

日期: 2014年12月18日

行业: 医药制造业



魏贇
02153519888-1960
weiyun@shzq.com
执业证书编号: S0870513090001

妇儿类中成药品牌企业

IPO 询价区间 RMB36.53-36.53 元
上市合理估值 RMB44.64-53.55 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 36.50
发行后总股本 (百万股) 146.00
发行方式 网下询价
上网定价
保荐机构 东海证券

主要股东 (IPO 前)

葵花集团 55.49%
金葵投资 5.48%
关彦斌 19.94%

收入结构 (2014H1)

中成药 76.33%
化学制剂 23.62%

报告编号: WY14-NSP09

首次报告日期: 2014年12月17日

■ 投资要点

公司简介

公司是以生产各类中成药为主,集生产、销售和研发于一体的医药集团公司,共拥有15个剂型722个品种,包括1个国家中药保护品种,12个独家品种,402种药品被列入医保目录,181种药品被列入基本药物目录。现已形成消化系统用药、儿科用药、呼吸感冒用药、妇科用药、风湿骨病用药、心脑血管用药六大领域布局产品,其中消化系统用药和儿科用药领域已经处于行业领先地位。

盈利预测

我们预计2014-2016年归母公司的净利润将实现年递增23.91%、32.53%和21.92%,相应的稀释后每股收益为2.23元、2.96元和3.61元。

公司估值

考虑到公司的业务结构及市场竞争状况,我们认为给予公司14年每股收益22倍市盈率这一估值水平较为合理,以该市盈率为中枢且正负区间为20%的公司合理估值区间为44.64-53.55元,相对于2013年的静态市盈率(发行后摊薄)为24.78-29.74倍。

定价结论

本次拟公开发行新股数量不超过3,650万股,发行后总股本14,600万股,发行后流通股数量占公司股份总数的比例不低于25%。预计募集资金总额133,334.50万元,预计募集资金净额124,863.275万元。每股发行价格36.53元,对应14、15年PE16.37、12.35。

■ 数据预测与估值:

至12月31日(¥.百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1769.95	2180.93	2537.57	3108.82	3762.57
年增长率	13.53%	23.22%	16.35%	22.51%	21.03%
归属于母公司的净利润	234.24	262.94	325.80	431.80	526.46
年增长率	22.73%	12.25%	23.91%	32.53%	21.92%
(发行后摊薄)每股收益(元)	1.60	1.80	2.23	2.96	3.61

数据来源: 公司招股意向书上海证券研究所

一、行业背景

1.1 公司所处的行业及其简况

公司是以生产各类中成药为主，以生物制药和化学药为辅，集生产、销售和研发于一体的医药集团公司。公司及子公司共拥有 15 个剂型 722 个品种的“准”字号药品，其中包括 1 个国家中药保护品种，12 个独家品种，402 种药品被列入医保目录，181 种药品被列入基本药物目录。现已形成消化系统用药、儿科用药、呼吸感冒用药、妇科用药、风湿骨病用药、心脑血管用药六大领域布局产品，其中消化系统用药和儿科用药领域已经处于行业领先地位。报告期内，公司的主要产品为胃康灵胶囊、护肝片、小儿肺热咳喘口服液、小儿氨酚黄那敏颗粒、康妇消炎栓、小儿化痰止咳颗粒等。

公司坚持通过品牌推广，形成消费者对产品的主动购买来驱动终端销售，通过企业自建队伍、网络进行产品推广宣传和维护终端来带动商业渠道，商业渠道只是公司产品流通配送的物流通道，公司牢牢控制着销售主动权。公司设有 7 个销售事业部，各销售事业部在全国建立了 180 支销售团队。

1.2 行业增长前景

中国有着庞大的人口规模，医疗卫生市场需求潜力很大。根据卫生部公布的《2013 中国卫生统计年鉴》，中国卫生总费用金额从 1990 年的 747.39 亿元增长到 2012 年的 27,846.84 亿元，22 年间增长了 37 倍，年均复合增长率 17.87%。医疗卫生需求的增长与全国卫生总费用的提高刺激医药行业的快速发展。我国七大类医药工业总产值在“十一五”期间复合增长率达到 23.31%，进入“十二五”，仍然保持快速增长势头，在 2011 年、2012 年分别增长 26.5% 和 20.10%，2013 年达到 222,97 亿元，同比增长 18.79%。

图 1 历年医药工业总产值及其增长率



数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

从医药工业各大子行业的产值增长情况看，中成药工业受国家实施中药现代化等因素拉动，2013年中成药工业总产值达到了5,242亿元，同比增长23.26%。生物制药行业是我国医药工业快速发展的生力军，“十一五”期间的复合年增长率为33.61%，发展到2013年，实现产值2,465亿元，同比增长29.38%。我国化学原料药工业由于受医药原料药外需大幅萎缩的影响，复合增长率由“十五”期间的19.11%降至17.21%，2011年及2012年分别增长21.37%和15.10%。2013年达3,954亿元，同比增长16.35%；增速低于生物制剂与中成药制剂。

图2 国内医药行业三类制剂工业产值总规模情况



数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

中成药作为中药产业的重要一环，未来具有广阔的发展前景。中成药行业快速向现代化方向发展，随着医药卫生体制改革的全面推进和不断深化，《关于促进中医药服务贸易发展的若干意见》、《中医药事业发展“十二五”规划》等政策的出台，2013年新版《国家基本药物目录》将中成药的数目从2009年的102种增加到203种，数量占比从33%增加到39%，中药制造业受益于良好的政策环境，行业规模继续扩大，产品销售收入、资产、企业数和从业人数均出现不同程度的增长。国家统计局的数据显示，2008-2012年，中成药行业营业收入从1,420亿增加到3,600亿，年均复合增长率为26.2%，行业利润总额的年均复合增长率为26.6%。

近年来，我国中成药产业市场销售稳中有增，产业开始向大健康产业方向延伸，呈现出良好的发展前景。中成药产业向大健康产业领域延伸；产品结构调整，突出优势产品的作用；产业发展将愈加规范化。

1.3 行业竞争结构及公司的地位

根据《2012 中国医药统计年报》发布的中成药工业企业法人单位按主营业务收入前 300 家排序情况，公司 2011、2012 年分别位列第 34、16 名。

1、消化类药市场情况

消化系统疾病类药品在 2012 年中国医院终端化学药市场份额排名中位居第三、中成药市场份额排名中位居第五，是位列于全身用抗感染药物、心脑血管疾病用药和肿瘤疾病用药之后的一个重要药品类别，而消化类系统用药绝大多数为肝病用药和胃肠用药。据《2014 中国医药市场发展蓝皮书》统计，随着人们工作和生活压力的增大，我国胃病患病率不断上升，使得近几年消化系统疾病用药的市场份额保持稳定的增长态势，2010 年、2011 年及 2012 年消化系统及代谢药占化学药各大类药品市场份额分别为 12.75%、13.46% 及 14.15%，2013 年市场份额保持稳定，为 14.11%。

消化系统用药为公司的传统产品品类，主要包括护肝片、胃康灵胶囊、胃康灵颗粒、美沙拉嗪肠溶片等，报告期内，消化系统用药销售收入保持稳定。

葵花护肝片连续三年每年实现销售 2.5 亿元左右，其中 80% 以上为 OTC 市场销售，护肝片属于护肝和恢复肝功能药物，在这个细分市场中，多年来并未出现新的强势产品，主要是护肝片、鸡骨草胶囊、复方鳖甲软肝片三个产品，市场竞争比较平稳，葵花护肝片多年来在销售额和市场占有率方面一直居于前列。

表 1 护肝片销售情况

项目	2014 年 1-6 月	2013 年度	2012 年度	2011 年度
销售收入（万元）	14,549.49	25,446.36	23,468.58	23,015.91
其中：OTC 市场占比	86.81%	86.88%	86.25%	83.08%
处方市场占比	13.19%	13.12%	13.75%	16.92%
占主营业务收入	11.63%	11.67%	13.27%	14.77%

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

表 1 胃康灵销售情况

项目	2014 年 1-6 月	2013 年度	2012 年度	2011 年度
销售收入（万元）	11,277.62	23,574.65	25,569.77	30,144.07
占主营业务收入	9.02%	10.81%	14.45%	19.34%

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

表 1 护肝片同类竞品情况

产品	生产企业	概况
护肝片	黑龙江葵花药业股份有限公司	保肝护肝类纯中药制剂，处方药，具有降低转氨酶作用，用于慢性肝炎及早期肝硬化
鸡骨草胶囊	广西玉林制药有限责任公司	保肝护肝类纯中药制剂，处方药，用于急、慢性肝炎和胆囊炎属肝胆湿热症者
复方鳖甲软肝片	内蒙古福瑞中蒙药科技股份有限公司	软坚散结，化瘀解毒，益气养血，用于慢性肝炎肝纤维化，以及早期肝硬化属瘀血阻络，气血亏虚，兼热毒未尽证

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

表 2 胃康灵同类竞品情况

产品	生产企业	概况
胃康灵	黑龙江葵花药业股份有限公司	非处方药，对消化性溃疡、慢性胃炎及慢性十二指肠溃疡均有较好效果，其中以慢性浅表性胃炎疗效最为显著
温胃舒胶囊	合肥华润神鹿药业有限公司	非处方药，用于温胃止痛。用于慢性胃炎，胃脘凉痛，饮食生冷，受寒痛甚
胃痛宁片	大连美罗大药厂	非处方药，主治清热燥湿，理气和胃，制酸止痛。用于湿热互结所致胃脘疼痛，胃酸过多，脘闷暖气，泛酸嘈杂，食欲不振等

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

2、儿科用药市场情况

儿童的患病率很高,0-4 岁儿童的两周患病率高达 174.2%,5-14 岁的儿童两周患病率达到 76.9%。儿童门诊人次占医院总门诊人次的 9%，且门诊量呈逐年上升趋势。据国家食品药品监督管理总局南方医药经济研究所发布的《2013 年中国儿童用药安全调查报告》，儿童发病前五种疾病分别是感冒/发烧、扁桃体炎、支气管炎和消化不良、肠胃炎。巨大的人口基数和高患病率引发儿童药巨大的市场需求，国内儿童用药市场规模 2009 年已达 350 亿元，预计 2015 年市场规模将达到 600 亿元。不过，与巨大的市场容量和潜力相比，儿童专用药却极其缺乏，表现在药品品种少、剂量规格少、剂型少 3 个方面，目前我国国产药品批文共有 18 万多条，但专用于儿童的药品批文仅有 3,000 多条，九成以上的药物没有儿童剂型。国务院印发《中国儿童发展纲要(2011—2020 年)》明确提出：鼓励儿童专用药品研发和生产，扩大国家基本药物目录中儿科用药品种和剂型范围，完善儿童用药目录。

公司通过小儿肺热咳喘口服液、小儿氨酚烷胺颗粒、健儿消食口服液 3 个广告品种树立品牌形象，拉动小儿化痰止咳颗粒、小儿

氨酚黄那敏颗粒、小儿百部止咳糖浆、小儿咳喘灵口服液、小儿感冒颗粒、小儿止咳糖浆、小儿清肺化痰口服液、小儿十维颗粒等二十多个儿童药的整体销售。

表 1 儿科用药销售情况

项目	2014年1-6月	2013年度	2012年度	2011年度
销售收入（万元）	49,847.78	89,664.08	72,063.87	62,799.06
增长率（%）	-	24.42%	14.75%	12.85%

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

小儿肺热咳喘口服液为非处方药，根据 SFDA 南方医药经济研究所数据，该产品在国内零售市场止咳化痰类药品中市场份额为 2.36%，排名第二，儿童止咳化痰类药品中排名第一位。

表 2 小儿肺热咳喘口服液市场份额

排名	品名	厂家	份额
1	念慈菴密炼川贝枇杷膏（成人）	京都念慈菴总厂	16.26%
2	小儿肺热咳喘口服液（儿童）	葵花药业集团	2.36%
3	百令胶囊（成人）	杭州中美华东制药	2.18%

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

公司已上市销售的儿科药产品超过 20 个，小儿肺热咳喘口服液已经达到 2.9 亿元的销售规模，小儿化痰止咳颗粒近 1.6 亿元销售规模，小儿氨酚黄那敏颗粒超过 1 亿元销售规模，1,000 万销售规模以上产品超过 10 个，且主打品种都呈现快速增长趋势。报告期内，小葵花儿科药销售收入快速增长，由 2011 年度的 62,799.06 万元增长至 2013 年的 89,664.08 万元。未来 3 年左右公司计划陆续再推进 20 个以上儿药产品上市销售，以保证儿童药品类稳定、持续的快速增长和利润贡献。

3、妇科用药市场情况

根据 WHO 的公布数据显示：中国妇科患病率为 40%，患病人群近 2.8 亿；据国家卫生部有关调查显示，生殖道感染患病率以 42.9% 的高比例位居我国城市妇女已婚女性妇科常见病患病率之首。由于妇科疾病往往需要长期用药，中成药在治疗妇科疾病方面发挥着重要的作用，市场需求较大。妇科中成药市场主要包括妇科炎症用药、调经养血用药和妇科血瘀证用药等三大类用药。据 SFDA 的中国中成药医院用药监测分析系统（HDM 系统）数据显示，在九大样本城市中，2007 至 2010 年医院终端的总体中成药采购规模

年均复合增长率为 22.12%，妇科用药复合增长率为 23.14%，其中妇科炎症中成药的采购规模复合增长率达到 25.85%，高于医院总体中成药和妇科用药的采购规模增速。由此可见随着现代女性自我保健意识的提高，妇科炎症药物市场呈现空间大、稳增长的特点。

妇科用药是中成药的传统优势领域，公司拥有近 30 个妇科品种，目前年销售额已经超过 1 亿元。随着国家基本药物工作的深入推进，新农合做为医药市场的一个新领域，会有巨大的市场空间，而公司目前还有 5 个妇科基本药物品种没有上市，未来随着这些重点产品的上市，妇科用药产品群的增长具有良好的保障和空间。

表 1 公司妇科产品群概况

排名	产品名	当前状态	优势
1	康妇消炎栓	已上市	独家品种、列入医保目录
2	益母草颗粒	已上市	市场成熟
3	乳核内消颗粒	已上市	国家新药
4	更年安片	已上市	列入基本药物目录
5	八珍益母片	已上市	列入医保目录
6	妇科十味片	计划上市	列入基本药物目录
7	艾附暖宫丸	计划上市	列入基本药物目录
8	血府逐瘀丸	计划上市	列入基本药物目录
9	乌鸡白凤丸	计划上市	列入基本药物目录
10	甲硝唑阴道泡腾片	计划上市	列入医保目录
11	赞化鹿茸丸	计划上市	独家品种
12	生乳片	计划上市	全国仅 3 家
13	蹄甲多肽片	计划上市	市场成熟
14	保胎丸	计划上市	市场成熟
15	定坤丹	计划上市	列入医保目录

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

此外公司在心脑血管和风湿骨病领域也有众多品种。

表 1 公司风湿骨病产品群概况

排名	产品名	当前状态	优势
1	双虎肿痛宁喷雾剂	已上市	独家品种
2	骨折挫伤胶囊	已上市	列入医保目录、原研首产
3	奥沙普秦片	已上市	国家新药，全国 2 家
4	加味天麻胶囊	已上市	全国仅 3 家
5	舒筋活血丸	已上市	列入基本药物目录，全国 5 家
6	换骨丸	已上市	全国仅 4 家
7	愈风丹	已上市	全国仅 3 家

8	接骨七厘散	已上市	列入医保目录，全国仅4家
9	氨糖美辛肠溶胶囊	已上市	独家品种
10	跌打损伤散	计划上市	全国仅4家
11	活络消痛片	已上市	全国仅4家
12	舒筋丸	已上市	市场成熟

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

表 1 公司心脑血管产品群概况

排名	产品名	当前状态	优势
1	天菊脑安胶囊	已上市	列入医保目录、国家新药
2	心脑静片	已上市	全国3家
3	救尔心胶囊	已上市	市场成熟
4	通脉颗粒、口服液	已上市	市场成熟
5	补虚通瘀颗粒	计划上市	独家品种
6	双丹口服液	计划上市	全国4家
7	复方丹参胶囊	计划上市	列入医保目录
8	滋肾健脑颗粒	计划上市	全国2家
9	清热醒脑灵丸	计划上市	全国5家

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

1.4 公司的竞争优势

公司主要的竞争优势有：1) 品牌优势：2012-2014年，小葵花连续3年进入“中国药品品牌榜”并位列最受欢迎明星用药。除“小葵花”儿童药品牌外，公司将着力打造妇科药品牌、“蓝人”成人感冒用药品牌，通过实施差异化、特色经营的品牌战略，形成葵花品牌群；2) 产品优势：公司以发展中成药为核心，以化学药和生物药为两翼，围绕消化系统用药、儿科用药、呼吸感冒用药、妇科用药、风湿骨病用药、心脑血管用药六大领域布局产品，其中消化系统用药和儿科用药为公司主要产品领域。公司共有181种药品列入国家基本药物目录，有402种药品列入医保目录中，公司独家品种康妇消炎栓、氨糖美辛肠溶胶囊已进入医保目录；3) 销售优势：公司的销售队伍由7个销售事业部组成；各销售事业部在全国建立了180支销售团队。公司与全国近800家医药流通企业建立了良好稳定的合作关系企业，全国有4,372家临床医院在使用葵花产品，有约30万家药品零售终端、乡镇医院销售葵花牌产品。

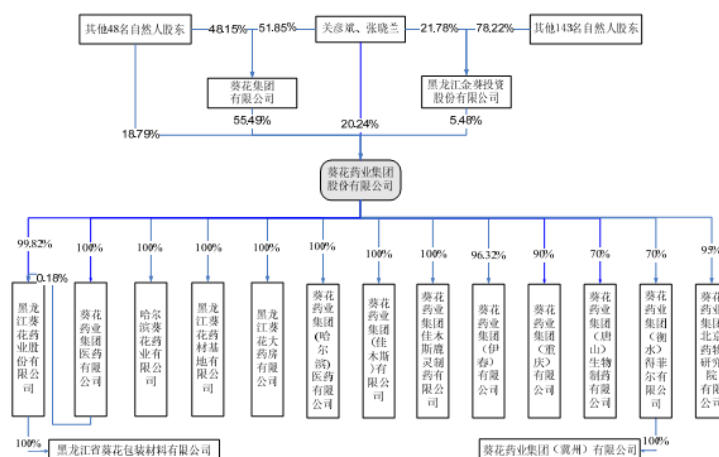
二、公司分析及募集资金投向

2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

公司前身为成立于2005年9月7日的黑龙江葵花集团有限公司。2009年以发起设立方式整体变更为葵花药业集团股份有限公司。

公司实际控制人为关彦斌和张晓兰夫妇。关彦斌直接持有公司21,835,866股，占公司总股本比例为19.94%，张晓兰直接持有公司324,872股，占公司总股本比例为0.30%。同时关彦斌和张晓兰直接持有葵花集团5,185.0111万元股权，占葵花集团注册资本比例为51.85%，因此关彦斌和张晓兰通过控制葵花集团而间接控制公司55.49%的股份。关彦斌和张晓兰通过直接和间接方式合计控制公司75.73%的股份。

图4 公司股权结构



数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

2.2 公司主营业务突出 净利润稳定增长

2011~2014H1，公司主营业务收入分别为155826.77万元、176,915.15万元、218,006.95万元、125,084.44万元，占总收入的99.95%、99.95%、99.96%、99.95%。其他业务收入主要来源于租金、材料收入等，主营业非常突出。

按品种分，公司的主要产品包括小儿肺热咳喘口服液、护肝片、胃康灵胶囊、小儿化痰止咳颗粒、康妇消炎栓、小儿氨酚黄那敏颗粒，报告期内六大主品销售收入分别占主营业务收入的64.67%、58.04%、51.38%和48.69%，是公司主营业务收入的主要来源。

图 5 公司近年来收入及净利润增长

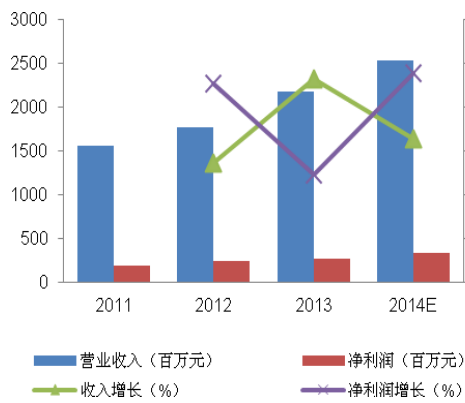
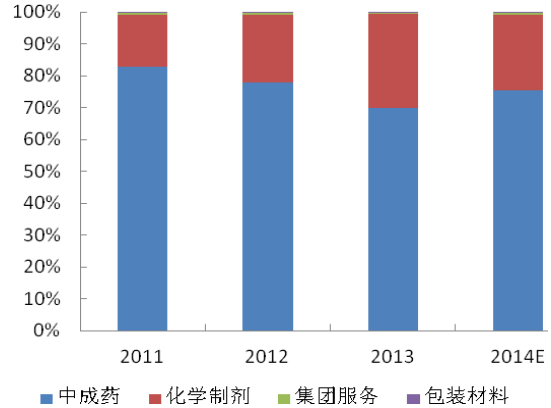


图 6 公司主营收入结构



数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

2011 年至 2014 年中期，公司毛利额分别为 100,174.59 万元、110,986.51 万元、139,464.91 万元、79,194.43 万元，其中中成药产生的毛利占毛利总额的 70% 以上，由于并购原因，化学制剂的生产销售业务增长迅速，为公司提供的毛利增长较快，2011 年至 2014 年中期贡献的毛利在公司毛利总额中的比例达到了 15.45%、19.30%、29.40% 和 22.63%。

2.3 主要产品毛利率变动分析

2011 年至 2014 年中期，公司综合毛利率分别为 64.29%、62.73%、63.97%、63.31%。公司整体毛利率相对稳定，其中化学制剂类毛利率各年度波动略大，主要是化学制剂类产品价格变动引起。此外，由于中药材价格的上涨，对公司部分中成药品种的毛利水平造成了影响。2011~2012 年柴胡、白及价格的大幅上涨导致护肝片和胃康灵的毛利率有明显下降。

2.4 募集资金投向

本次募集资金扣除发行费用后，将按照轻重缓急顺序投入以下项目：

表 3 募集资金投向（万元）

序号	项目名称	投资计划	投资计划			总投资
			第一年	第二年	第三年	
1	五常葵花片、胶囊、颗粒、口服液扩产项目	建设投资	7500.00	5396.53		18,935.53
		铺底流动资金	-	-	6,039.00	
2	重庆公司“退城入园”	建设投资	11,999.94	10,927.08	-	18,935.53

	搬迁扩建项目	铺底流动资金	-	-	3,390.85	
		建设投资	7,000.00	1,870.65	-	11,123.65
3	伊春公司扩产改造	铺底流动资金	-	-	2,253.00	
		建设投资	7,500.00	3,278.58	-	13,562.58
4	佳木斯公司异地建设	铺底流动资金	-	-	2,784.00	
		建设投资	12,081.85	10,780.08	-	25,562.35
5	唐山公司现代生物制药项目	铺底流动资金	-	-	2,700.42	
		建设投资	4,420.15	-	-	4,881.62
6	研发中心项目	铺底流动资金	-	461.47	-	
		建设投资	10,905.90	-	-	10,905.90
7	营销网络中心建设	铺底流动资金	-	-	-	
		建设投资	13,600.00	-	-	13,600.00
8	补充流动资金					
	合计					124,889.50

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

五常葵花片剂、胶囊剂、颗粒剂、口服液扩产项目

项目施工建设期2年；第一年投产80%，第二年即可达产100%。项目达产年销售收入116,236.58万元（不含税），生产期平均年利润总额13,762.54万元，投资利润率41.67%，项目财务内部收益率（税后）31.76%，财务净现值14,526.97万元（税后，基准折现率为18%）。静态投资回收期5.51年（税后，含建设期），动态投资回收期6.70年（税后，含建设期）。

重庆公司“退城入园”搬迁扩建项目

项目施工建设期2年；第一年投产79%，第二年投产90%，第三年即可达产100%。项目达产年销售收入101,420.55万元，生产期平均年利润总额16,335.59万元，投资利润率45.10%，项目财务内部收益率（税后）33.74%，财务净现值（税后，基准折现率为18%）19,586.53万元。静态投资回收期4.91年（税后，含建设期），动态投资回收期6.39年（税后，含建设期）。

伊春公司扩产改造项目

项目工程建设期2年，第一年投产65%，第二年投产85%，第三年即可达产100%。项目达产年销售收入30,959.83万元，生产期平均年利润总额10,276.07万元，投资利润率62.73%，项目财务内部收益率（税后）41.01%，财务净现值14,567.77元（税后，基准折现率为18%）。静态投资回收期4.69年（税后，含建设期），动态投资回收期5.64年（税后，含建设期）。

佳木斯公司异地建设项目

项目工程建设期2年，第一年投产70%，第二年投产85%，第三年即可达产100%。项目达产年销售收入41,685.47万元，生产期平均年利润总额7,858.47万元，投资利润率39.18%，项目财务内部收益率（税后）30.67%，财务净现值8,915.86元（税后，基准折现率为18%）。静态投资回收期5.56年（税后，含建设期），动态投资回收期7.02年（税后，含建设期）。

唐山公司现代生物制药项目

项目工程建设期2年；第一年投产27%，第二年投产39%，第三年投产61%，第四年投产90%，第五年可达产100%。项目达产年销售收入85,670.25万元，生产期平均年利润总额7,550.83万元，投资利润率53.18%，项目财务内部收益率（税后）30.67%，财务净现值18,033.28万元（税后，基准折现率为18%）。所得税后静态投资回收期5.83年（含建设期），动态投资回收期7.53年（含建设期）。

研发中心建设项目

研发中心建成后为主要为公司提供四种技术服务：A、新产品开发（包括新产品研发及新剂型研发）的全程技术服务；B、新产品新工艺的中试放大实验；C、提供实验室专项技术服务及人员培训专项技术服务；D、人才定向培养。研发中心建成后，作为公司新药研发成果孵化和转化的技术平台。

营销中心及网络建设项目

拟在北京、上海、广州、武汉、西安建立销售中心，成为各省区销售与公司总部的桥梁，承担起上情下达、客户信息及时回馈的纽带。

补充募集资金投资项目流动资金

拟使用募集资金13,600.00万元用于补充流动资金，有利于增强公司的偿债能力，优化财务结构，提高公司的抗风险能力，而且为募投项目的顺利实施提供了保障，有利于增强公司的营运能力和市场竞争能力，促进公司经营规模的进一步扩大，提升公司营业收入和盈利水平，维持公司快速发展的良好趋势。

三、财务状况和盈利预测

3.1 盈利能力、成长能力及资产周转能力指标的分析

期间费用率稳定

公司 2011 年至 2014 年中期期间费用率分别为 48.62%、46.16%、47.51%、44.42%，其中，销售费用占比最大。报告期内销售费用占营业收入的比例分别为 35.94%、33.91%、37.35% 和 34.39%，销售费用占营业收入的比例整体变化不大。公司管理费用总体上逐年增加，主要是因为公司业务规模逐年扩大，管理费用也有所增加。

表 1 公司期间费用情况 (万元)

项目	2014 年 1-6 月	2013 年度	2012 年度	2011 年度
销售费用	43,037.43	81,467.21	60,012.58	56,032.48
管理费用	10,935.97	18,461.12	17,605.37	16,415.32
财务费用	1,619.28	3,697.73	4,081.24	3,343.93
期间费用合计	55,592.68	103,626.06	81,699.19	75,791.72
营业收入	125,143.35	218,093.21	176,995.30	155,900.36
销售费用/营业收入	34.39%	37.35%	33.91%	35.94%
管理费用/营业收入	8.74%	8.46%	9.95%	10.53%
财务费用/营业收入	1.29%	1.70%	2.31%	2.14%
期间费用/营业收入	44.42%	47.51%	46.16%	48.62%

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

主要资产周转能力指标良好

2011 年至 2014 年中期，公司应收账款周转率分别是 26.96、15.81、12.06、6.33，公司的应收账款周转率高于同行业平均水平，但差距逐年减小。这与公司的商业政策和销售管理模式有关。

公司存货周转率分别是 1.76、2.14、2.31、1.32，公司存货周转率报告期内呈现逐年提高的趋势，2012 年度至 2014 年上半年公司存货周转率与行业平均周转率基本一致或高于同行业水平。

表 5 公司资产周转能力

项目	2014 年 1-6 月	2013 年	2012 年	2011 年
应收账款周转率	6.33	12.06	15.81	26.96
存货周转率	1.32	2.31	2.14	1.76

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

3.2 分业务收入和毛利预测、利润表预测

盈利预测及主要假设

- 1) 公司销售结构保持稳定；
- 2) 公司产品毛利率保持稳定，募投项目进展顺利。

基于以上假设，我们预计 2014-2016 年归母公司的净利润将实现年递增 23.91%、32.53%和 21.92%，相应的稀释后每股收益为 2.23 元、2.96 元和 3.61 元。

四、风险因素

4.1 中药材价格波动的风险

根据中药材天地网统计，报告期内国内中药材综合 200 指数最高点约 2,930 点，最低点约 2,180 点，波动幅度约 34%。另外，中药材综合 200 指数自 2009 年初至 2011 年从 1,000 点左右一路上涨至 2,900 余点，累计涨幅近 2 倍。如果未来公司生产所需的主要中药材价格出现大幅上涨或异常波动，而公司采购部门未能及时把握主要原材料价格变动趋势时，将对公司盈利能力产生不利影响。

4.2 药品降价风险

随着未来我国基本药物制度的进一步推行和新医改政策的深入实施，国家发改委也可能继续出台限价政策，如公司未及时采取适当措施对经营的药品组合进行调整，综合毛利率存在降低的风险。

4.3 产品质量风险

公司代理销售部分其他公司产品。代理产品出现质量问题时，公司有可能会因为销售不符合药品标准的药品而受到相关部门行政处罚，公司品牌形象受到损害的情形，会对公司产生不利影响。

此外，公司自有生产产品仍有可能因流通环节存储不当等原因未达到质量控制要求、侵害患者权益的情形，公司存在因此面临经济损失和品牌形象受损的风险。

4.4 固定资产折旧增加导致利润下降的风险

本次募集资金项目固定资产投资 91,718.93 万元，建设完成后将每年新增折旧 7,190.96 万元。项目实施后，公司固定资产将大幅增加。募集资金投资项目完工后公司固定资产折旧也将大幅度增加，另外，新建项目需要试产、市场需逐步开发，项目分年达产、利润逐步体现，因此，项目建设完成后，新增的固定资产折旧对当期利润会有一定的不利影响。

五、估值及定价分析

5.1 国内同类公司比较分析

基于已公布的 2013 年业绩和 2014、2015 年预测业绩的均值，同行业可比上市公司 14 年、15 年平均动态市盈率为 39.92 倍、32.48 倍，14 年、15 年中药上市公司市盈率行业中值分别为 34.92 倍、28.02 倍。

表 6 同行业上市公司估值比较

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE		
			2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
贵州百灵	002424	46.35	0.57	0.67	0.82	80.87	68.90	56.76
康缘药业	600557	24.91	0.60	0.75	0.95	41.83	33.41	26.16
振东制药	300158	14.52	0.26	0.33	0.41	56.50	43.43	35.47
桂林三金	002275	18.39	0.71	0.78	0.89	25.83	23.53	20.56
众生药业	002317	19.75	0.51	0.65	0.84	38.80	30.31	23.46
行业平均						48.76	39.92	32.48

数据来源: Wind 上海证券研究所

5.2 公司可给的估值水平及价格区间

本次拟公开发行新股数量不超过 3,650 万股，发行后总股本 14,600 万股，发行后流通股数量占公司股份总数的比例不低于 25%。预计募集资金总额 133,334.50 万元，预计募集资金净额 124,863.275 万元。每股发行价格 36.53 元，对应 14、15 年 PE16.37、12.35。

考虑到公司的业务结构及市场竞争状况，我们认为给予公司 14 年每股收益 22 倍市盈率这一估值水平较为合理，以该市盈率为中枢且正负区间为 20% 的公司合理估值区间为 44.64-53.55 元，相对于 2013 年的静态市盈率（发行后摊薄）为 24.78-29.74 倍。

六、附表

附表 1 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	1,769.95	2,180.93	2,537.57	3,108.82	3,762.57
二、营业总成本	1,505.66	1,873.28	2,105.07	2,535.61	3,063.69
营业成本	659.65	785.78	930.06	1,138.20	1,376.56
营业税金及附加	23.70	28.48	34.51	41.97	50.42
销售费用	600.13	814.67	888.15	1,088.09	1,316.90
管理费用	176.05	184.61	220.77	267.36	319.82
财务费用	40.81	36.98	31.58	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	0.21	0.20	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	264.50	307.85	432.50	573.21	698.88
加: 营业外收入	33.28	41.63	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	5.02	2.51	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	292.76	346.97	432.50	573.21	698.88
减: 所得税	45.06	64.45	82.18	108.91	132.79
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	247.70	282.53	350.33	464.30	566.09
减: 少数股东损益	13.46	19.59	24.52	32.50	39.63
归属于母公司所有者 的净利润	234.24	262.94	325.80	431.80	526.46
七、摊薄每股收益(元)	1.60	1.80	2.23	2.96	3.61

资料来源: 公司招股意向书 上海证券研究所

附表 2 公司分业务增速与毛利预测 (单位: 百万元人民币)

分业务主营收入测算	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
中成药	1,388.82	1,532.26	1,915.32	2,375.00	2,897.50
化学制剂	379.93	647.81	595.99	703.26	829.85
分业务增速	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
中成药	6.62%	10.33%	25.00%	24.00%	22.00%
化学制剂	48.68%	70.51%	-8.00%	18.00%	18.00%
分业务主营成本	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
中成药	493.37	547.62	689.52	855.00	1,043.10
化学制剂	165.68	237.80	232.43	274.27	323.64

毛利率	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
中成药	64.48%	64.26%	64.00%	64.00%	64.00%
化学制剂	56.39%	63.29%	61.00%	61.00%	61.00%

资料来源：公司招股意向书 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±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±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。