

潜力国企看点颇多 静待改革风动

联环药业 (600513)
推荐 首次覆盖

核心观点:

1. 扬州市国资委旗下唯一医药上市平台,有望受益于国企改革。2014 年年中,江苏省发布国企改革相关文件,国企改革大幕徐徐拉开,若后续改革持续推动,公司作为扬州市国资委旗下唯一的医药上市平台,大概率有望受益,我们推测受益方向有三:激励机制改善、资产整合和资产注入(控股股东联环集团在上市公司体外有两块医药资产值得关注:联博药业、扬州扬大基因)、混合所有制改革。

2. 四大主力品种颇具特色,为公司未来业绩快速增长提供巨大支持。公司是一家化药生产销售企业,以制剂为主导。公司并不是品种及其一般的纯普药企业,我们认为其四大主力品种(薄芝糖肽注射液、爱普列特片、依巴斯汀片、非洛地平缓释胶囊&片)都颇具特色,产品力出众,未来 5 年都是看 3~5 亿级别品种,目前体量较小,改善提升空间较大,待内部机制将顺,未来放量可期。另外,我们推测另一个特色品种、未来有望成为主力的复方非洛地平缓释片 2015 年有望获批上市。

3. 外延式发展已经提上日程,开启内生外延双轮驱动之路。公司在 2014 年年报中近几年来首次提出外延式的相关描述,我们认为公司不仅将外延式发展上升到战略层面,也同时被列入 2015 年公司的经营计划中,外延式提上日程,公司有望开启内生外延双轮驱动之路,2015 年外延式值得期待。

4. 增发已获批,加码主业,主力未来发展。2015 年 3 月 3 日,公司非公开发行股票申请获得证监会审核通过。2015 年 4 月 7 日,公司非公开发行股票获得证监会核准批复。我们认为公司此次增发主要用于加码主业,产能释放有利于公司未来稳步成长。另外,我们认为增发发行通过将释放审批通道,若公司外延式有所拓展,通道将不是障碍。

5. 投资建议:暂未考虑增发摊薄,预计 2015-2017 年 EPS 分别为 0.34、0.41、0.49 元,对应 PE 分别为 75、62、52 倍。公司作为扬州市国资委下唯一医药上市平台,若国企改革持续推进,公司有望受益。公司四大主力品种颇具特色,未来成长空间大。公司外延式提上日程,值得期待。公司目前市值较小,变化弹性较大。首次覆盖,给予“推荐”评级。

主要财务指标

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	623.30	668.69	743.59	829.15	931.23
营业收入增长率	91.57%	7.28%	11.20%	11.51%	12.31%
净利润(百万元)	38.33	44.00	53.63	64.81	77.32
净利润增长率	33.74%	14.79%	21.90%	20.84%	19.31%
EPS(元)	0.24	0.28	0.34	0.41	0.49
P/E	105	92	75	62	52
P/B	10.0	9.3	8.5	7.7	6.9
EV/EBITDA	62.51	51.00	41.46	36.03	33.00

资料来源:中国银河证券研究部

分析师

郭思捷

✉: guosijie@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130513090001

特此鸣谢

张金洋

☎: (8610) 83574546

✉: zhangjinyang@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2015.04.10

A 股收盘价(元)	25.69
A 股一年内最高价(元)	26.38
A 股一年内最低价(元)	10.32
上证指数	4034.31
市净率	8.5
总股本(万股)	15670.02
实际流通 A 股(万股)	15210.00
流通 A 股市值(亿元)	39.07

投资概要：

驱动因素：

1. 扬州市国资委旗下唯一医药上市平台，有望受益于国企改革。2014 年年中，江苏省发布国企改革相关文件，国企改革大幕徐徐拉开，若后续改革持续推动，公司作为扬州市国资委旗下唯一的医药上市平台，大概率有望受益，我们推测受益方向有三：激励机制改善、资产整合和资产注入（控股股东联环集团在上市公司体外有两块医药资产值得关注：联博药业、扬州扬大基因）、混合所有制改革。

2. 四大主力品种颇具特色，为公司未来业绩快速增长提供巨大支持。公司是一家化药生产销售企业，以制剂为主导。公司并不是品种及其一般的纯普药企业，我们认为其四大主力品种（薄芝糖肽注射液、爱普列特片、依巴斯汀片、非洛地平缓释胶囊&片）都颇具特色，产品力出众，未来 5 年都是看 3~5 亿级别品种，目前体量较小，改善提升空间较大，待内部机制将顺，未来放量可期。另外，我们推测另一个特色品种、未来有望成为主力的复方非洛地平缓释片 2015 年有望获批上市。

3. 外延式发展已经提上日程，开启内生外延双轮驱动之路。公司在 2014 年年报中近几年来首次提出外延式的相关描述，我们认为公司不仅将外延式发展上升到战略层面，也同时被列入 2015 年公司的经营计划中，外延式提上日程，公司有望开启内生外延双轮驱动之路，2015 年外延式值得期待。

4. 增发已获批，加码主业，主力未来发展。2015 年 3 月 3 日，公司非公开发行股票申请获得证监会审核通过。我们认为此次增发主要用于加码主业，产能释放有利于公司未来稳步成长。另外我们认为增发通过将释放审批通道，若公司外延式有所拓展，通道将不是障碍。

我们与市场不同的观点：

市场普遍认为公司属于一般普药企业亮点不多，我们认为公司的四大主力品种还是十分具有看点，若内部机制将顺，未来成长性也非常不错，再加上国企改革预期、外延式预期，我们认为公司值得重点关注。

估值与投资建议：

暂未考虑增发摊薄，预计 2015-2017 年 EPS 分别为 0.34、0.41、0.49 元，对应 PE 分别为 75、62、52 倍。公司作为扬州市国资委下唯一医药上市平台，若国企改革持续推进，公司有望受益。公司四大主力品种颇具特色，未来成长空间大。公司外延式提上日程，值得期待。公司目前市值较小，变化弹性较大。首次覆盖，给予“推荐”评级。

股价表现的催化剂：

国企改革持续推进；复方非洛地平缓释片获批；外延式有所拓展。

主要风险因素：

国企改革进展低于预期。

目 录

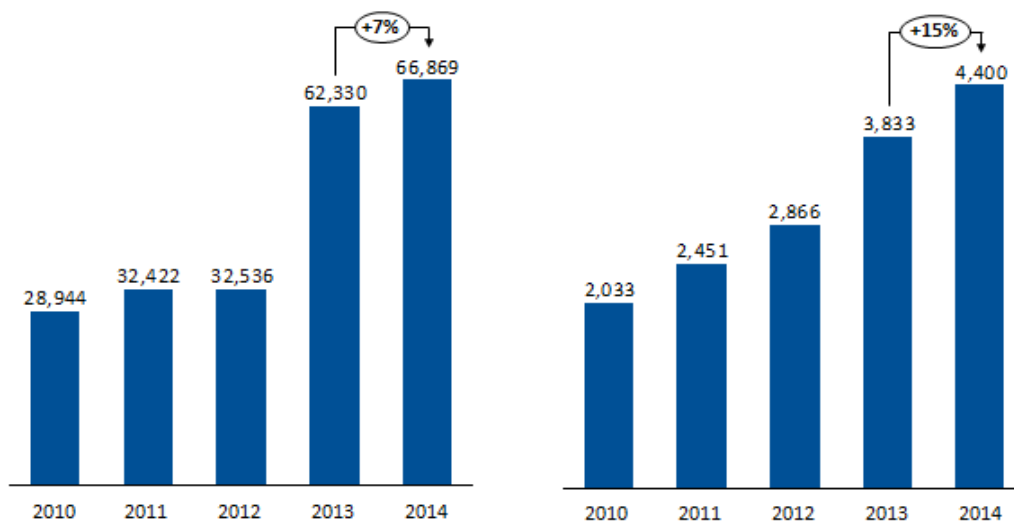
一、扬州市国资委下唯一医药上市平台：有望受益于未来国企改革持续推进.....	3
（一）化药企业，制剂贡献较大	3
（二）扬州市国资委旗下唯一上市平台	4
（三）国企改革风起，公司有望受益	5
二、四大在售主力品种潜力尚未完全发挥，值得重点关注.....	8
（一）公司并非存粹普药企业，四大潜力品种颇具亮点。	8
（二）薄芝糖肽注射液：竞争格局良好，体量尚小，成长可期	11
（三）爱普列特片：大市场下的大潜力独家品种	12
（四）依巴斯汀片：空间大、若短期改善弹性大	13
（五）非洛地平缓释胶囊（片）：增长还看新剂型	14
（六）在研品种看点：复方非洛地平缓释片有望 2015 年落地	14
三、外延式提上日程，开启双轮驱动之路.....	15
四、增发已经获批，助力未来发展.....	15
五、公司估值与投资建议	16
六、风险提示	16

一、扬州市国资委下唯一医药上市平台：有望受益于未来国企改革持续推进

（一）化药企业，制剂贡献较大

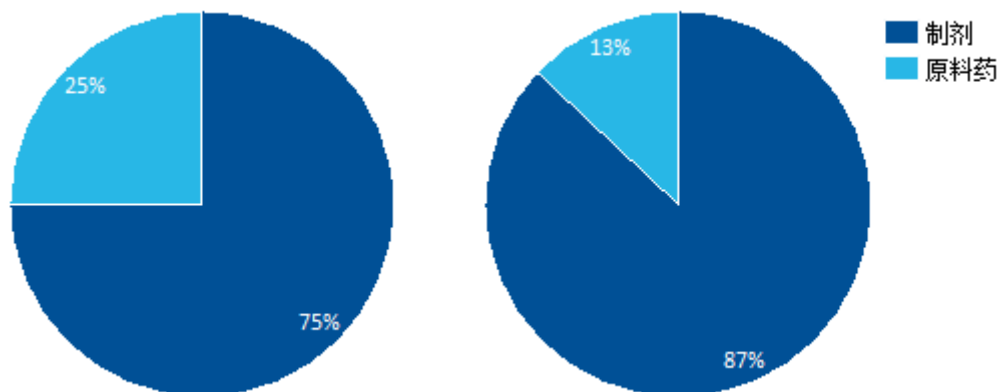
公司是一家制造销售化药制剂、原料药的企业，2014 年销售收入约 6.7 亿元，归母净利润约 4400 万元。从收入端看，化学制剂贡献占比达 75%。从毛利端看，化学制剂贡献占比达 87%，公司是一家以制剂为主导的化药企业。

图 1：公司近 5 年收入和净利润变化（左图为收入，右图为净利润，单位：万元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部；2013 年收入大幅度变化主要有扬州制药并表影响

图 2：2014 年公司收入和毛利构成比例（左图为收入，右图为毛利）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

(二) 扬州市国资委旗下唯一上市平台

公司于 2000 年由扬州制药厂(现江苏联环药业集团有限公司)、上海联创投资有限公司、国药集团药业股份有限公司、江苏省高科技产业投资有限公司和苏州工业园区药科大新药开发中心有限公司共同发起正式成立。

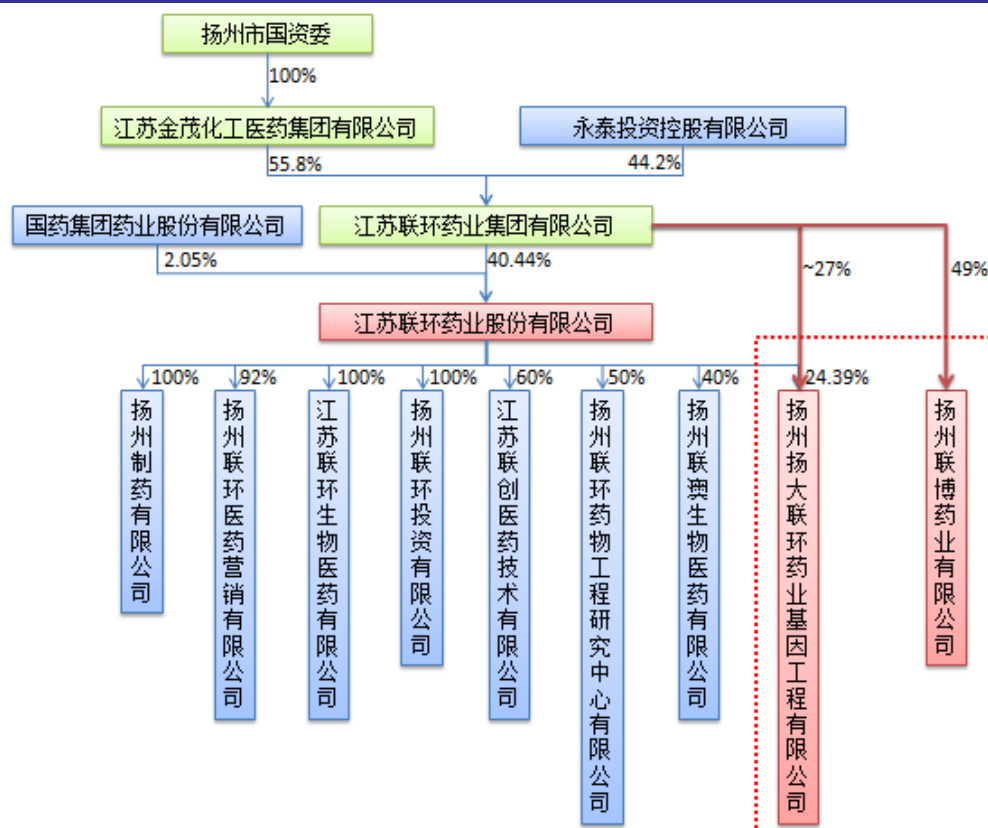
表 1: 联环药业主要历史沿革

时间	事件
2000 年	由扬州制药厂(现江苏联环药业集团有限公司)、上海联创投资有限公司、国药集团药业股份有限公司、江苏省高科技产业投资有限公司和苏州工业园区药科大新药开发中心有限公司共同发起创立
2003 年	上交所挂牌上市
2004 年	联环药业收购扬州联环医药营销有限公司 60% 股权
2004 年	联环药业收购扬州扬大港药基因工程有限公司 24.59% 股权
2011 年	联环药业收购扬州联环医药营销有限公司 20% 股权
2013 年	联环药业发行股份收购扬州制药 100% 股权

数据来源: 中国银河证券研究部

从股权结构图上来看, 公司是扬州市国资委下属的上市公司, 经过分析研究, 我们发现公司是扬州市国资委下属的唯一医药上市公司。

图 3: 公司股权架构图(时间截至 2014 年 3 月 1 日)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

（三）国企改革风起，公司有望受益

2014 年年中，江苏省委、省政府印发了《关于全面深化国有企业和国有资产管理体制改革的意见》，江苏省国企改革大幕逐步拉开。我们摘抄了部分文件要点，如下：

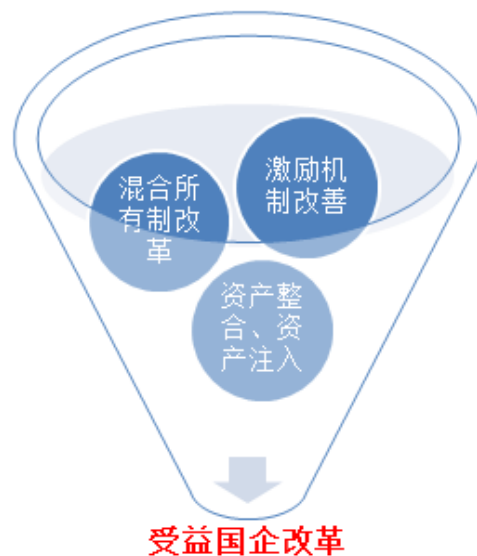
表 2：《中共江苏省委江苏省人民政府关于全面深化国有企业和国有资产管理体制改革的意见》要点

事项	具体内容
主要目标	<p>到 2020 年，构建完成具有江苏特色的国有经济布局 and 结构，企业国有资本在基础设施、能源资源、公共服务、战略性新兴产业、金融投资等重要领域的集聚度达到 80% 以上。培育一批在全国同行业具有一定影响力的优强企业，形成一批行业“排头兵”。国有经济规模实力、质量效益和影响带动力在全国各省区处于领先地位。</p> <p>国有企业公司制改革全面完成，股份制、混合所有制成为国有企业的主要形式，上市公司、国有资本投资运营公司明显增加，国有资产证券化率明显提升。国有企业全面建立现代企业制度，公司治理规范有效，国有企业管理体制和经营机制与市场经济相融合。</p> <p>实现政府公共管理职能和出资人职能分开。坚持“政企分开、政资分开、所有权和经营权分离”原则，政府公共管理部门履行宏观调控、市场监管、行业管理职能，国资监管机构依法履行出资人职责，按照权利、义务和责任相统一，管资产和管人、管事相结合的要求，形成规则统一、权责明确、管理科学的经营性国有资产监管全覆盖体系。</p>
调整优化国有经济布局结构	<p>（四）进一步明确国有企业功能定位。</p> <p>（五）加大资产重组和资源整合力度。</p> <p>（六）构建国有资本投资运营平台。</p> <p>（七）提高国有资产证券化水平。</p>
加快发展混合所有制经济	<p>（八）优化国有企业股权结构。</p> <p>（九）全面推进股权多元化。</p> <p>（十）允许混合所有制企业员工持股。</p>
建立健全现代企业制度	<p>（十一）规范法人治理结构。</p> <p>（十二）完善国有企业领导人员管理机制。</p> <p>（十三）建立长效激励约束机制。</p> <p>（十四）加强国有企业内部管理。</p> <p>（十五）充分发挥国有企业党组织政治核心作用。</p>
完善国有资产管理体制	<p>（十六）以管资本为主加强国有资产监管。</p> <p>（十七）完善国有资本经营预算制度。</p>
形成推进国有企业改革的合力	<p>（十八）加强对国有企业改革的组织领导。</p> <p>（十九）落实支持国有企业改革的政策措施。</p> <p>（二十）营造推进国有企业改革的良好氛围。</p>

数据来源：中国银河证券研究部

作为扬州市国资委下属唯一的医药上市平台，我们认为借着这股国企改革的东风，公司有望受益，至于具体后续会如何发展，尚不得而知，但我们做如下猜想，公司有望从以下三方面受益：

图 4：公司有望受益国企改革持续改善



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

猜想一，是否会激励机制改善？

若国企改革推进顺利，现代企业制度将得到完善，公司管理层的考核和激励机制将得到优化（猜想：考核更为市场化？股权激励？目前公司管理层还未持有上市公司股权）经营动力必将大增，将进一步激发企业活力。

猜想二，是否会资产整合、资产注入？

国企改革的进行有望加快集团资产整合的步伐，有望通过核心相关资产的注入，实现资源更加合理化配置，使得竞争优势更为突出。

目前，上市公司体外，集团体内仍有两块资产值得关注。

第一块资产就是扬州联博药业有限公司，现在是中外合资企业，集团控有 49% 股份，联博是扬州制药有限公司原有的盐酸多西环素、盐酸土霉素车间以及新建的盐酸多西环素、盐酸土霉素车间的控股公司，现有 1500 吨盐酸多西环素和 2500 吨盐酸土霉素的生产能力，此外还研发、生产其他医药原料产品。盐酸多西环素还获得了 EDQM 颁发的 COS 证书。初步估计，2014 年联博收入约 7 亿元，净利润 4000 万，利润总额 7000-8000 万。

第二块资产是公司目前的参股公司扬州扬大联环药业基因工程有限公司，目前上市公司持有 24% 左右股份，集团持有 27% 左右股份，公司股东还包括扬州大学，若未来国企改革持续推进，仍有可能整体注入。公司下设：分子克隆实验室（江苏省重点实验室）、动物胚胎工程与遗传工程实验室（江苏省重点实验室）等一个中心三个实验室。目前公司拥有完善的生物化妆品开发、生产和检测设备。公司研发团队在国际化妆品最前沿的技术——“羊胎素”应用方面，取得重大突破，成功获得中国第一个羊胎素国家重大发明专利：《从羊胚胎中提取活化小分子羊胎素的方法及其用途（专利号 200610085611.6）》，并以此开发出具有中国自主知识产权的“可易”羊胎素系列化妆品和“普尔生”中国羊胚胎素领导品牌系列产品。市场上的羊胎

素主要分为两种：羊胚胎素和羊胎盘素，市场上大部分羊胎素产品仍旧是羊胎盘素，而公司是有几家羊胚胎素生产企业之一，并且其产品线丰富程度堪居第一军团，目前年销售额在 1200 万左右，尚有巨大提升空间。（好产品缺乏好销售，若未来整合，空间巨大）

表 3：扬州扬大联环药业基因工程有限公司产品线

产品线	具体产品
可易羊胚胎素日化线	可易羊胚胎素冻干粉、可易晶澈美白修护乳、可易高机能化妆水、可易细胞因子精华素、可易焕采眼部冰晶、可易活氧魅力眼霜、可易水分再生霜、可易羊胚胎素蚕丝面膜、可易羊胚胎素蚕丝眼膜、可易活肤美颜霜、可易眼部精华液
可易薄盖灵芝日化线	可易薄盖灵芝防敏修复水、可易薄盖灵芝精华素、可易薄盖灵芝冻干原液、可易薄盖灵芝舒缓保湿水、可易薄盖灵芝蚕丝面膜
普尔生专业线	普尔生羊胚胎素特护至尊套盒、普尔生羊胚胎素眼部套盒、普尔生羊胚胎素蚕丝眼膜、普尔生羊胚胎素面霜、普尔生羊胚胎素面膜
可易礼品线	贵丽典雅精华套装、亮肤臻颜精华套装、抗衰滋养精致套盒、保湿补水套装、羊胚胎素至尊套盒、活力新生豪华套装、抗衰葆春精华套装
备注	<p>羊胎素指一种从生长在海拔 2300 米以上的阿尔卑斯高山黑绵羊母体内约 5 个月的小羊胚胎中提取含有特别丰富活性物质的细胞产生的活性因子。分为两种：羊胎盘素和羊胚胎素。对男性而言，羊胎素有强精补身作用。对女性而言，是很流行也很具有争议性的美容保养品。凡气色不好、身体虚弱、气血不足者都可以服用。</p> <p>羊胎盘素：市面上大部分所谓羊胎素产品，所指都是羊胎盘素；其所含的“羊胎冻干粉”，是从羊胎盘中提取出来的。早在 2008 年，卫生部已经明确规定，羊胎盘含有多种生物活性成分，不能作为普通食品原料使用。羊胎盘素是用羊的胎盘进行粉碎提取有效成分，里面的激素成分较多，营养成分远不及羊胚胎素，其提取工艺以羊胎盘粉碎干燥为主，程序要简化许多。</p> <p>羊胚胎素：羊胚胎素是用 3 个月大的羊胎儿低温提取有效成分，用来增加细胞增生的活性成分。提取羊胚胎素原液的周期至少需要一个月，且一只羊胚胎只能提取几克，成本很高。不仅如此，如果使用羊胚胎素，厂房设施、人员培训、质量控制，完全按照规则来做，成本非常高，洁净成分也需达到国家标准。不管是瑞士还是国内的羊胎素化妆品，都定位高端市场，在瑞士注射价位高达 30 万-40 万元人民币。而在国内，很多供应商都是小企业，不仅不具备工艺，制作过程中的洁净控制也可能不达标。</p>

数据来源：公司网站，百度百科，中国银河证券研究部

猜想三，是否会混合所有制改革？

随着所有权多元化，公司市场拓展和业务创新能力将有望增强。引入新的战略合作伙伴，丰富产品线，公司经营效率和核心竞争力将有望提升。

目前集团层面的 44.2% 股权被永泰投资控制，截至到目前，永泰投资尚未干预公司日常经营，也未给公司带来资源上的注入。上市公司层面，还未有战略投资者进入，我们猜想，未来这块值得期待。

综上，我们觉得在路径上，公司国企改革存在多种可能性，具体尚需等待落地，但是从空间角度，公司是存在经营效率提升的空间的，2014 年公司净利润率为 6.6%，而大部分工业企业净利润率应该在 10-20% 之间，尚有改革提升空间。

二、四大在售主力品种潜力尚未完全发挥，值得重点关注

（一）公司并非存粹普药企业，四大潜力品种颇具亮点。

公司拥有制剂品种近 30 个，通过梳理其产品线，我们发现公司有四大品种颇具特色，分别是薄芝糖肽注射液、爱普列特片、依巴斯汀片、非洛地平缓释胶囊（片）。粗略估计，这四大品种，占比整个公司 2014 年销售收入约 40%，占比制剂收入约 60%，是公司的支柱产品。

我们认为公司增长不快不是品种的问题（四大品种均为终端投资依赖性+弹性较大品种），未来体制一旦捋顺，特色品种有望爆发，快速成长有望带动企业快速成长。

表 4：联环药业产品线

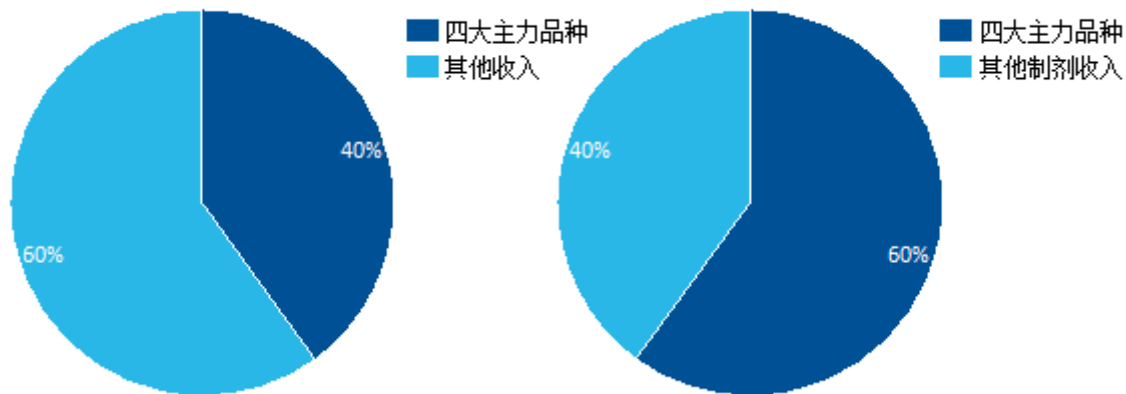
通用名	商品名	是否医保	是否基药	竞争格局	中标省份	治疗领域
薄芝糖肽注射液		是（13 省）	否	北京赛升药业股份有限公司	重庆、安徽、海南、吉林、四川、天津、湖北、陕西、福建、辽宁、河北、北京、北京军区、浙江、山西、内蒙古、黑龙江、江苏、河南、贵州、广东、甘肃	进行性肌营养不良，萎缩性肌强直，及前庭功能障碍、高血压等引起的眩晕和植物神经功能紊乱、癫痫、失眠等症。亦可用于肿瘤、肝炎的辅助治疗。
爱普列特片（依立雄胺）	川流	是	是（广东）	独家	重庆、吉林、广东、天津、四川、湖北、陕西、安徽、青海、贵州、河北、北京、江西、内蒙古、浙江、上海、甘肃、山西、吉林	前列腺增生症
依巴斯汀片	苏迪	是	否	杭州澳医保灵药业有限公司	重庆、海南、吉林、四川、湖北、陕西、河北、北京、内蒙古、浙江、山西、贵州、江苏、甘肃	荨麻疹、过敏性鼻炎、湿疹、皮炎、皮肤瘙痒症
非洛地平片	联环尔定	是	是（17 省）	13	重庆、吉林、海南、上海、陕西、江苏、河北、北京、浙江、四川、甘肃、贵州、广东、内蒙古、山西	高血压
非洛地平缓释胶囊	联环笑定	是	是（12 省）	独家	重庆、吉林、四川、陕西、云南、上海、河北、北京、江苏、浙江、山西、甘肃、湖北、内蒙古	高血压
盐酸二甲双胍格列齐特片	度和	否	否	福建龙华	山西	糖尿病
达那唑栓		是	是（湖北、江苏）	独家	重庆、海南、吉林、湖北、河北、江西、江苏、甘肃、	子宫内膜异位症
巴洛沙星片		否	否	7	重庆、海南、吉林、陕西、河北、江西、北京、浙江、甘肃、江苏	尿道炎，尿路感染，膀胱炎，肾病内科

盐酸舍曲林胶囊	联环优定	是	否	上海新亚、浙江京新、四川省百草生物、蓬莱金创、葵花药业	重庆、吉林、海南、陕西、河北、北京、江苏、浙江、山西、吉林、上海	抑郁症
特非那定	敏迪	是（上海）	否	18	重庆、陕西、河北、北京、上海、浙江、河南、广东、山西、贵州	过敏性鼻炎、荨麻疹及枯草热
蚓激酶肠溶胶囊	降宁	是	否	9	重庆、海南、吉林、北京、浙江、四川、湖北、上海、广东、内蒙古、江苏、甘肃	缺血性脑血管病
辛伐他汀片	征之	是	是	120	重庆、安徽、吉林、广东、北京、江苏、上海、山西	高脂血症
达那唑胶囊		是	是（湖北、江苏）	10	重庆、安徽、海南、吉林、天津、四川、陕西、江苏、贵州、河北、北京、上海、江西、浙江、山西、甘肃、陕西、湖北、内蒙古	子宫内膜异位症
盐酸西替利嗪片	联双	是	否	27	重庆、吉林、广东、河北、北京、上海、江西、江苏、浙江、山西、广东、内蒙古、贵州、甘肃	季节性鼻炎、常年性过敏性鼻炎、过敏性结膜炎及过敏引起的瘙痒和荨麻疹
曲克芦丁片		是	是（17省）	240	重庆、吉林、江苏、北京、江西、浙江	闭塞综合征、血栓性静脉炎、毛细血管出血
碳酸锂片		是	是	14	重庆、海南、吉林、天津、湖北、陕西、江苏、山东、四川、安徽、河北、湖南、北京、甘肃	躁狂症
美愈伪麻胶囊	联环	是	否	独家	吉林、广东、山西	感冒药
盐酸多西环素片		是	否	101	重庆、海南、吉林、山东、湖北、广东、山东、四川、河北、北京、甘肃、安徽、江苏	抗生素类
注射用硫酸普拉睾酮钠		是	否	丽珠集团丽珠制药厂	河北、北京、上海、江西、浙江、湖北、贵州、吉林	晚期妊娠需要促进子宫成熟者
盐酸美他环素片		是（湖北）	否	27	重庆、吉林、湖北、广西、河北、北京、江苏、浙江、广东、甘肃	流行性斑疹伤寒、性病性淋巴肉芽肿、尿道炎、输卵管炎、宫颈炎、沙眼、回归热、布鲁氏菌病、霍乱、破伤风、软下疳、鼠疫、眼科、妇产科、肾病内科、性病科、传染病学科

罗红霉素胶囊		是	是（20省）	119	重庆、吉林、广东、江苏、上海、江西、浙江、广东、甘肃	化脓性链球菌引起的咽炎及扁桃腺炎，敏感菌所致的鼻窦炎、中耳炎、急性支气管炎、慢性支气管炎急性发作，肺炎支原体或肺炎衣原体所致的肺炎；沙眼衣原体引起的尿道炎和宫颈炎；敏感细菌引起的皮肤软组织感染。
硫酸粘菌素片		是	否	0	北京、安徽、山西、湖北	肠道手术前准备或用于大肠杆菌性肠炎和对其他药物耐药的菌痢
叶酸片		是	是	41	吉林、陕西、江苏、贵州、四川、河北、北京、浙江、贵州、广东、内蒙古	巨幼红细胞贫血、妊娠期、哺乳期妇女预防给药、慢性溶血性贫血所致的叶酸缺乏
注射用盐酸阿柔比星		是	否	深圳万乐药业有限公司	无	急性白血病、恶性淋巴瘤
甲钴胺注射液		是	是（10省）	21	重庆、四川、广东、江苏、上海、北京、浙江、山西、吉林、陕西	周围神经病。因缺乏维生素 B12 引起的巨红细胞性贫血的治疗。
甲磺酸酚妥拉明注射液		是	否	10	重庆、吉林、陕西、广东、广西、北京、山西、云南、湖北、江苏	1.用于诊断嗜铬细胞瘤及治疗其所致的高血压发作，包括手术切除时出现的高血压，也可根据血压对本品的反应用于协助诊断嗜铬细胞瘤；2.治疗左心室衰竭；3.治疗去甲肾上腺素静脉给药外溢，用于防止皮肤坏死。
盐酸屈他维林注射液		是（浙江）	否	独家	重庆、海南、吉林、陕西、河北、北京、江苏、浙江、甘肃、四川	1.用于胃肠道痉挛，应激性肠道综合症。2.用于胆绞痛和胆道痉挛、胆囊炎、胆囊结石、胆道炎。3.用于肾绞痛和泌尿道痉挛，如肾结石、输尿管结石、肾盂肾炎、膀胱炎。4、用于子宫痉挛，如痛经、先兆流产、子宫强直。
氟罗沙星注射液	诺尔	是	否	73	重庆、江苏、浙江、安徽、内蒙古、山西	肠杆菌科细菌如肺炎克雷伯菌、变形杆菌、沙门氏菌、大肠埃希氏菌、甲氧西林敏感葡萄球菌等敏感菌引起的中、重度呼吸系统、泌尿系统、消化系统以及皮肤软组织感染、败血症、妇科感染等。
盐酸托烷司琼注射液	普洛林	是	否	20	重庆、吉林、广东、海南、北京、浙江、甘肃、江苏、山西、吉林、四川	预防和治疗癌症化疗引起的恶心和呕吐

数据来源：公司网站，百度百科，中国银河证券研究部

图 5：四大主力品种收入贡献估算占比（左图为占比公司整体收入、右图为占比制剂收入）



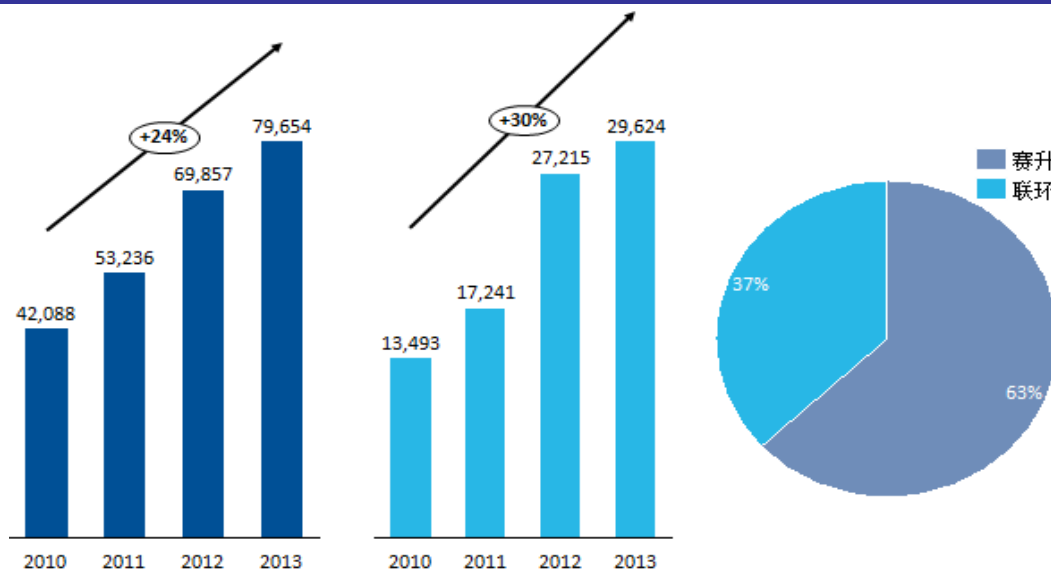
资料来源：中国银河证券研究部

（二）薄芝糖肽注射液：竞争格局良好，体量尚小，成长可期

薄芝糖肽注射液，其组分为多糖和多肽，适应症为用于进行性肌营养不良、萎缩性肌强直、及前庭功能障碍、高血压等引起的眩晕和植物神经功能紊乱、癫痫、失眠等症，亦可用于肿瘤、肝炎的辅助治疗。

2013 年薄芝糖肽注射液我国终端市场规模约 8 亿元，2010-2013 年复合增长率为 24%，有两个竞争者：北京赛升和江苏联环，目前以赛升的产品为主，联环的薄芝糖肽注射液 4 年复合增速略高于行业增速。

图 6：薄芝糖肽终端医院终端市场格局（左图为薄芝糖肽整体，中图为联环薄芝糖肽，右图为竞争格局，单位：万元）



资料来源：中国银河证券研究部

联环的薄芝糖肽注射液已经进入 13 个省医保，并在 22 个省市中标。

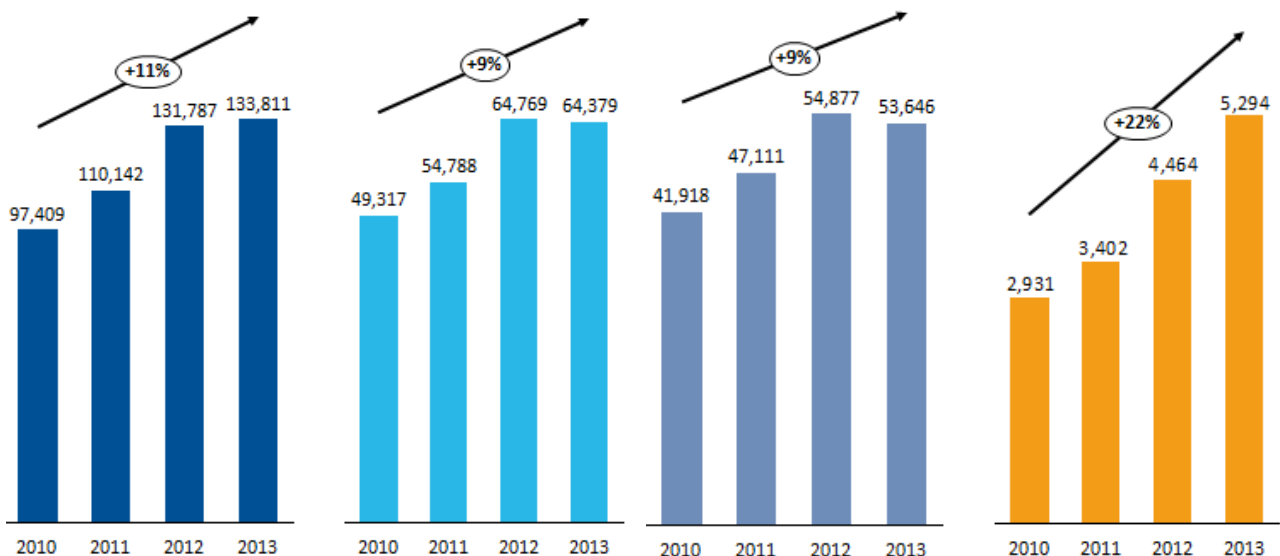
2014 年按出厂统计，估计联环薄芝糖肽销售量约 1650 万支，在考虑招标降价因素的情况下，预计 2015 年将维持 10-15% 增速，该品种具备大品种基因，未来发货看 3~5 亿。我们认为原因如下：

- 1) 虽然属于偏辅助类用药，但是体量尚小(好多肿瘤等辅助用药均达到 10 亿以上量级)，在较大体量辅助用药面临压力的状态下，小体量用药有望在局部受益。
- 2) 竞争格局较好，有望随细分行业整体增长而增长。
- 3) 公司目前该品种采用的是代理模式，随着未来国企改革的推进，公司对代理商的管控将加强，经营效率有望提升，品种有望受益上量。

(三) 爱普列特片：大市场下的大潜力独家品种

爱普列特片，通用名依立雄胺，中国药科大学与扬州制药厂联合研发的国家一类新药。主治前列腺增生及无菌性前列腺炎。依立雄胺为一种新型反竞争性 5 α -还原酶抑制剂，它可与 5 α -还原酶、NADP⁺形成三元复合物，从而抑制睾酮转化为双氢睾酮而降低前列腺体内双氢睾酮的含量，导致增生的前列腺体萎缩，达到治疗前列腺增生的目的。

图 7：我国良性前列腺增生用药医院终端市场情况（左图为化药整体市场规模，左二图为 5 α -还原酶抑制剂市场规模，左三图为保列治非那雄胺市场规模，左四图为依立雄安市场规模） 单位：万元



资料来源：中国银河证券研究部

对于良性前列腺增生的治疗，市场上主流用药主要有三类： α -肾上腺受体阻滞剂（坦索罗辛、阿夫唑嗪、萘哌地尔、特拉唑嗪等）、5 α -还原酶抑制剂（非那雄胺、依立雄安等）和植物药。前两类更多的在医院处方渠道，植物药主要有医院和药店两个渠道。总体看来，还是以医院终端为主。

从医院终端来看，2013 年治疗良性前列腺增生用药市场规模在 13.4 亿元左右（ α -肾上腺受体阻滞剂和 5 α -还原酶抑制剂几乎各占半壁江山），但我们认为真实市场需求容量要远远大

于此，50 岁以上男性约有 50% 患良性前列腺增生症（将近 4000 万，80 岁以上患病者达到 80% 至 100%，良性前列腺增生需长期用药，全球良性前列腺增生处方治疗药物销售额一直在 40-50 亿美元之间波动，估计我国此领域用药规模在 50 亿左右，而且有较大上升空间。

公司依立雄胺是独家品种，全国医保、广东基药，并在 20 个省左右中标。

2014 年按出厂价统计，联环依立雄胺销售约 7156 万，预计 2016 年过亿，该品种未来看 3~5 亿规模。我们认为原因如下：

1) 所处市场空间足够大，可参比的默沙东非那雄胺 2013 年销售已经有 5 亿+，成长空间足够。

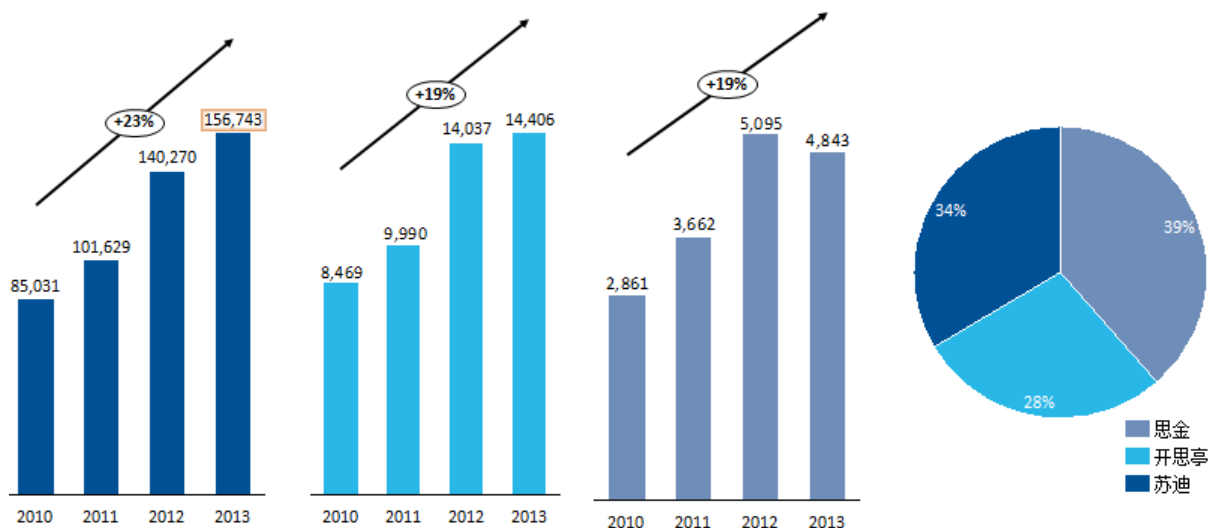
2) 公司内部机制将顺，放量可期。

（四）依巴斯汀片：空间大、若短期改善弹性大

依巴斯汀是抗组胺药，主要适用于过敏性疾病的治疗，包括皮炎湿疹、荨麻疹、过敏性鼻炎、过敏性鼻炎，适用科室及其广泛包括变态反应科、皮肤科、耳鼻喉科、呼吸科等，在皮肤科应用较多，有“皮科抗生素”之称。

主流抗组胺药包括：氯雷他定、西替利嗪、咪唑斯汀、地氯雷他定、左西替利嗪、依巴斯汀、非索非那定。仅从医院终端来看，2013 年我国抗组胺药市场规模达 15 亿，这还不包括零售终端，是一个相对较大的细分市场。依巴斯汀 2013 年市场规模在 1.5 亿左右，一共有三个竞争者，分别为原研西班牙艾美罗的开思亭、联环的苏迪和杭州澳医保灵的思金。从市场份额角度来看，几乎是三分天下。

图 8：我国抗组胺药医院终端市场情况（左图为抗组胺药整体市场规模，左二图为依巴斯汀整体市场规模，左三图为联环依巴斯汀市场规模，左四图为依巴斯汀市场竞争格局）单位：万元



资料来源：中国银河证券研究部

公司依巴斯汀是全国医保，并在 15 个省左右中标。

2014 年按出厂价统计，联环依巴斯汀销售约 7165 万，预计 2015 年有望挑战 1 亿，该品种未来看 2~3 亿规模，我们看好此品种，认为原因如下：

1) 过敏市场足够大，患者足够多。据 IMS 数据，2012 年全球抗过敏药市场规模约为 70 亿美元，其中，抗组胺药销售额约为 35 亿美元。2012 年我国抗过敏用药市场规模达到 126.18 亿元，五年复合增速也接近 20%。从患病人数来看，据世界变态反应组织报告披露，全球有 30%~40% 的普通人被过敏症状困扰。过敏性鼻炎方面：2011 年，WHO 认为全世界 10%-30% 成人和 40% 儿童受过敏性鼻炎影响，各国反馈过敏性鼻炎或哮喘发病比率都超过 10%。中国平均发病率为 11%。过敏性皮肤病方面：有调研数据表明，过敏性皮肤病病人占皮肤科门诊量的 40-50%。从目前来看，这并不是一块小市场，往未来看，过敏性疾病的发病率是随着工业化水平以及人们生活水平提高而提高的，预计未来市场呈持续扩大趋势。

2) 在抗组胺药里面，依巴斯汀是具备一定优势的。根据我们的草根调研，从临床使用抗组胺药的需求来看，医生一般考虑三点：疗效、心脏安全性(有潜在引发尖端扭转性心动过速的风险)、嗜睡反应。从疗效角度，所有的抗组胺药物差别不是太大；心脏安全性方面，一代抗组胺药物因为这个原因逐步被临床所抛弃(比如特非那定)，而氯雷他定、西替利嗪、地氯雷他定、左西替利嗪、依巴斯汀、非索非那定等二代抗组胺药是少有这方面担忧的，尤其是依巴斯汀、地氯雷他定、非索非那定在这方面更具优势；从嗜睡反应角度，依巴斯汀和非索非那定嗜睡反应几乎非常弱，比起其他品种是具备一定竞争优势的。

3) 从销售端看，抗组胺药的竞争更加销售驱动，模式机制更重要。在抗组胺药市场里，有 40-50 个大大小小品牌，彼此竞争替代特别快，主要取决于销售端的模式和机制，这也为各个竞争者提供了短期较大的弹性。公司的品种具备一定的竞争优势，若内部机制将顺，短期迅速放量可期。

(五) 非洛地平缓释胶囊(片)：增长还看新剂型

非洛地平是一种二氢吡啶类钙通道拮抗剂(钙通道阻滞剂)，主要用于治疗高血压。高血压用药市场情况自不必说，目前非洛地平批文有片剂 7 家、缓释片 6 家、缓释胶囊 1 家，联环独家剂型，全国医保，12 个省基药，中标近 20 个省，预计 2014 年公司非洛地平片剂+缓释胶囊总体销售 5200 万左右，片剂方面 2014 年维稳，预计未来增长还是看缓释胶囊对于市场上传统片剂的替代，未来有望维持 10%-15% 增长。

(六) 在研品种看点：复方非洛地平缓释片有望 2015 年落地

通过梳理公司再研产品，我们发现 2015 年公司有两个品种有望获批，分别是硫酸氢氯吡格雷片，目前状态是 ANDA 新报材料排队 50 位左右；复方非洛地平缓释片，目前状态是补充材料排队 95 位左右。我们认为复方非洛地平缓释片有望成为一大看点，独家品种，未来对现有的非洛地平市场进行强有力替代。

三、外延式提上日程，开启双轮驱动之路

我们认为 2015 年将极有可能成为公司“变革”的元年，公司在 2014 年年报中近几年来首次提出外延式的相关描述，我们认为从这个角度分析，外延式发展不仅上升到战略层面，也同时被列入 2015 年公司的经营计划中，外延式提上日程，公司有望开启内生外延双轮驱动之路，2015 年外延式值得期待。

表 5：联环药业 2014 年年报中关于外延式方面的阐述

部分	摘要
公司发展战略	未来公司将通过利用国有控股地位、上市公司平台、综合性制药企业等优势，以药为媒，以资产为纽带，积极拓展发展空间，强化信息收集， 积极寻求相关领域优质资产的收购 ；
公司经营计划	6、推进资本运作，加强子公司管理工作 为实现联环药业加快发展，迅速提升整体实力， 除了依靠内生增长外，还要积极寻求外延发展 ，同时要不断提升子公司的运营质态，提高投资回报率。公司争取在 2015 年一季度获得中国证监会再融资项目的正式批复，全力支持联环营销公司独立开展工作，加强战略指导，进一步完善绩效考核机制。

数据来源：中国银河证券研究部

四、增发已经获批，助力未来发展

2014 年 7 月 10 日，公司发布非公开发行股票预案，公司拟向不超过 10 名特定投资者非公开发行股票不超过 2806 万股，发行价格不低于 10.93 元/股，拟募集资金总额不超过 31743 万元，所募集资金将全部投入到年产 20000kg 地塞米松磷酸钠原料药建设项目（5918.7 万元）、年产 1500kg 非洛地平原料药建设项目（3313.2 万元）及年产 30 亿片（粒）固体制剂建设项目（21111.0 万元）。

公司认为本次发行募集资金主要用于完善和进一步巩固公司一体化的产业链，扩大公司的生产规模，提高公司的市场份额。

我们认为公司此次增发主要用于加码主业，产能释放有利于公司未来稳步成长。

2015 年 3 月 3 日，公司本次非公开发行股票申请获得证监会审核通过。2015 年 4 月 7 日，公司非公开发行股票获得证监会核准批复。**我们认为增发发行通过将释放通道，若公司外延式有所拓展，通道将不是障碍。**

五. 公司估值与投资建议

市场普遍认为公司属于一般普药企业亮点不多，我们认为公司以下四方面具备亮点：

1. 扬州市国资委旗下唯一医药上市平台，有望受益于国企改革。2014年年中，江苏省发布国企改革相关文件，国企改革大幕徐徐拉开，若后续改革持续推动，公司作为扬州市国资委旗下唯一的医药上市平台，大概率有望受益，我们推测受益方向有三：激励机制改善、资产整合和资产注入（控股股东联环集团在上市公司体外有两块医药资产值得关注：联博药业、扬州扬大基因）、混合所有制改革。

2. 四大主力品种颇具特色，为公司未来业绩快速增长提供巨大支持。公司是一家化药生产销售企业，以制剂为主导。公司并不是品种及其一般的纯普药企业，我们认为其四大主力品种（薄芝糖肽注射液、爱普列特片、依巴斯汀片、非洛地平缓释胶囊&片）都颇具特色，产品力出众，未来5年都是看3~5亿级别品种，目前体量较小，改善提升空间较大，待内部机制将顺，未来放量可期。另外，我们推测另一个特色品种、未来有望成为主力的复方非洛地平缓释片2015年有望获批上市。

3. 外延式发展已经提上日程，开启内生外延双轮驱动之路。公司在2014年年报中近几年来首次提出外延式的相关描述，我们认为公司不仅将外延式发展上升到战略层面，也同时被列入2015年公司的经营计划中，外延式提上日程，公司有望开启内生外延双轮驱动之路，2015年外延式值得期待。

4. 增发已获批，加码主业，主力未来发展。2015年3月3日，公司非公开发行股票申请获得证监会审核通过。2015年4月7日，公司非公开发行股票获得证监会核准批复。我们认为此次增发主要用于加码主业，产能释放有利于公司未来稳步成长。另外我们认为增发通过将释放审批通道，若公司外延式有所拓展，通道将不是障碍。

暂未考虑增发摊薄，预计2015-2017年EPS分别为0.34、0.41、0.49元，对应PE分别为75、62、52倍。公司作为扬州市国资委下唯一医药上市平台，若国企改革持续推进，公司有望受益。公司四大主力品种颇具特色，未来成长空间大。公司外延式提上日程，值得期待。公司目前市值较小，变化弹性较大。首次覆盖，给予“推荐”评级。

六. 风险提示

国企改革进展低于预期。

附表 1：公司财务报表（百万元）

指标(百万)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	指标(百万)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	105	92	7	74	9	营业收入	623	669	744	829	931
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	334	321	389	432	483
应收账款	179	194	249	245	310	营业税金及附加	7	8	9	10	12
预付款项	27	22	41	28	49	销售费用	182	231	219	245	275
其他应收款	35	32	42	41	52	管理费用	50	52	56	62	70
存货	76	60	119	80	142	财务费用	5	7	4	2	-1
长期股权投资	31	36	36	36	36	资产减值损失	4	2	2	2	2
固定资产净额	157	181	151	119	86	公允价值变动损益	0	0	0	0	0
在建工程	19	3	0	0	0	投资收益	5	6	0	0	0
无形资产净值	6	5	4	2	1	营业利润	47	54	63	77	91
递延所得税资产	0	15	15	15	15	营业外净收入	-1	-1	0	0	0
资产总计	634	641	666	640	702	税前利润	46	53	63	76	91
短期借款	142	109	98	0	5	所得税	7	9	9	11	14
应付票据	0	1	2	3	4	净利润增长率	34%	15%	22%	21%	19%
应付账款	64	72	69	88	87	归属母公司净利润	38	1	1	1	2
预收款项	11	8	6	10	8	少数股东损益	0	214	273	348	429
应付职工薪酬	0	0	0	0	0	基本每股收益	0.245	0.281	0.342	0.414	0.493
应交税费	0	1	2	3	4	摊薄每股收益	0.245	0.281	0.342	0.414	0.493
其他应付款	12	15	15	15	15	指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
一年内到期的非长期借款	0	1	2	3	4	成长性					
长期借款	0	0	0	0	0	收入增长率	92%	7%	11%	12%	12%
长期应付款	0	0	0	0	0	净利润增长率	34%	15%	22%	21%	19%
专项应付款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	42%	19%	12%	16%	16%
其他非流动负债	0	0	0	0	0	盈利能力					
负债合计	232	207	190	116	118	毛利率	46%	52%	48%	48%	48%
所有者权益合计	402	434	475	525	584	净利率	6%	7%	7%	8%	8%
现金流量表(百万)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EBITDA/营业收入	10%	12%	13%	13%	13%
净利润	38	44	54	65	77	ROE (摊薄)	10%	10%	11%	12%	13%
折旧与摊销		19	-57	181	-52	ROIC	13%	11%	13%	12%	17%
经营活动现金流	37	70	-57	181	-52	估值指标					
投资活动现金流	-31	-25	0	0	0	P/E	105.04	91.50	75.06	62.12	52.06
融资活动现金流	21	-55	-28	-115	-12	P/S	6.46	6.02	5.41	4.86	4.32
净现金流	28	-10	-85	66	-64	P/B	10.02	9.28	8.48	7.68	6.90
期初现金余额		115	92	7	74	EV/EBITDA	62.51	51.00	41.46	36.03	33.00
期末现金余额		92	7	74	9	股息收益率	0%	0%	0%	0%	0%

资料来源：中国银河证券研究部

插图目录

图 1：公司近 5 年收入和净利润变化（左图为收入，右图为净利润，单位：万元）	3
图 2：2014 年公司收入和毛利构成比例（左图为收入，右图为毛利）	3
图 3：公司股权架构图（时间截至 2014 年 3 月 1 日）	4
图 4：公司有望受益国企改革持续改善	6
图 5：四大主力品种收入贡献估算占比（左图为占比公司整体收入、右图为占比制剂收入）	11
图 6：薄芝糖肽终端医院终端市场格局（左图为薄芝糖肽整体，中图为联环薄芝糖肽，右图为竞争格局，单位：万元）	11
图 7：我国良性前列腺增生用药医院终端市场情况（左图为化药整体市场规模，左二图为 5 α -还原酶抑制剂市场规模，左三图为保列治非那雄胺市场规模，左四图为依立雄安市场规模） 单位：万元	12
图 8：我国抗组胺药医院终端市场情况（左图为抗组胺药整体市场规模，左二图为依巴斯汀整体市场规模，左三图为联环依巴斯汀市场规模，左四图为依巴斯汀市场竞争格局）单位：万元	13

表格目录

表 1：联环药业主要历史沿革	4
表 2：《中共江苏省委江苏省人民政府关于全面深化国有企业和国有资产管理体制改革的意见》要点	5
表 3：扬州扬大联环药业基因工程有限公司产品线	7
表 4：联环药业产品线	8
表 5：联环药业 2014 年年报中关于外延式方面的阐述	15

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

郭思捷，行业分析师。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，本人承诺，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路99号震旦大厦15楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn