

日期: 2014年11月21日

行业: 零售业



魏贇

02153519888-1960

weiyun@shzq.com

执业证书编号: S0870513090001

医药工业重新发力 内生外延可期

■ 投资摘要

估值与投资建议

预计14、15年实现EPS为0.76、0.98元,以11月20日收盘价29.64元计算,动态PE分别为38.99倍和30.13倍。中药行业上市公司14、15年市盈率中值为34.22倍和27.32倍。公司目前的估值略高于行业平均估值。公司老产品二次开发及营销改革促进公司内生持续稳健增长,公司外延式发展可期,股权激励激发公司活力,我们看好公司未来的发展前景,首次给予公司“未来六个月,谨慎增持”评级。

内生增长动力充足

公司已经启动老产品二次开发,并对新产品研发及引进进行了规划。公司调整营销团队,加大招投标团队力量,备战招标大年,公司基药品种有望快速放量。公司对核心团队进行了股权激励,有利于激发公司活力。

外延发展可期

公司与中融康健成立并购基金,管理团队入股,并购基金正在积极寻找项目,预计15年内会有并购项目落地,公司外延式发展从此起步。

主要风险

基药招标进度不及预期;厂区搬迁带来费用增加;管理团队调整;营销改革风险。

■ 数据预测与估值:

| 至12月31日(¥.百万元) | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 1,992.39 | 1,845.82 | 2,159.27 | 2,516.55 |
| 年增长率 | 29.40% | -7.36% | 16.98% | 16.55% |
| 归属于母公司的净利润 | 95.90 | 116.61 | 150.89 | 190.03 |
| 年增长率 | 16.32% | 21.60% | 29.39% | 25.94% |
| 每股收益(元) | 0.63 | 0.76 | 0.98 | 1.24 |
| PER(X) | 47.41 | 38.99 | 30.13 | 23.93 |

注:有关指标按当年股本摊薄

基本数据 (2014Q3)

| | |
|-----------------|-------------|
| 报告日股价(元) | 29.85 |
| 12mth A股价格区间(元) | 19.02-32.97 |
| 总股本(百万股) | 153.40 |
| 无限售A股/总股本 | 100% |
| 流通市值(亿元) | 45.76 |
| 每股净资产(元) | 6.24 |
| PBR(X) | 4.78 |
| DPS(Y2013,元) | 10派3.80 |

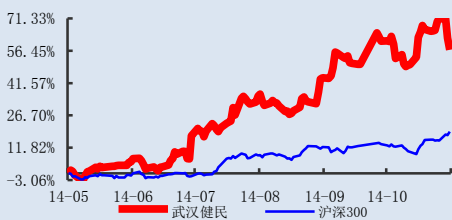
主要股东 (2014Q3)

| | |
|--------------------------|--------|
| 华方医药科技有限公司 | 22.07% |
| 上海浦东发展银行-长信金利趋势股票型证券投资基金 | 4.95% |
| 华立集团股份有限公司 | 4.64% |

收入结构 (2014H1)

| | |
|------|--------|
| 医药商业 | 60.30% |
| 医药工业 | 39.48% |

最近6个月股票与沪深300比较



报告编号: WY14-CR03

首次报告日期: 2014年11月20日

相关报告:

目 录

| | |
|-----------------------------------|-----------|
| 一、公司概况 | 3 |
| 1.1 公司经营情况概述..... | 3 |
| 1.2 公司股权情况..... | 4 |
| 二、华立集团中药 OTC 平台 | 5 |
| 2.1 医药工业重新发力..... | 5 |
| 2.1.1 老产品二次开发增速提升..... | 5 |
| 2.1.2 改革推进营销转型..... | 7 |
| 2.2 研发上重点推进大品种及儿科品种..... | 7 |
| 2.3 体外培育牛黄快速成长..... | 8 |
| 2.4 并购基金开启外延发展..... | 9 |
| 三、股权激励激发公司动力 | 10 |
| 四、盈利预测 | 12 |
| 4.1 预测假设..... | 12 |
| 4.2 盈利预测..... | 12 |
| 五、首次给予“未来六个月，谨慎推荐”评级 | 12 |
| 六、风险提示 | 13 |
| 6.1 厂区搬迁..... | 13 |
| 6.2 公司人事调整风险..... | 13 |
| 6.3 基药招标进度缓慢..... | 13 |
| 6.4 营销改革风险..... | 13 |
| 七、附表 | 14 |

图

| | |
|--------------------------------|----|
| 图 1 公司近年来的收入、利润变化..... | 3 |
| 图 2 公司近年来盈利能力变化..... | 3 |
| 图 3 公司近年来的收入构成变化 (%)..... | 4 |
| 图 4 公司近年来综合毛利率变化..... | 4 |
| 图 5 公司股权概况及实际控制人控制的部分其他资产..... | 4 |
| 图 6 乳腺疾病的流行病学分析..... | 6 |
| 图 7 中医理论解释乳腺增生的原因..... | 6 |
| 图 8 西医理论解释乳腺增生的原因..... | 6 |
| 图 9 乳腺增生的治疗..... | 6 |
| 图 10 健民大鹏近年收入情况..... | 8 |
| 图 11 健民大鹏近年利润情况..... | 8 |
| 图 12 并购基金概况..... | 10 |

表

| | |
|----------------------|----|
| 表 1 公司部分研发项目..... | 8 |
| 表 2 天然牛黄及其代用品比较..... | 9 |
| 表 3 重点工作考核内容及权重..... | 11 |
| 表 4 考核指标..... | 12 |

一、公司概况

1.1 公司经营情况概述

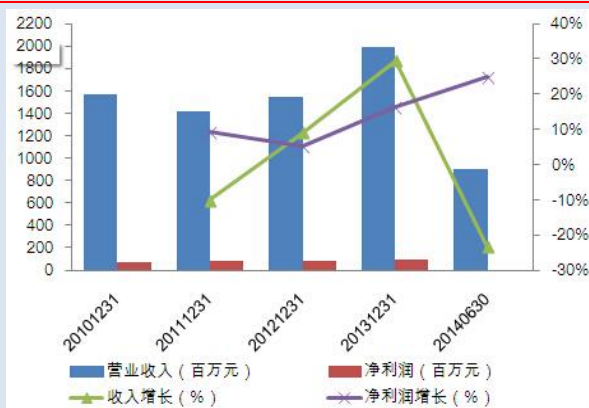
公司业务覆盖医药工业和商业，两大生产基地，生产颗粒剂、片剂、丸剂、胶囊剂、糖浆剂、膏剂等六大剂型近 500 个品种、品规，主导品种包括龙牡壮骨系列、健脾生血颗粒、小金胶囊、小儿解感颗粒、小儿宝泰康、银杏叶分散片等，龙牡壮骨系列近年持续稳健增长，二线品种儿科品种、妇科品种健脾生血颗粒、小金胶囊等逐渐发力，收入快速增长。公司管理团队正在酝酿一个未来十年发展规划，将围绕儿童、妇女、老年健康管理的主线，加快发展步伐。

公司去年进行了股权激励，超过最低业绩标准后对核心人员分区间计提激励，以激发活力。

此外，公司还设立了并购基金，有望通过外延式发展进一步增厚公司业绩。

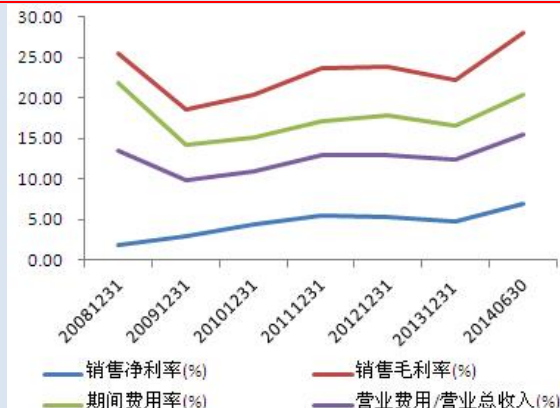
今年上半年，公司实现营业收入 9.06 亿元，同比下降 23.37%，其中工业收入 3.78 亿元，同比增长 6.14%，商业收入 5.47 亿元，同比下降 34.81%，与广东诺尔康药业 2013 年 7 月退出合并范围有关；实现利润总额 7151.05 万元，同比增长 25.11%；实现归属于母公司净利润 6127.5 万元，同比增长 24.81%。

图 1 公司近年来的收入、利润变化



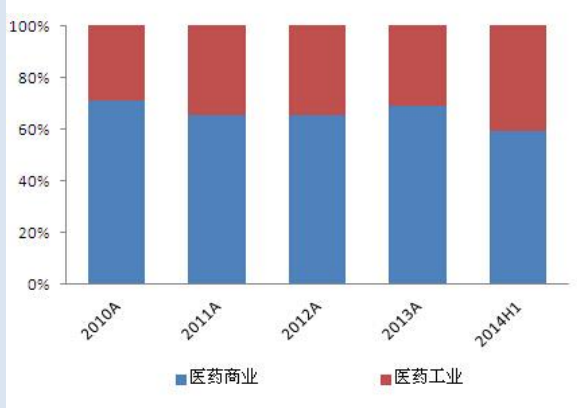
数据来源：公司历年定期公告 上海证券研究所

图 2 公司近年来盈利能力变化



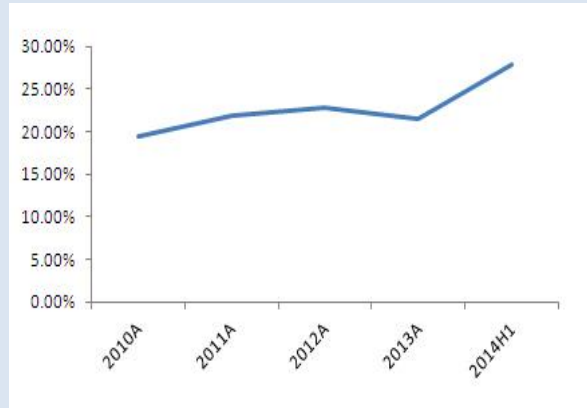
数据来源：公司历年定期公告 上海证券研究所

图 3 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 4 公司近年来综合毛利率变化



数据来源: Wind 上海证券研究所

1.2 公司股权情况

公司控股股东为华方医药科技有限公司, 2013 年华方医药实现收入约 66.13 亿元, 实现净利润约 2.94 亿元。华方医药同时持有昆明制药集团股份有限公司 18.83% 股份。

公司实际控制人汪力成, 持有华立集团股份有限公司 45.92% 股权, 旗下全资子公司华方医药科技持有昆明制药 18.83% 股权, 持有武汉健民 22.07% 股权。此外, 华立集团还持有华智控股 23.52% 股权, 持有开创国际 14.24% 股权。

相比较于以创新药和处方药为主的昆明制药, 公司更倾向于中药 OTC 品种为主, 是华立集团旗下重要的中药 OTC 平台。

图 5 公司股权概况及实际控制人控制的部分其他资产



数据来源: 公司年报 上海证券研究所

二、华立集团中药 OTC 平台

2.1 医药工业重新发力

公司产品中，小金胶囊、生血片/颗粒及小儿宝泰康等三个产品进入 2012 年版国家基药目录，在已发布的省医保增补目录中，龙牡壮骨颗粒进入青海省基药增补目录，便通胶囊、小儿化毒散进入安徽省基药增补目录。

2.1.1 老产品二次开发增速提升

公司通过进行二次开发来寻求老产品的持续增长，以延长生命周期。围绕“疗效、质量、适应症”等二次开发方向，以提高质量、增强疗效为目标，公司对主导产品和重点产品进行技术公关和工艺改进。

龙牡壮骨颗粒曾经是一代国人补钙的记忆，公司龙牡壮骨系列产品包括龙牡壮骨颗粒、龙牡壮骨咀嚼片和果味无糖颗粒。2013 年公司研发部门完成了龙牡壮骨颗粒 VD2 稳定性、质量标准提高研究、药效学、物质基础、作用机制研究；目前，公司已经完成了龙牡壮骨颗粒药效学、作用机制研究，摸出了 VD2 衰变规律，建立了黄芪甲苷含测方法，并申报龙牡壮骨颗粒专利 1 项。近年，龙牡壮骨颗粒增长平稳。2013 年，龙牡壮骨颗粒销售额 27830 万元，同比增长 9.6%，今年上半年，龙牡颗粒销售收入同比增长 4.83%。

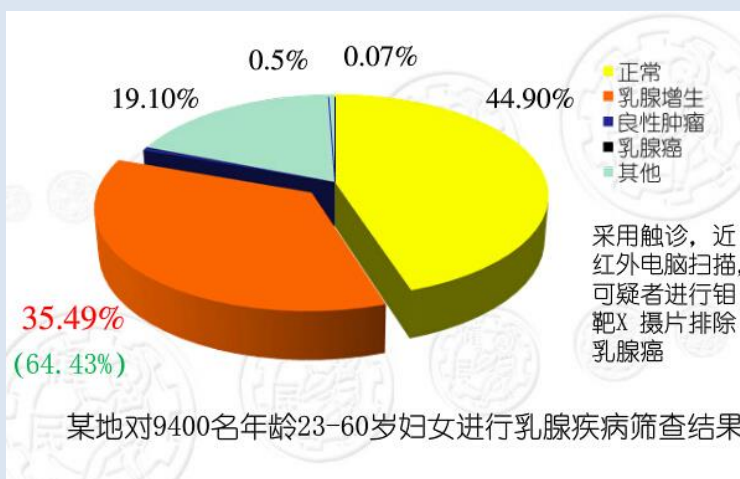
公司二线产品中，小金胶囊是其核心品种，市场潜力大。公司正按计划开展小金胶囊药物经济学评价工作。

小金胶囊是根据清代名方“小金丹”研发而成的国家四类新药，主要用于气血瘀滞所引起的乳腺增生、乳腺炎、子宫肌瘤、卵巢囊肿等。

乳腺增生为 30~40 岁妇女常见疾病，中医理论认为病因为肝气郁结、冲任失调、气滞血瘀，治疗上以疏肝解郁、化瘀通络、软坚散结为主，中成药中包括小金胶囊、小金丸、乳癖消、消结安等，其中，胶囊剂型只有公司和四川天基两家公司生产，公司为首研、优质优价品种。相对于竞争激励、厂家众多的小金丸/片，小金胶囊在医院渠道有类独家优势和品牌优势。

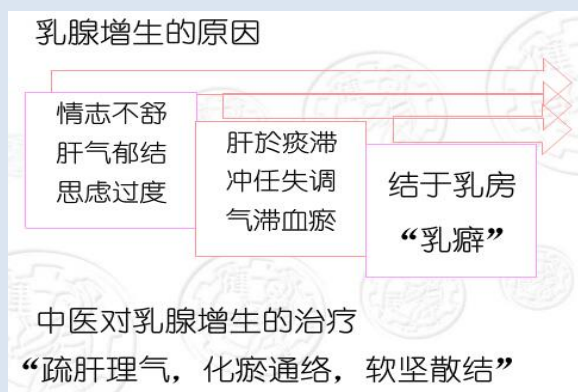
除了龙牡壮骨系列和小金胶囊，公司还启动了健脾生血颗粒、小金胶囊等重点产品，以明晰中药临床价值为主的循证医学研究；启动了子公司随州健民产品银杏叶分散片、小儿解感颗粒的二次开发工作。

图 6 乳腺疾病的流行病学分析



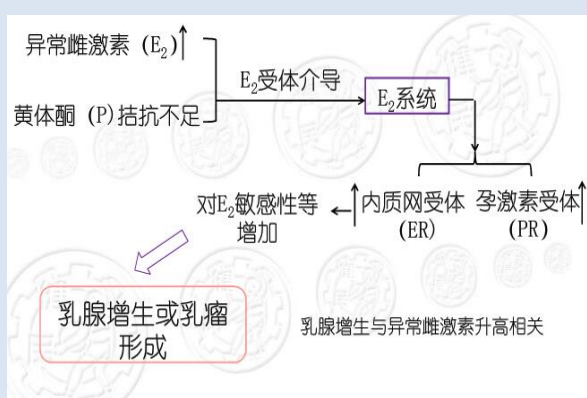
数据来源: 上海证券研究所

图 7 中医理论解释乳腺增生的原因



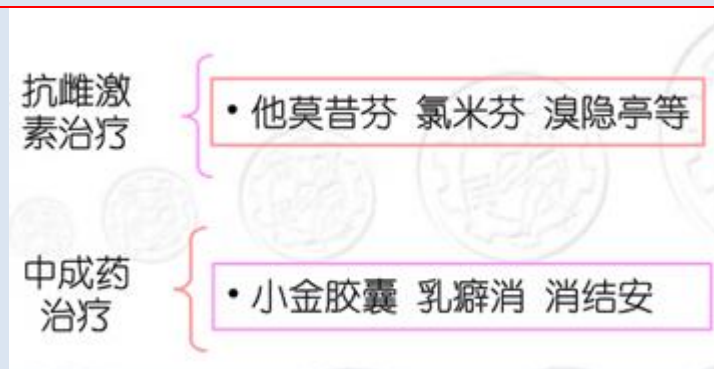
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 8 西医理论解释乳腺增生的原因



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 9 乳腺增生的治疗



数据来源: 上海证券研究所

2.1.2 改革推进营销转型

公司近年进行了营销改革，2013年公司以大产品战略为导向，以提升营销力为目标，通过营销模式、营销机制创新，合理配置营销资源，确保主导产品和重点产品销量的持续增长。

OTC渠道，公司借助电视、网络、微信等媒体精准广告投放，保持了主导产品龙牡壮骨颗粒销售增长；通过实施终端控销模式，加强一、二线城市KA连锁终端网络建设，深耕市场，实现了普通OTC品种的营销突破及销量增长。

针对医院渠道，公司努力推进国家、各省区医保各类目录的药品准入工作。去年，小金胶囊、健脾生血片/颗粒及小儿宝泰康等三个产品入选2012年版国家基药目录，在已发布的省医保增补目录中，龙牡壮骨颗粒进入青海省基药增补目录，便通胶囊、小儿化毒散进入安徽省基药增补目录。针对医院渠道，公司以精细化招商和自营相结合的模式，进一步加强基层医疗的开发，加大重点药品在医疗机构的覆盖力度；加强学术推广，从学术层面提高医疗机构对公司药品的认知和认可，推动药品在医疗机构的使用。

今年以来公司还对营销团队进行了大调整。引进外部优秀人才，对内部人才进行分层次培养；创新激励政策，实行省区底价代理机制，提高销售人员的积极性和主动性；强化管理的扁平化；加强营销队伍的考核和测评。目前，公司湖北区域采取自营模式，其他区域药店渠道自营，医院渠道招商。

2013年，除龙牡外，其他OTC品种销售同比增长25%，健脾生血颗粒销售5791万元，同比增长17.64%，小金胶囊销售7743万元，同比增长19.07%，便通胶囊销售3945万元，同比增长109.67%。今年上半年，公司重点品种销售继续取得突破，健脾生血颗粒销售收入同比增长39.74%，小儿宝泰康同比增长165.53%。预计今年小金胶囊、健脾生血片/颗粒等主要产品营收有望冲刺亿元品种。

根据最新的公立医院药品集中采购指导意见的征求意见稿，新一轮医院药品招标要在明年上半年完成，可以预见接下来一段时期，包括基药在内的医院药品招标有望进入高潮期，对于基药品种将形成利好，公司的基药品种有望受益于招标进度的加快和基药市场的扩容。公司近期对部分人员进行了调整，加强应对明年招标的意图明显。

2.2 研发上重点推进大品种及儿科品种

围绕妇、儿、老年健康管理主线，公司也进行了一系列产品研发，重点推进中成药大品种及儿科系列品种的研发进度。今年上半年，公司完成了5类新药开郁宁片安慰剂临床试验，启动中药6类

新药小儿宣肺糖浆 III 期临床实验工作，基本完成中药 6 类新药小儿牛黄退热贴 II 期临床试验统计总结工作，同时新立项阿奇霉素缓释干混悬剂、布洛芬缓释混悬液、小儿地锦止泻颗粒等三个药品。

表 1 公司部分研发项目

| 品种 | 进度 |
|------------|-----------|
| 开郁宁片 | 临床试验 |
| 小儿宣肺糖浆 | III 期临床试验 |
| 小儿牛黄退热贴 | II 期临床试验 |
| 阿奇霉素缓释干混悬剂 | 新立项 |
| 布洛芬缓释混悬液 | 新立项 |
| 小儿地锦止泻颗粒 | 新立项 |

数据来源：上海证券研究所

2.3 体外培育牛黄快速成长

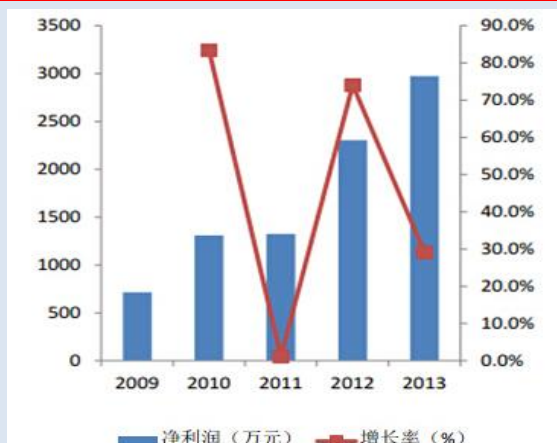
公司参股企业武汉健民大鹏药业近年来收入和利润快速增长。健民大鹏主要产品为体外培育牛黄，公司 2014 年中报显示，大鹏营业收入 6670.94 万元，净利润 2457.12 万元，公司持有 33.54% 股权。

图 10 健民大鹏近年收入情况



数据来源：Wind 上海证券研究所

图 11 健民大鹏近年利润情况



数据来源：Wind 上海证券研究所

健民大鹏拥有国家中药一类新药体外培育牛黄的完全知识产权。体外培育牛黄是天然牛黄的优质替代品，解决了天然牛黄资源稀缺的问题。国家食品药品监督管理局在下发的《关于牛黄及其代用品使用问题的通知》中规定：含牛黄的临床急重症用药品种及其改剂型或改变给药途径的新药或其它国家药品监督管理部门批准的含牛黄的新药，可以将处方中的牛黄以体外培育牛黄等量替代投料使用，但不得以人工牛黄替代。

牛黄是一味名贵中药，具有清心、开窍、清热解毒、凉肝息风的功效，以牛黄为原料的中成药包括安宫牛黄丸、片仔癀、麝香保心丸等数百种。天然牛黄可遇不可求，其代用品包括人工牛黄、培育牛黄、体外培育牛黄。

表 2 天然牛黄及其代用品比较

| 品种 | 制备 | 优势 | 劣势 |
|--------|-----------------------------------|-----------------------------|----------------------------|
| 天然牛黄 | 牛的胆结石，靠宰牛时偶然发现 | - | 可遇不可求、稀缺 |
| 人工牛黄 | 模拟天然牛黄成份，以胆红素、胆酸、无机盐、猪去氧胆酸混合而成 | 技术简单、工业化生产容易 | 主要功效为消炎，对神经系统无作用，只能用于普通消炎药 |
| 培植牛黄 | 在牛的胆囊内种植异物，一定时期后取出，即在牛胆内人工制造结石 | | 牛个体差异大，产业化难 |
| 体外培育牛黄 | 在体外模拟牛体内胆结石形成的原理和过程，使之形成结石从而培育出牛黄 | 质量稳定、易于规模化生产，成份、药效与天然牛黄基本一致 | 相对而言成本较高 |

数据来源：上海证券研究所

除了向其他中药企业供应体外培育牛黄外，健民大鹏也生产牛黄类制剂，目前公司有 49 个品种，包括安宫牛黄丸、西黄丸、脑血栓片等，有 20 个品种为 09 版医保甲类，9 个为 09 版医保乙类。

2.4 并购基金开启外延发展

2014 年上半年，公司公告以自有资金与中融康健合作成立一家并购基金。

中融康健法人为禹勃，有深厚的医药背景，曾在 SFDA 和海虹控股任职，2009 年起在昆吾九鼎担任医药基金总裁、合伙人，2013 年创建中融康健资本管理有限公司，中融信托持有中融康健 49% 股权。中融康健也与爱尔眼科成立了并购基金。

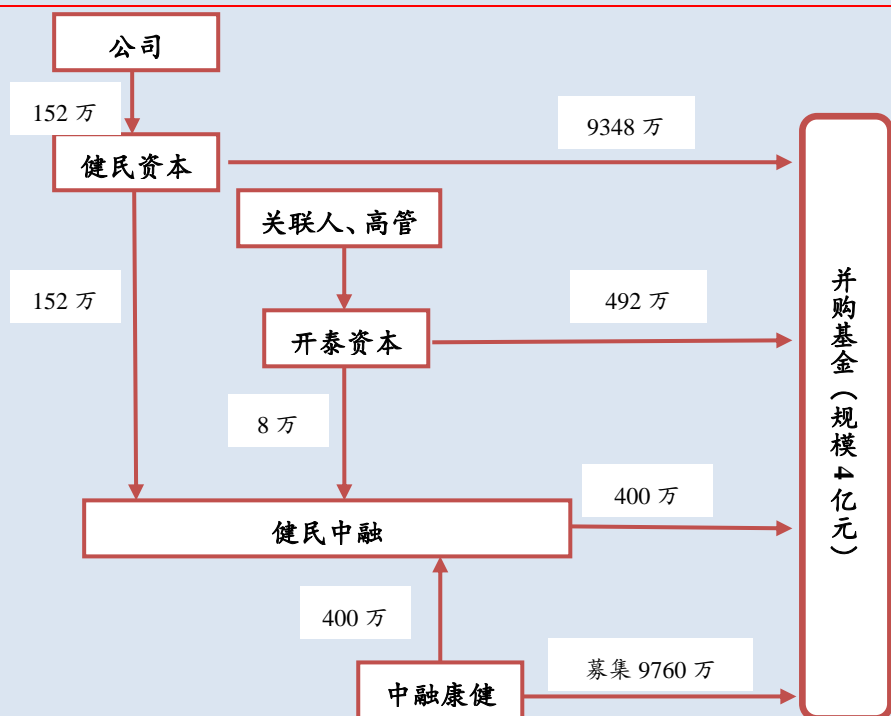
根据公司公告，公司出资 152 万元设立健民资本，公司总裁等高管设立开泰资本，健民资本和开泰资本分别出资 152 万和 8 万与中融康健（出资 240 万）合伙设立健民中融股权投资管理公司（下称健民中融）。合伙人设立并购基金，基金规模 4 亿元，其中公司作为一般合伙人出资 9348 万元，开泰资本出资 492 万元，中融康健负责募集 9760 万元，健民中融作为普通合伙人出资 400 万元。余下的 2 亿元优先级 LP 配套资金由中融康健负责募集。

并购基金的投资领域包括中成药、化学药、生物制药以及新剂型药等领域，拥有儿科与妇科独家品种的药企是并购的重要标的，同时兼顾优质的高新医疗技术企业及优质的医药商品流通等领域。

投资对象首选符合公司的发展战略和并购投资方向的未上市企业。并购基金投资并购的标的项目，未来优先由公司进行收购。

并购基金的设立开启公司外延式发展的序幕，该基金目前正在不断地寻找项目，在洽谈中，2015年大概率有项目落地。

图 12 并购基金概况



数据来源：公司公告 上海证券研究所

三、股权激励激发公司动力

公司于去年底推出第 2014~2016 年限制性股票激励计划，对核心人员采用公司提取的购股资金（超出当年基准的净利润按一定比例计提）和激励对象的自筹等额的配比资金，从二级市场回购公司股票授予的方式进行股权激励。

业绩考核指标包括净利润和净资产收益率两项，股权激励的触发条件为 2014~2016 年的最低业绩为 0.72 元、0.86 元和 1.05 元，只有超过最低业绩，才能提取激励基金。净利润设定分段累进制激励基金提取比例，超过基准业绩部分进行分段激励，超额净利润越多，提取比例越大，激励则越充分。股权激励有利于激发管理层动力，调动积极性，提升效率。

表 3 重点工作考核内容及权重

| 重点工作 | 权重 | 细则 | | |
|------------------|----|---|--|---|
| | | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 |
| 新产品培育 | 40 | 积极做好创新平台条件建设，省、市级联盟建设，完善团队建设。 引进开发 1-2 个品种。 新培育品种 5 个（开郁宁片、前列康栓、小儿牛黄退热贴、健脑宁胶囊、布洛芬缓释混悬液）。 全面启动龙牡壮骨颗粒、健脾生血颗粒、小金胶囊、小儿宝泰康胶囊的二次开发工作。 引进或自主申请 4 项发明专利。研发投入不低于上年工业收入的 3% | 积极做好创新平台条件建设，省、市级联盟建设，完善团队建设。 引进开发 1-2 个品种。 新培育品种 5 个（利胃胶囊、小儿宣肺止咳糖浆、小儿地锦止泻颗粒、乳酸钙、阿奇霉素干混缓释糖浆）。 完成龙牡壮骨颗粒、健脾生血颗粒、小金胶囊、小儿宝泰康胶囊的药学、药效、安全性及作用机制研究工作。 引进或自主申请 5 项发明专利。研发投入不低于上年工业收入的 3% | 积极做好创新平台条件建设，省、市级联盟建设，做好基础创新平台建设，完善创新团队建设。 引进开发新品 3 个。 做好已有品种的研究开发工作，全面完成龙牡壮骨颗粒、健脾生血颗粒、小金胶囊、小儿宝泰康的二次开发。 引进或自主申请 5 项发明专利。研发投入不低于上年工业收入的 3%。 |
| | | 调整、巩固医药流通渠道，增进医药流通企业的协同性和合作的积极性； 实施一、二线城市的连锁药店的终端网络建设，以龙牡壮骨颗粒为主做深 OTC 销售； 建立全国精细化招商布局，全面启动终端工作，完善湖北自营市场建设； 实施以提升营销力为核心的营销团队建设； 大品种培育，实现核心业务的稳健增长； 健脾生血颗粒年销售回款过亿元。 广告投入不低于上一年。 | 进一步巩固和提高医药流通企业的经营协同性和紧密性； 巩固和加强一、二线的城市连锁药店网络建设，其中将以龙牡壮骨颗粒（新包装）为主的 OTC 终端销售一万家以上； 夯实以省区为营销主体的区域市场营销基础，混合式营销； 深化以提升营销力为核心的营销团队建设，增强营销团队的竞争力； 大品种培育，实现核心业务的稳健增长，培植销售规模累计超 2 亿产品 2 个，超过 5000 万产品 1 个。 培育医院市场，使药品在医院渠道的销售 1 亿元以上。 广告投入不低于上一年。 | 做强 OTC 市场，使一、二线城市的连锁药店的网络实现广覆盖，巩固和发展三线城市的终端网络； 夯实以省区为营销主体的区域市场的销售规模的根本突破； 深化以提升营销力为核心的营销团队建设，增强营销团队的竞争力； 大品种培育，实现核心业务的稳健增长，实现销售规模累计超 3 亿元产品 1 个，超过 2 亿产品 1 个。 提升医院市场的销售能力，实现药品在医院渠道的销售 2 亿元以上； 广告投入不低于上一年。 |
| 提升营销力，加大产品市场推广力度 | 40 | 调整、巩固医药流通渠道，增进医药流通企业的协同性和合作的积极性； 实施一、二线城市的连锁药店的终端网络建设，以龙牡壮骨颗粒为主做深 OTC 销售； 建立全国精细化招商布局，全面启动终端工作，完善湖北自营市场建设； 实施以提升营销力为核心的营销团队建设； 大品种培育，实现核心业务的稳健增长； 健脾生血颗粒年销售回款过亿元。 广告投入不低于上一年。 | 进一步巩固和提高医药流通企业的经营协同性和紧密性； 巩固和加强一、二线的城市连锁药店网络建设，其中将以龙牡壮骨颗粒（新包装）为主的 OTC 终端销售一万家以上； 夯实以省区为营销主体的区域市场营销基础，混合式营销； 深化以提升营销力为核心的营销团队建设，增强营销团队的竞争力； 大品种培育，实现核心业务的稳健增长，培植销售规模累计超 2 亿产品 2 个，超过 5000 万产品 1 个。 培育医院市场，使药品在医院渠道的销售 1 亿元以上。 广告投入不低于上一年。 | 做强 OTC 市场，使一、二线城市的连锁药店的网络实现广覆盖，巩固和发展三线城市的终端网络； 夯实以省区为营销主体的区域市场的销售规模的根本突破； 深化以提升营销力为核心的营销团队建设，增强营销团队的竞争力； 大品种培育，实现核心业务的稳健增长，实现销售规模累计超 3 亿元产品 1 个，超过 2 亿产品 1 个。 提升医院市场的销售能力，实现药品在医院渠道的销售 2 亿元以上； 广告投入不低于上一年。 |
| 资产运营 | 12 | 1、根据公司战略发展规划，积极开展企业并购，获取资源，实现公司外延式发展。 2、抓紧新厂区的选址工作，并完成新厂区的选址。 | 1、根据公司战略发展规划，积极开展企业并购，获取资源，实现公司外延式发展。 2、启动新厂区的规划和建设工作。 | 1、根据公司战略发展规划，积极开展企业并购，获取资源，实现公司外延式发展。 2、按规划，落实新厂区建设。 |

| | | | |
|----------|---|---|---|
| | 3、公司资产优质，主营业务不增加新的不良资产，工业应收帐款占销售收入比例、存货周转率等各项资产运营指标达到同行业优秀水平。 | 3、公司资产优质，主营业务不增加新的不良资产，工业应收帐款占销售收入比例、存货周转率等各项资产运营指标达到同行业优秀水平。 | 3、公司资产优质，主营业务不增加新的不良资产，工业应收帐款占销售收入比例、存货周转率等各项资产运营指标达到同行业优秀水平。 |
| 争取政府补贴金额 | 8 争取各类（包括但不限于）税费返还、技术改造贴息、新药产业化扶持资金等拨款年保底额为 300 万元以上（合并报表口径）。 | 争取各类（包括但不限于）税费返还、技术改造贴息、新药产业化扶持资金等拨款年保底额为 300 万元以上（合并报表口径）。 | 争取各类（包括但不限于）税费返还、技术改造贴息、新药产业化扶持资金等拨款年保底额为 300 万元以上（合并报表口径）。 |
| 合计 | 100 | | |

数据来源：公司公告 上海证券研究所

表 4 考核指标

| 项目 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 |
|------------------------|--------|--------|--------|
| 净利润基本触发基数（含本数） （万元） | 11,000 | 13,200 | 16,100 |
| 净资产收益率（%） | 10% | 10.5% | 11% |
| 基本期望每股收益（EPS） | 0.72 | 0.86 | 1.05 |
| 基本期望市盈率 | 35 倍 | 35 倍 | 35 倍 |
| 基本期望股价 | 25.2 | 30.1 | 36.75 |

数据来源：公司公告 上海证券研究所

四、盈利预测

4.1 预测假设

- 1、中药材价格稳定；
- 2、基药招标推进顺利；

4.2 盈利预测

我们预计，2014-2016 年，公司的净利润将实现年递增 21.60%、29.39% 和 25.94%，相应的每股收益为 0.76 元、0.98 元和 1.24 元。

五、首次给予“未来六个月，谨慎推荐”评级

预计 14、15 年实现 EPS 为 0.76、0.98 元，以 11 月 20 日收盘价 29.64 元计算，动态 PE 分别为 38.99 倍和 30.13 倍。中药行业上市公司 14、15 年市盈率中值为 34.22 倍和 27.32 倍。公司目前的估

值略高于行业平均估值。公司老产品二次开发及营销改革促进公司内生持续稳健增长，公司外延式发展可期，股权激励激发公司活力，我们看好公司未来的发展前景，首次给予公司“未来六个月，谨慎增持”评级。

六、风险提示

6.1 厂区搬迁

公司目前厂区位于武汉汉阳鹦鹉大道，比较靠近汉阳区商业中心，厂区面积不足百亩，公司已经启动新厂区选址和建设规划，固定资产投资折旧将对公司财务数据产生一定影响。同时一段时间内也可能影响公司正常生产，增加管理成本。

6.2 公司人事调整风险

公司近期也对高层管理人员进行了调整，除了原昆明中药厂总经理调任公司总裁外，近期公司董秘也由杜明德更换为胡振波，公司人事变动可能在一定时间内影响公司经营。

6.3 基药招标进度缓慢

基药招标进度一直缓慢，业内预期明年为招标大年，但仍旧不排除招标进度慢于预期的可能，这会影响公司基药的销售放量。

6.4 营销改革风险

公司正在进行营销改革，湖北区域建立自营团队，营销的调整和改革有可能一段时间内影响公司正常销售。

七、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 |
|------------|----------|----------|----------|----------|
| 医药商业 | 1,384.98 | 1,107.98 | 1,274.18 | 1,465.31 |
| 医药工业 | 628.51 | 779.20 | 928.11 | 1,095.98 |
| 合计 (内部抵销后) | 1,973.72 | 1,845.82 | 2,159.27 | 2,516.55 |
| 分业务成本测算 | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| 医药商业 | 1,328.82 | 1,052.58 | 1,210.47 | 1,392.04 |
| 医药工业 | 259.87 | 320.85 | 382.17 | 449.92 |
| 合计 (内部抵销后) | 1,548.92 | 1,332.07 | 1,549.62 | 1,797.22 |
| 分业务增速 | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| 医药商业 | 35.89% | -20.00% | 15.00% | 15.00% |
| 医药工业 | 15.41% | 23.98% | 19.11% | 18.09% |
| 合计 (内部抵销后) | 30.07% | -6.48% | 16.98% | 16.55% |
| 分业务毛利率 | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| 医药商业 | 4.05% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 医药工业 | 58.65% | 58.82% | 58.82% | 58.95% |
| 合计 (内部抵销后) | 21.52% | 27.83% | 28.23% | 28.58% |

数据来源: Wind 上海证券研究所

附表 2 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

| 指标名称 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 一、营业总收入 | 1,539.75 | 1,992.39 | 1,845.82 | 2,159.27 | 2,516.55 |
| 二、营业总成本 | 1,455.80 | 1,898.77 | 1,724.31 | 1,997.67 | 2,309.34 |
| 营业成本 | 1,172.39 | 1,548.95 | 1,332.07 | 1,549.62 | 1,797.22 |
| 营业税金及附加 | 10.47 | 12.38 | 13.84 | 16.19 | 18.87 |
| 销售费用 | 198.31 | 245.51 | 286.10 | 330.37 | 377.48 |
| 管理费用 | 77.09 | 88.59 | 92.29 | 101.49 | 115.76 |
| 财务费用 | -2.11 | -2.30 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 三、其他经营收益 | | | | | |
| 公允价值变动净收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 9.70 | 14.34 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| 汇兑净收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 四、营业利润 | 93.65 | 107.96 | 131.52 | 171.60 | 217.21 |
| 加: 营业外收入 | 2.07 | 1.46 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| 减: 营业外支出 | 0.43 | 0.36 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 五、利润总额 | 95.29 | 109.06 | 132.52 | 172.60 | 218.21 |
| 减: 所得税 | 12.75 | 12.86 | 15.90 | 20.71 | 26.19 |
| 加: 未确认的投资损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 六、净利润 | 82.54 | 96.20 | 116.61 | 151.89 | 192.03 |
| 减: 少数股东损益 | 0.09 | 0.30 | 0.00 | 1.00 | 2.00 |
| 归属于母公司所有者 的净利润 | 82.45 | 95.90 | 116.61 | 150.89 | 190.03 |
| 七、摊薄每股收益(元) | 0.54 | 0.63 | 0.76 | 0.98 | 1.24 |

资料来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 魏贇

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。

免责条款

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条款具有修改权和最终解释权。