0.33 元。

七、风险提示

7.1 未来药品价格的变化

近年来，为治理药价虚高、降低群众医疗成本，政府加强了对药价的管理工作，2006 年以来国家发改委多次调低相关药品的最高零售价，对药品生产企业的收入和利润有不同程度的影响。

7.2 医药行业招投标政策影响

2014 年医药行业将迎招标大年，各地的基药招标启动、基药使用比例提升等政策因素，将对销售产生一定的影响。考虑到医保支付压力的存在，原研药降价政策的出台，医改政策执行力度的进一步加大，带来一定的政策不确定性。

八、附表

附表 1 公司分业务增速与毛利预测 (单位: 百万元人民币)

| 分业务收入测算 | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------|---------|---------|---------|---------|
| 化学原料药 | 1529.38 | 1732.67 | 1956.85 | 2188.71 |
| 商业流通 | 814.53 | 895.98 | 985.58 | 1084.14 |
| 制剂 | 552.01 | 574.97 | 623.72 | 703.03 |
| 化工产品及其它 | 240.52 | 300.65 | 360.78 | 414.90 |
| 合计 | 3169.65 | 3504.27 | 3926.93 | 4390.78 |
| 分业务成本测算 | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| 化学原料药 | 1272.99 | 1429.45 | 1604.62 | 1783.80 |
| 商业流通 | 774.51 | 851.18 | 936.30 | 1029.93 |
| 制剂 | 333.06 | 344.98 | 374.23 | 421.82 |
| 化工产品及其它 | 238.47 | 270.59 | 317.49 | 356.81 |
| 合计 | 2656.29 | 2896.20 | 3232.64 | 3592.36 |
| 分业务增速 | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| 化学原料药 | 8.35% | 13.29% | 12.94% | 11.85% |
| 商业流通 | 13.31% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 制剂 | -7.58% | 4.16% | 8.48% | 12.72% |
| 化工产品及其它 | 17.60% | 25.00% | 20.00% | 15.00% |
| 分业务毛利率 | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| 化学原料药 | 16.76% | 17.50% | 18.00% | 18.50% |
| 商业流通 | 4.91% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 制剂 | 39.66% | 40.00% | 40.00% | 40.00% |
| 化工产品及其它 | 0.85% | 10.00% | 12.00% | 14.00% |

数据来源: Wind 上海证券研究所

附表 2 公司财务预测与估值

财务和估值数据摘要

| 单位:百万元 | 2011A | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 2937.53 | 2971.52 | 3169.65 | 3504.27 | 3926.93 | 4390.78 |
| 增长率(%) | 12.37% | 1.16% | 6.67% | 10.56% | 12.06% | 11.81% |
| 归属母公司股东净利润 | 76.02 | 23.66 | 36.75 | 69.73 | 107.14 | 150.39 |
| 增长率(%) | -21.83% | -68.87% | 55.28% | 89.77% | 53.65% | 40.36% |
| 每股收益(EPS) | 0.166 | 0.052 | 0.080 | 0.152 | 0.234 | 0.329 |
| 每股股利(DPS) | 0.050 | 0.030 | 0.010 | 0.051 | 0.078 | 0.110 |
| 每股经营现金流 | 0.238 | 0.097 | 0.248 | 1.076 | 0.589 | 1.147 |
| 销售毛利率 | 18.59% | 17.64% | 16.20% | 17.35% | 17.68% | 18.18% |
| 销售净利率 | 2.71% | 0.88% | 1.21% | 2.07% | 2.84% | 3.57% |
| 净资产收益率(ROE) | 4.45% | 1.36% | 2.09% | 3.86% | 5.71% | 7.61% |
| 投入资本回报率(ROIC) | 5.40% | 1.41% | 0.58% | 2.74% | 4.17% | 6.02% |
| 市盈率(P/E) | 36.33 | 116.73 | 75.17 | 39.61 | 25.78 | 18.37 |
| 市净率(P/B) | 1.62 | 1.59 | 1.57 | 1.53 | 1.47 | 1.40 |
| 股息率(分红/股价) | 0.008 | 0.005 | 0.002 | 0.008 | 0.013 | 0.018 |

报表预测

| 利润表 | 2011A | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 2937.53 | 2971.52 | 3169.65 | 3504.27 | 3926.93 | 4390.78 |
| 减: 营业成本 | 2391.58 | 2447.20 | 2656.29 | 2896.20 | 3232.64 | 3592.36 |
| 营业税金及附加 | 13.16 | 15.43 | 17.66 | 17.81 | 19.96 | 22.31 |
| 营业费用 | 199.66 | 239.90 | 224.07 | 256.27 | 287.18 | 321.11 |
| 管理费用 | 176.05 | 215.69 | 223.24 | 237.06 | 265.65 | 297.03 |
| 财务费用 | 37.27 | 60.25 | 86.54 | 64.99 | 53.68 | 47.11 |
| 资产减值损失 | 56.90 | 17.55 | 12.83 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 加: 投资收益 | 9.02 | 5.79 | 7.12 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 71.93 | -18.71 | -43.86 | 31.94 | 67.82 | 110.86 |
| 加: 其他非经营损益 | 21.28 | 53.69 | 94.38 | 53.59 | 63.59 | 73.59 |
| 利润总额 | 93.21 | 34.98 | 50.52 | 85.53 | 131.41 | 184.45 |
| 减: 所得税 | 13.59 | 8.72 | 12.21 | 12.83 | 19.71 | 27.67 |
| 净利润 | 79.62 | 26.26 | 38.31 | 72.70 | 111.70 | 156.79 |
| 减: 少数股东损益 | 3.60 | 2.60 | 1.56 | 2.97 | 4.56 | 6.40 |
| 归属母公司股东净利润 | 76.02 | 23.66 | 36.75 | 69.73 | 107.14 | 150.39 |
| 资产负债表 | 2011A | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| 货币资金 | 278.94 | 411.10 | 369.70 | 503.31 | 753.89 | 1262.31 |
| 应收和预付款项 | 414.52 | 484.78 | 476.49 | 558.78 | 600.81 | 694.82 |
| 存货 | 423.79 | 489.67 | 531.99 | 530.61 | 655.43 | 662.59 |
| 其他流动资产 | 3.50 | 3.27 | 3.68 | 3.68 | 3.68 | 3.68 |
| 长期股权投资 | 23.35 | 26.47 | 26.33 | 26.33 | 26.33 | 26.33 |
| 投资性房地产 | 37.14 | 68.91 | 63.93 | 55.42 | 46.91 | 38.40 |

| | | | | | | |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 固定资产和在建工程 | 1426.49 | 1696.96 | 1946.38 | 1621.37 | 1296.37 | 971.37 |
| 无形资产和开发支出 | 223.50 | 260.59 | 273.72 | 240.43 | 207.14 | 173.85 |
| 其他非流动资产 | 136.07 | 156.30 | 127.41 | 127.41 | 127.41 | 127.41 |
| 资产总计 | 2967.32 | 3598.05 | 3819.63 | 3667.35 | 3717.98 | 3960.77 |
| 短期借款 | 296.15 | 419.86 | 330.67 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付和预收款项 | 463.69 | 505.07 | 522.01 | 651.07 | 625.88 | 762.26 |
| 长期借款 | 213.32 | 717.65 | 888.77 | 888.77 | 888.77 | 888.77 |
| 其他负债 | 244.41 | 178.49 | 281.36 | 281.36 | 281.36 | 281.36 |
| 负债合计 | 1217.58 | 1821.07 | 2022.81 | 1821.19 | 1796.01 | 1932.39 |
| 股本 | 457.31 | 457.31 | 457.31 | 457.31 | 457.31 | 457.31 |
| 资本公积 | 659.50 | 676.70 | 667.14 | 667.14 | 667.14 | 667.14 |
| 留存收益 | 593.12 | 603.28 | 635.08 | 681.45 | 752.70 | 852.71 |
| 归属母公司股东权益 | 1709.93 | 1737.29 | 1759.53 | 1805.90 | 1877.15 | 1977.16 |
| 少数股东权益 | 39.81 | 39.70 | 37.29 | 40.26 | 44.82 | 51.22 |
| 股东权益合计 | 1749.74 | 1776.99 | 1796.82 | 1846.16 | 1921.97 | 2028.37 |
| 负债和股东权益合计 | 2967.32 | 3598.05 | 3819.63 | 3667.35 | 3717.98 | 3960.77 |
| 现金流量表 | 2011A | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| 经营性现金净流量 | 108.68 | 44.16 | 113.63 | 492.24 | 269.46 | 524.76 |
| 投资性现金净流量 | -322.54 | -405.18 | -246.90 | 45.55 | 54.05 | 62.55 |
| 筹资性现金净流量 | 128.16 | 477.53 | 73.13 | -404.18 | -72.94 | -78.89 |
| 现金流量净额 | -88.51 | 113.92 | -71.72 | 133.61 | 250.57 | 508.42 |

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 赵冰

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

| 投资评级 | 定义 |
|------|---------------------------|
| 增持 | 股价表现将强于基准指数 20%以上 |
| 谨慎增持 | 股价表现将强于基准指数 10%以上 |
| 中性 | 股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| 减持 | 股价表现将弱于基准指数 10%以上 |

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

| 投资评级 | 定义 |
|------|-------------------------------|
| 增持 | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5% |
| 中性 | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$ |
| 减持 | 行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5% |

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及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，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。