

日期: 2015年4月20日

行业: 医药



张凤展

021-53519888-1932

Bluesky9272003@hotmail.com

执业证书编号: S0870511030001

心血管中药注射剂为核心的中药制剂企业

■ 投资要点

公司简介

公司是以高端中药制剂为主的,多剂型、多品种的中药研发、生产和销售企业,主导产品为国家驰名商标“珍宝岛”系列产品,目前已基本形成“以中药为主、化学药为辅;以注射剂为主、其它剂型为辅;以心脑血管类药品为主、其它类药品为辅”的产品格局。

公司主要产品包括注射用血塞通、血塞通注射液、血栓通胶囊、舒血宁注射液、复方芩兰口服液、注射用骨肽等产品。

盈利预测

我们预计公司2015-2017年的营业收入分别为17.9、21.09、25.12亿元,同比增长12.65%、17.55%、19.11%;2014-2016年的归属净利润分别为53847、67576、82706万元,分别同比增长12.82%、25.5%、22.39%,对应EPS分别为:1.27、1.59、1.95元。

公司估值

公司主营业务主要集中在心血管中药注射剂,受中药注射剂负面效应,以及竞争加剧,药品价格下调等因素影响,公司增长放缓,结合行业目前的估值水平来看,我们认为公司的合理价格区间为25.4-30.48,对应2015年20-24倍PE。

■ 数据预测与估值

至12月31日(¥.百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1379.70	1414.81	1592.91	1794.37	2109.25
年增长率	28.79%	2.54%	12.59%	12.65%	17.55%
归属于母公司的净利润	389.65	436.90	477.30	538.47	675.76
年增长率	31.61%	12.13%	9.25%	12.82%	25.50%
(发行后摊薄)每股收益(元)	0.918	1.029	1.124	1.268	1.592

数据来源:公司招股意向书 上海证券研究所

上市合理估值 RMB25.4-30.48

基本数据 (IPO)

发行数量不超过(百万股)	64.58
发行后总股本(百万股)	424.58
发行方式	网下询价配售
	网上定价发行
保荐机构	招商证券

主要股东 (IPO前)

虎林创达投资有限公司	80%
虎林龙腾投资中心	20%

收入结构 (14A)

心脑血管产品	78.58%
感冒类产品	1.16%
防治骨质疏松类产品	11.61%

报告编号:zffz15-NSP01

首次报告时间:2015年4月20日

一、行业背景

1.1 公司所处的行业及其简况

公司是以高端中药制剂为主的，多剂型、多品种的中药研发、生产和销售企业，主导产品为国家驰名商标“珍宝岛”系列产品，目前已基本形成“以中药为主、化学药为辅；以注射剂为主、其它剂型为辅；以心脑血管类药品为主、其它类药品为辅”的产品格局。

目前公司形成了中药制剂的原材料种植、产品生产和销售完整的产业链，可生产冻干粉针剂、粉针剂、大容量注射剂、小容量注射剂、合剂、片剂、胶囊剂、颗粒剂、糖浆剂、口服溶液剂、煎膏剂、原料药等 12 个剂型，产品涉及心脑血管类、感冒类、骨折及骨质疏松类、免疫力增强剂类、护肝类等多个类别，公司共拥有 67 个品种、102 个药品生产批准文号。其中 43 个品种被列入《国家医保目录》，20 个品种被列入《国家基本药物目录》，5 个独家生产品种（血栓通胶囊、复方芩兰口服液、灵芪加口服液、乌杞调脂口服液、桂龙益肾通络口服液）。

公司主要产品包括注射用血塞通、血塞通注射液、血栓通胶囊、舒血宁注射液、复方芩兰口服液、注射用骨肽等产品。

1.2 行业增长前景及竞争结构

1.2.1 心脑血管用药

心脑血管疾病是心血管疾病和脑血管疾病的统称，泛指由于高脂血症、血液黏稠、动脉粥样硬化、高血压等所导致的心脏、大脑及全身组织发生缺血性或出血性疾病的通称。

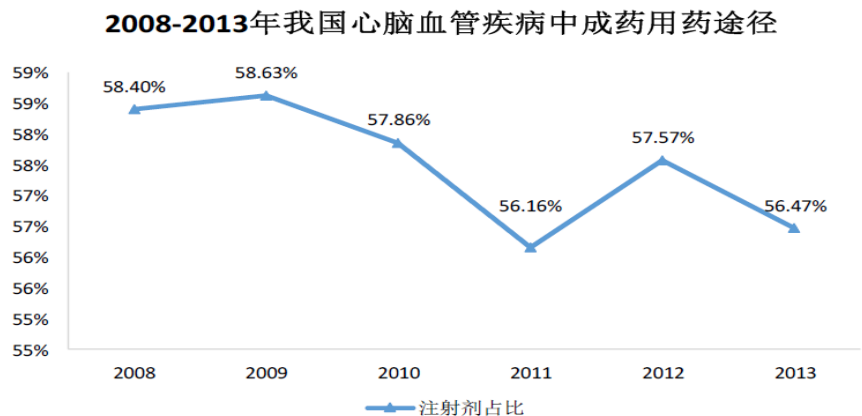
我国每年死于心脑血管疾病的人数达到 350 万人，其中心血管疾病和脑血管疾病各占一半，死于心血管疾病的患者占总死亡人数的 30%~40%，在成年男女人群死亡的顺位中列为第一位。（数据来源：中国医药工业信息中心）

心脑血管药物在全球范围内是第一大类药物，约占全球药品总规模的 20%。在我国，心脑血管药物市场规模仅次于抗感染药物，位居第 2 位，其市场规模超过全国药品销售总额的 17%，从 2011 年到 2013 年，心脑血管类药品市场复合年增长率为 19%；其中，化学药品的复合年增长率为 16.7%，中药的复合年增长率为 24.7%。在治疗心脑血管疾病上，中药的市场规模由 2011 年的 306 亿元增长到 2013 年的 476 亿元。

从剂型上看，心脑血管中成药中注射剂占了半壁江山，注射剂近年来在临床应用上越来越广。相比其他中药剂型，中药类注射剂具备

有效成分含量高、起效迅速、临床优势明显等优点。其他剂型按使用比率依次为胶囊、片剂、丸剂、颗粒、口服液等口服剂型。口服剂型类产品起效平缓，适合相关疾病（降血压、中风、改善微循环等）的预防和手术及急性发病后长期治疗调养。

图 1 我国心脑血管疾病中成药用药途径



数据来源：南方医药经济研究所

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

中国医药工业信息中心的统计数据显示：2013年，心脑血管类中成药竞争品种中三七皂苷类药品约占心血管类中成药市场份额的20%，银杏叶类药品约占脑血管类中成药市场份额的12%。在公司的主要产品中，三七制剂（注射用血塞通、血塞通注射液、血栓通胶囊）、银杏叶制剂（舒血宁注射液）均属于心脑血管类中成药医院终端用药格局中第一大类，属于主流产品。

心脑血管类中成药市场进入门槛较高，对生产企业的技术、工艺要求较为严格，同时也是各大制药企业重点关注的市场。2011-2013年排名前十家制药企业的销售金额占心脑血管类中药市场的份额为48%-50%。

1.2.2 感冒药

我国感冒药品市场销售规模由2007年的110.75亿元增长至2013年的263.48亿元，年均复合增长率为15.54%。感冒是一种在人体当中非常容易患发的疾病，患病率非常高，据国家卫生服务调查我国每年有75%的人至少患一次感冒，按全国人口13亿计算，全国每年感冒患病人数高达9.75亿人次。在目前消费水平及用药习惯情况下，感冒每次平均用药22.91元。同时，受突发性变异流行性感冒的影响，感冒药市场随时会出现迅猛增长。

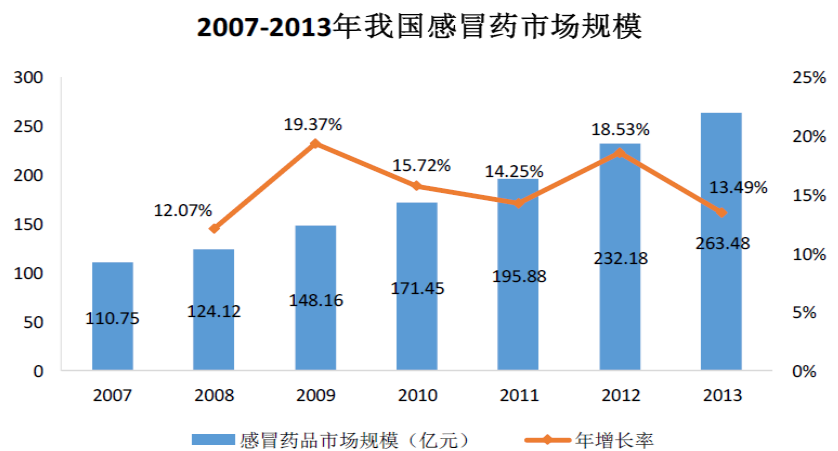
我国感冒药市场生产企业有数百家之多，销售额排名前四位生产

企业合计市场份额为 28.36%，市场竞争激烈。感冒药市场销售规模排名前十生产企业进入门槛，从 2007 年的 2.60 亿元提高至 2013 年的 5.52 亿元。（数据来源：南方医药经济研究所）

中成药在感冒药市场地位日益重要，究其原因，主要有以下几个方面。第一，与化学药相比，中成药虽然起效慢，但毒副作用小，用药相对更安全；第二，经过 2003 年非典事件和 2009 年甲型 H1N1 流感事件，中成药显示出对抗病毒的独特疗效，人们也因此加深了对中成药的认识。第三，从 2000 年 PPA 事件、2008 年国家药品监督管理局下发《关于进一步加强含麻黄碱类复方制剂管理的通知》，以及 2009 年英国 5 名两岁以下儿童因服感冒药死亡事件，均把化学类感冒药推向了风口浪尖，其市场也因此受到一定冲击，中成药市场从中受益，市场规模以较快速度发展。

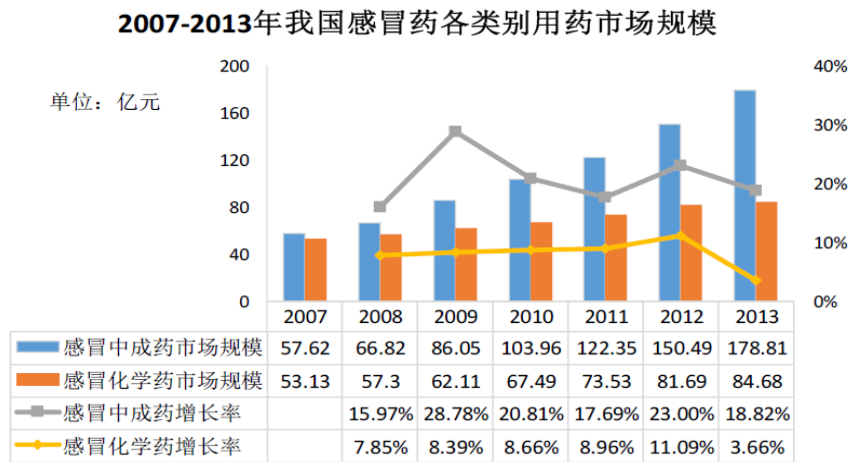
2007-2013 年，我国感冒中成药的年均复合增长率达到 20.77%，明显高于感冒化学药 8.08% 的年均复合增长率和整个感冒药市场 15.54% 的年均复合增长率，2007-2013 年，感冒中成药的市场份额持续增长，由 2007 年的 52.03% 增长至 2013 年的 67.86%。

图 2 我国感冒药市场规模



数据来源：招股说明书 上海证券研究所

图 3 我国感冒药各品类市场规模



数据来源：南方医药经济研究所

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

1.2.3、公司主要产品情况

(1) 心脑血管类中成药

心脑血管类药剂为公司主要产品，重点产品包括（1）三七制剂——注射用血塞通、血塞通注射液、血栓通胶囊；（2）银杏叶制剂——舒血宁注射液。

表 1 心血管产品销售结构

项目	2014 年度		2013 年度		2012 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
心脑血管产品小计	125,170.77	78.58%	118,098.67	83.47%	113,108.01	81.98%
g	5.99%		4.41%			
其中：注射用血塞通	75,232.90	47.23%	74,461.76	52.63%	65,272.72	47.31%
g	1.04%		14.08%			
舒血宁注射液	38,277.49	24.03%	38,992.59	27.56%	36,635.94	26.55%
g	-1.83%		6.43%			
血塞通注射液	10,115.35	6.35%	3,354.69	2.37%	7,755.07	5.62%
g	201.53%		-56.74%			
血栓通胶囊	1,129.76	0.71%	918.57	0.65%	2,748.17	1.99%
g	22.99%		-66.58%			
刺五加注射液	415.26	0.26%	371.05	0.26%	696.10	0.50%
g	11.91%		-46.70%			

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

注射用血塞通

公司生产的注射用血塞通的主要成分是三七总皂苷。具有活血祛瘀、通脉活络的功效。临床上用于中风偏瘫、瘀血阻络及脑血管疾病后遗症、胸痹心痛、视网膜中央静脉阻塞属瘀血阻滞证者的治疗。近年来，注射用血塞通市场需求从 2009 年的 6.05 亿元增长至 2013 年的 32.08 亿元，5 年间的年复合增长率为 51.7%。

注射用血塞通为三七总皂苷的冻干粉针剂。对比水针剂，冻干粉针剂质量更稳定，安全性也更高，临床推广更为容易，特别是几次中药注射剂不良反应事件之后，粉针剂替代水针剂的速度有所加快。预计今后 5 年注射用血塞通市场将以每年 15% 的速度增长，到 2018 年市场需求有望达到 60 亿元。（数据来源：中国医药工业信息中心）

目前注射用血塞通生产厂家有 2 家。公司的注射用血塞通市场份额从 2011 年的 68.3% 逐年增加至 2013 年的 69.6%。

表 2 2011-2013 年注射用血塞通不同生产厂家市场份额

排名	生产厂商	市场份额		
		2011 年	2012 年	2013 年
1	黑龙江珍宝岛药业股份有限公司	68.3%	69.0%	69.6%
2	昆明制药集团股份有限公司	31.7%	31.0%	30.4%

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

血塞通注射液

血塞通注射液的主要成分是三七总皂苷。同样具有活血祛瘀、通脉活络的功效。临床上用于中风偏瘫，瘀血阻络症；动脉粥样硬化性血栓性脑梗塞、脑栓塞、视网膜中央静脉阻塞见瘀血阻络症者的治疗。血塞通注射液与注射用血塞通的区别主要为剂型不同，血塞通注射液为水针剂，注射用血塞通为冻干粉针剂。

血塞通注射液市场需求基本稳定，从 2009 年的 1.44 亿元增长至 2013 年的 5.24 亿元，2013 年较 2012 年市场规模略有下降。由于冻干粉针剂质量稳定、安全性高等特点，鉴于血塞通的水针剂目前有被冻干粉针剂替代的趋势，预计市场规模可能会进一步缩小。

市场上的血塞通注射液主要生产家有 7 家。随着血塞通冻干粉针剂市场的不断扩大，发行人血塞通注射液市场份额呈下降趋势，2013 年发行人市场份额约为 19.19%。

表 3 2011-2013 年血栓通注射液不同生产厂家市场份额

排名	生产厂商	市场份额		
		2011 年	2012 年	2013 年
1	湖北天圣康迪制药有限公司	6.91%	9.32%	25.49%
2	云南植物药业有限公司	9.37%	8.78%	19.85%
3	云南白药集团股份有限公司	9.50%	13.55%	19.51%
4	黑龙江珍宝岛药业股份有限公司	40.80%	40.76%	19.19%
5	昆明制药集团股份有限公司	28.63%	21.66%	11.34%
6	三九万荣药业有限责任公司	1.98%	2.86%	2.50%
7	西安力邦制药有限公司	2.82%	3.08%	2.12%

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

血栓通胶囊

血栓通胶囊是发行人的全国独家品种,在经过 2008 年接近 100% 的大幅增长后,近年来受成本的影响,增幅逐渐趋于平稳。

舒血宁注射液

舒血宁注射液的主要成分是银杏叶,具有扩张血管、改善微循环的功效,临床上用于缺血性心脑血管疾病,冠心病,心绞痛,脑栓塞,脑血管痉挛等的治疗。

舒血宁注射液市场需求从 2009 年的 16.30 亿元增长至 2013 年的 29.38 亿元。

在我国医院市场中,银杏叶制剂是现代中成药的重要品种,舒血宁注射液已成为医院市场的主导产品之一。预计今后 5 年舒血宁注射液市场将以每年 8% 的速度增长,到 2018 年市场需求有望达到 40 亿元以上。

市场上的舒血宁注射液主要生产家有 7 家。发行人生产的舒血宁注射液市场份额保持稳定,近 3 年市场份额在 38% 左右。

表 4 2009 -2013 年舒血宁注射液不同生产厂家市场份额

排名	生产厂商	市场份额		
		2011 年	2012 年	2013 年
1	黑龙江珍宝岛药业股份有限公司	36.2%	37.9%	40.0%
2	北京华润双鹤高科天然药物有限责任公司	21.4%	25.2%	24.1%
3	郎致集团万荣药业有限责任公司	13.9%	13.9%	16.9%
4	神威药业有限公司	12.4%	15.7%	12.3%
5	石药银湖制药有限公司	3.8%	4.4%	4.1%
6	山西振东泰盛制药有限公司	3.8%	2.7%	2.5%
7	上海新先锋药业有限公司	8.5%	0.3%	0.0%

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

(2) 感冒类中成药

公司感冒类中成药主要为双黄连（金银花、黄芩、连翘）制剂，包括双黄连注射液、复方芩兰口服液等产品。

表 5 感冒类中成药结构

项目	2014 年度		2013 年度		2012 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
感冒类产品小计	1,846.77	1.16%	4,107.37	2.90%	5,949.09	4.31%
g	-55.04%		-30.96%			
其中：复方芩兰口服液	944.85	0.59%	1,093.00	0.77%	1,706.15	1.24%
g	-13.55%		-35.94%			
双黄连注射液	61.09	0.04%	2,255.45	1.59%	3,153.66	0.0229
g	-97.29%		-28.48%			
小儿热速清糖浆	840.83	0.53%	758.91	0.54%	1,089.29	0.79%
g	10.79%		-30.33%			

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

复方芩兰口服液是由金银花、黄芩、连翘和板蓝根提取物制备的中药制剂，具有辛凉解表、清热解毒的功效，临床上用于外感风热引起的发热、咳嗽、咽痛等的治疗。

复方芩兰口服液是公司的独家产品，2014 年复方芩兰口服液销售收入为 944.85 万元。近年来复方芩兰口服液销售收入有所下降，目前该产品已进入部分省份省级医保和基本药物目录，未来仍具有较大的市场潜力。

1.2.4 公司竞争优、劣势

营销和服务网络优势

公司由其全资子公司医贸公司负责公司产品销售及销售网络维护。医贸公司下设三个事业部，分别负责不同品种和渠道的销售，通过专业化分工，各事业部通过不同的营销模式有针对性的对细分市场开拓具体的销售渠道，迅速占领多层次的终端市场，形成了完善的销售网络。

公司在全国主要省份设立了 72 个省级办事处，设立了 211 个地市级办事处，与 2,000 多家医药商业公司建立了直接的业务往来，公司营销网络覆盖了全国除港澳台和西藏之外的所有区域。

研发优势

公司是国家火炬计划重点高新技术企业，药品的研究与开发是公司的竞争之本，公司下设药物研究院和技术中心专门负责技术和研发工作，共有技术研发人员 673 人，占公司总人数的 18.89%。经过多年不断的建设和发展，公司已具备了强大的研发实力，形成了自己的

研发特色。

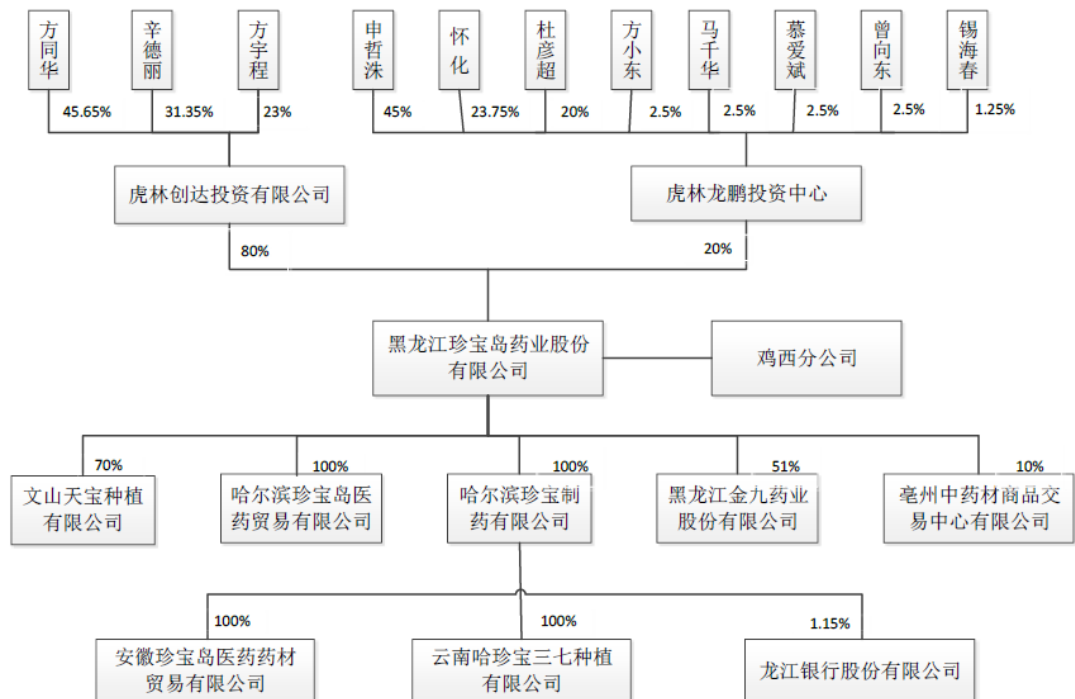
目前公司拥有专利 92 项，其中发明专利 47 项。公司生产工艺应用连续热回流提取技术、大孔树脂吸附技术、提取过程自动化控制技术、微波真空干燥技术、热回流提取技术、膜过滤技术等 10 余项先进技术。

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

虎林创达为公司的控股股东，直接持有发行人 28,800 万股，持股比例为 80%。方同华夫妇为发行人的实际控制人。其中，方同华持有虎林创达 45.65%的股权，间接持有公司发行前总股本的 36.52%，其妻辛德丽持有虎林创达 31.35%的股权，间接持有公司发行前总股本的 25.08%。方宇程系方同华夫妇之子，其持有虎林创达 23%的股权，间接持有公司发行前总股本的 18.40%；方宇程系未成年人，其股东权利由其监护人方同华夫妇代为行使。

图 4 股权结构



数据来源：招股说明书 上海证券研究所

表 6 公司发行前后股权结构

股东类别	发行前		发行后	
	股数 (万股)	持股比例	股数 (万股)	持股比例
一、有限售条件流通股	36,000.00	100.00	36,000.00	84.78
虎林创达投资有限公司	28,800.00	80.00	28,800.00	67.83
虎林龙鹏投资中心	7,200.00	20.00	7,200.00	16.95
二、本次发行流通股	-	-	6,458.00	15.22
合计	36,000.00	100.00	42,458.00	100.00

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

2.2 公司业务简况及收入利润结构变化

2.2.1 主营业务增长

公司产品主要集中在心脑血管类、感冒类、防治骨质疏松类和抗病毒类产品。心脑血管类产品主要包括注射用血塞通、舒血宁注射液、血塞通注射液、血栓通胶囊和刺五加注射液。感冒类产品主要包括复方芩兰口服液、双黄连注射液、小儿热速清糖浆。防治骨质疏松类产品主要是注射用骨肽，抗病毒类产品主要是注射用炎琥宁和黄芪注射液。

公司各治疗领域销售额占比保持稳定，其中心脑血管类药物为公司主要收入来源，毛利率比较高且市场广阔的心脑血管类产品占销售收入的比重较高，2012年、2013年和2014年心脑血管类产品的占比分别为81.98%、83.47%和78.58%，并且类内产品结构的不断优化，这也是公司利润增长的主要来源。主导产品销售额的稳步上升，主营业务收入逐年增长，2013年度比2012年度增加2.54%，2014年度比2013年度增长12.59%，公司的主营业务稳步增长。

表 7 主要产品销量情况

项目		2014年	2013年	2012年
注射用血塞通	销量 (万支)	12,851.95	12,632.55	11,571.74
	g	1.74%	9.17%	
血栓通胶囊	销量 (万粒)	1,373.58	1,332.06	4,287.36
	g	3.12%	-68.93%	
血塞通注射液	销量 (万支)	7,133.55	1,924.89	7,003.80
	g	270.60%	-72.52%	
舒血宁注射液	销量 (万支)	15,513.46	15,104.47	13,735.49
	g	2.71%	9.97%	
复方芩兰口服液	销量 (万支)	1,343.11	1,544.98	2,017.49
	g	-13.07%	-23.42%	
注射用骨肽	销量 (万支)	5,467.63	3,676.19	2,048.25

g 48.73% 79.48%

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

表 8 主要产品价格波动情况

价格	2014 年度	2013 年度	2012 年度
注射用血塞通	5.85	5.89	5.64
g	-0.69%	4.50%	
血栓通胶囊	0.82	0.69	0.64
g	19.27%	7.58%	
血塞通注射液	1.42	1.74	1.11
g	-18.64%	57.40%	
舒血宁注射液	2.47	2.58	2.67
g	-4.42%	-3.21%	
复方芩兰口服液	0.70	0.71	0.85
g	-0.56%	-16.35%	
注射用骨肽	3.38	3.38	3.38
g	0.04%	-0.04%	

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

表 9 主营收入结构

项目	2014 年度		2013 年度		2012 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
心脑血管产品小计	125,170.77	78.58%	118,098.67	83.47%	113,108.01	81.98%
g	5.99%		4.41%			
其中：注射用血塞通	75,232.90	47.23%	74,461.76	52.63%	65,272.72	47.31%
g	1.04%		14.08%			
舒血宁注射液	38,277.49	24.03%	38,992.59	27.56%	36,635.94	26.55%
g	-1.83%		6.43%			
血塞通注射液	10,115.35	6.35%	3,354.69	2.37%	7,755.07	5.62%
g	201.53%		-56.74%			
血栓通胶囊	1,129.76	0.71%	918.57	0.65%	2,748.17	1.99%
g	22.99%		-66.58%			
刺五加注射液	415.26	0.26%	371.05	0.26%	696.1	0.50%
g	11.91%		-46.70%			
感冒类产品小计	1,846.77	1.16%	4,107.37	2.90%	5,949.09	4.31%
g	-55.04%		-30.96%			
其中：复方芩兰口服液	944.85	0.59%	1,093.00	0.77%	1,706.15	1.24%
g	-13.55%		-35.94%			
双黄连注射液	61.09	0.04%	2,255.45	1.59%	3,153.66	0.0229
g	-97.29%		-28.48%			
小儿热速清糖浆	840.83	0.53%	758.91	0.54%	1,089.29	0.79%
g	10.79%		-30.33%			
防治骨质疏松类产品小计	18,497.31	11.61%	12,431.67	8.79%	6,929.32	5.02%

g	48.79%		79.41%			
其中：注射用骨肽	18,497.31	11.61%	12,431.67	8.79%	6,929.32	5.02%
g	48.79%		79.41%			
抗病毒类小计	9,897.47	6.21%	3,660.91	2.59%	8,282.85	6.00%
g	170.36%		-55.80%			
其中：注射用炎琥宁	6,815.49	4.28%	104.77	0.07%	4,296.35	3.11%
g	6405.19%		-97.56%			
黄芪注射液	3,081.99	1.93%	3,556.14	2.51%	3,986.49	2.89%
g	-13.33%		-10.80%			
其他产品小计	3,878.81	2.44%	3,181.92	2.25%	3,700.45	2.68%
g	21.90%		-14.01%			
合计	159,291.12	100%	141,480.54	100%	137,969.72	100%
g	12.59%		2.54%			

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

2.3 主要产品毛利率变动分析

公司综合毛利率维持在较高水平。公司毛利率变化的原因主要是由于产品结构的不断优化，公司毛利率较高的产品主要包括三七系列产品、舒血宁注射液和注射用骨肽产品等产品，上述产品在销售收入中占比超过 85%，而毛利率较低的产品黄芪注射液等占销售比例较低。

2012 年度、2013 年度和 2014 年度注射用血塞通毛利率分别为 64.90%、64.73%和 62.22%，较为稳定。公司注射用血塞通 200mg 和 400mg 两个规格，2013 年 200mg 规格的销售价格较 2012 年上升 5.5%，导致注射用血塞通品种的毛利率在 2013 年结转成本的三七药材价格上涨的情况下与 2012 年持平。2014 年注射用血塞通毛利率较 2013 年下降 2.51%，主要原因为该产品成本中主要原材料三七的单位成本有所上升所致。公司三七药材的最高市场收购价在 2012 年，根据生产经营特点该高采购价格导致的成本提高递延到 2014 年，造成本期三七成本的上涨。

2012 年、2013 年和 2014 年舒血宁注射液毛利率分别为 84.91%、88.59%和 89.63%。舒血宁注射液临床优势明显，药理作用明确且应用广泛。该产品的主要原材料是银杏叶，价格相对较低，因此该产品毛利率保持在较高水平。2013 年舒血宁注射液毛利率较 2012 年上升 3.68%，主要系 2013 年度公司银杏叶提取的生产工艺改进导致舒血宁注射液成本下降所致。2014 年舒血宁注射液毛利率较 2013 年上升 1.04%，基本保持稳定。

2012 年、2013 年和 2014 年，注射用骨肽毛利率分别为 87.89%、86.44%和 86.84%，毛利率保持稳定。

表 10 公司毛利率情况

	2014 年度	2013 年度	2012 年度
心脑血管产品小计	66.49%	71.21%	65.94%
其中：注射用血塞通	62.22%	64.73%	64.90%
舒血宁注射液	89.63%	88.59%	84.91%
血塞通注射液	16.76%	32.08%	4.15%
血栓通胶囊	16.83%	15.23%	22.62%
刺五加注射液	53.88%	37.29%	24.25%
感冒类产品小计	86.84%	86.44%	87.89%
其中：复方芩兰口服液	86.84%	86.44%	87.89%
双黄连注射液	7.62%	-3.33%	8.35%
小儿热速清糖浆	16.33%	32.06%	27.93%
防治骨质疏松类产品小计	-11.64%	-4.37%	-12.75%
其中：注射用骨肽	-6.44%	-9.72%	13.01%
抗病毒类小计	-29.35%	-55.67%	-13.43%
其中：注射用炎琥宁	25.00%	4.27%	28.18%
黄芪注射液	17.03%	14.86%	10.52%
其他产品小计	13.95%	1.73%	-26.74%
合计	63.07%	66.71%	58.82%

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

2.4 募集资金投向

本次公开发行总量为 6,458 万股，发行价格为 23.60 元/股。募集资金 15.3 亿元

表 11 募投项目情况

序号	项目名称	备案文号	投资总额
1	年产 8000 万支注射用血塞通生产线建设项目	黑发改产业备案[2011]83 号 黑环审[2011]208 号	32,920.58
2	中药提取二期工程建设项目	鸡发改产业备案[2014]1 号 黑环审[2011]206 号	23,571.21
3	年产 1.93 亿支水针车间 GMP 改建项目	哈经开委发改备[2014]017 号 黑环审[2011]213 号	16,172.20
4	注射用骨肽高技术产业化项目	哈经开委发改备[2014]045 号 黑环审[2011]219 号	8,921.17
5	复方芩兰口服液产业化项目	虎发改工业备案[2014]3 号 黑环审[2011]226 号	10,443.08
6	技术研发中心建设项目	黑发改高技备案[2011]82 号 黑环审[2011]207 号	5,237.81
7	现代化仓储及物流基地建设项目	哈经开委发改备[2014]016 号 黑环审[2011]211 号	7,485.67
8	偿还银行贷款及补充流动资金	-	38,000.00
		合计	142,751.72

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

公司 8 个募集资金投资项目可分为四类，第一类是公司原有主导产品的扩产和技改投入。由于公司现有主导产品供不应求，现有生产能力已不能满足市场需求。因此，进一步提升主要产品的产能与质量

是本次募投的重点，具体包括年产 8,000 万支注射用血塞通生产线建设项目和年产 1.93 亿支水针车间 GMP 改建项目，投资金额合计 49,092.78 万元，占总投资的比重为 34.39%；第二类是公司原有小批量生产的产品实现产业化项目，为注射用骨肽高技术产业化项目和复方芩兰口服液产业化项目，投资金额合计 19,364.25 万元，占总投资的比重为 13.56%；第三类是公司对未来产业发展和主要产品产能扩张的支撑项目，包括中药提取二期工程建设项目、现代化仓储及物流基地建设项目和技术研发中心建设项目等 3 个项目，投资金额 36,294.69 万元，占总投资的比重为 25.43%；第四类是偿还银行贷款及补充流动资金。为缓解公司资金压力，减轻公司的财务负担，公司拟以部分募集资金偿还银行贷款及补充流动资金，金额 38,000.00 万元，占总投资的比重为 26.62%。

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

与可比公司相比，公司的毛利率水平居中略高于行业平均，低于竞争对手中恒集团、神威药业，公司 2012-2014 年的毛利率分别为 58.82% 和 66.71%、63.07%。从净利率水平来看，公司的净利率水平高于行业平均，略低于竞争对手神威药业。

表 12 可比公司盈利能力比较

证券代码	简称	毛利率				净利率			
		11Y	12Y	13Y	14Y	11Y	12Y	13Y	14Y
600422	昆药集团	29.64	31.76	29.15	29.94	5.98	6.67	6.57	7.47
600252	中恒集团	68.66	72.32	80.75	77.99	32.52	35.19	18.55	49.60
2877.hk	神威药业	65.61	65.28	67.41	66.30	38.01	30.37	31.24	30.85
600062	华润双鹤	32.30	33.31	34.60	48.47	8.66	9.02	12.78	12.70
002603	以岭药业	68.38	68.21	66.65	63.11	23.25	11.27	9.81	12.14
603998	方盛制药	41.65	44.73	41.41	47.66	19.65	20.17	18.89	20.66
	平均	51.04	52.60	53.33	55.58	21.34	18.78	16.31	22.24
603567	珍宝岛	56.12	58.82	66.71	63.07	27.64	27.88	30.03	29.13

数据来源：wind，上海证券整理

从增速来看，公司的收入增长近几年波动较大，尤其是 2013 年增速较低，净利润增长逐年降低。

表 13 增长情况

证券代码	简称	净利润增长率				收入增长率			
		11Y	12Y	13Y	14Y	11Y	12Y	13Y	14Y
600422	昆药集团	52.05	39.68	27.44	26.17	33.94	23.91	18.84	14.96
600252	中恒集团	1.10	82.41	8.57	114.75	-19.30	69.11	105.41	-19.57
2877.hk	神威药业	-8.05	-14.28	5.55	3.09	-2.64	7.44	2.57	1.92
600062	华润双鹤	1.71	16.15	41.71	-37.76	18.94	9.49	-2.21	-37.36
002603	以岭药业	43.89	-59.08	31.48	45.11	18.43	-15.59	51.04	17.31
603998	方盛制药	0.00	27.45	11.07	10.29	0.00	26.51	20.45	3.84
	平均	18.14	15.39	20.97	26.94	8.23	20.15	32.68	-3.15
603567	珍宝岛	0.00	31.61	12.13	9.25	-33.29	28.79	2.54	12.59

数据来源: wind, 上海证券整理

2012 年度、2013 年度和 2014 年度, 公司应收账款周转率分别为 61.63、85.25 和 51.56, 周转速度较快, 主要原因是公司产品品种好, 公司严格加强对应收账款回收的管理, 而销售收入不断增加所致。2014 年应收账款周转率有所下降, 主要系本期末应收账款增加导致应收账款周转率下降。

2012 年度、2013 年度和 2014 年度, 公司存货周转率分别为 0.93、0.67 和 0.79, 公司存货周转率较低, 主要是由于公司的原材料主要是中药材, 采购具有集中性的特点, 同时为了保证生产, 防止原材料价格上涨导致生产成本的增加, 公司库存原材料价值比较大所致。

表 14 可比上市公司营运能力比较 (单位: 次)

证券代码	简称	应收帐	应收帐	应收帐	应收帐	存货周	存货周	存货周	存货周
		款周转	款周转	款周转	款周转	转率	转率	转率	转率
		率	率	率	率				
		11Y	12Y	13Y	14Y	11Y	12Y	13Y	14Y
600422	昆药集团	8.82	10.06	10.73	10.58	4.77	4.16	4.35	5.48
600252	中恒集团	9.62	36.46	30.94	12.11	0.31	0.48	0.95	0.85
2877.hk	神威药业	4.75	4.09	3.22	3.75	2.88	3.04	3.18	2.83
600062	华润双鹤	7.93	7.56	9.10	7.06	6.13	6.30	6.65	3.62
002603	以岭药业	11.09	9.09	13.54	13.60	2.30	1.34	1.55	1.48
603998	方盛制药	99.99	118.91	151.14	147.47	3.86	3.21	3.10	2.67
	平均	28.44	31.03	36.44	32.43	3.37	3.09	3.29	2.82
603567	珍宝岛	50.20	61.63	85.25	51.56	0.85	0.92	0.67	0.79

数据来源: wind, 上海证券整理

3.2 分业务收入和毛利预测

我们预计公司 2015-2017 年的营业收入分别为 17.9、21.09、25.12 亿元, 同比增长 12.65%、17.55%、19.11%; 2014-2016 年的归属净利

润分别为 53847、67576、82706 万元，分别同比增长 12.82%、25.5%、22.39%，对应 EPS 分别为：1.27、1.59、1.95 元。

盈利关键假设如下：

表 15 收入及毛利预测

项目	2017 年度 E	2016 年度 E	2015 年度 E
心脑血管产品小计	164642.59	147614.70	132680.96
g	11.54%	11.26%	6.00%
其中：注射用血塞通	109445.06	95169.62	82756.19
g	15.00%	15.00%	10.00%
舒血宁注射液	42162.95	40155.19	38243.04
g	5.00%	5.00%	-0.09%
血塞通注射液	10617.62	10308.37	10008.13
g	3.00%	3.00%	-1.06%
血栓通胶囊	1295.76	1234.05	1175.29
g	5.00%	5.00%	4.03%
刺五加注射液	1121.20	747.47	498.31
g	50.00%	50.00%	20.00%
感冒类产品小计	2614.52	2273.73	2025.34
g	14.99%	12.26%	9.67%
其中：复方芩兰口服液	1434.28	1195.24	1039.34
g	20.00%	15.00%	10.00%
双黄连注射液	61.09	61.09	61.09
g	0.00%	0.00%	0.00%
小儿热速清糖浆	1119.14	1017.40	924.91
g	10.00%	10.00%	10.00%
防治骨质疏松类产品小计	58335.89	40231.65	27745.97
g	45.00%	45.00%	50.00%
其中：注射用骨肽	58335.89	40231.65	27745.97
g	45.00%	45.00%	50.00%
抗病毒类小计	18371.53	14754.27	11942.13
g	24.52%	23.55%	20.66%
其中：注射用炎琥宁	14973.63	11518.18	8860.14
g	30.00%	30.00%	30.00%
黄芪注射液	3397.89	3236.09	3081.99
g	5.00%	5.00%	0.00%
其他产品小计	7261.13	6050.94	5042.45
g	20.00%	20.00%	30.00%
合计	251225.66	210925.29	179436.84
g	19.11%	17.55%	12.65%

四、风险因素

原材料波动风险

公司主要原材料中三七是公司采购额最大的中药材。最近三年三七采购的金额分别为 34,670.13 万元、28,116.02 万元和 32,163.30 万元,占公司同期中药材采购的比重分别为 77.10%、82.86%和 88.34%。近年来三七的市场价格波动较大。受三七生长条件限制,当前三七主要产地为云南文山,由于产地集中,如遇干旱等自然因素将导致三七供应紧张,三七价格可能会上升。

医疗体制改革导致药品价格调整的风险

近年来,为降低群众医疗成本,政府加强了对药价的管理工作,国家发改委自 1998 年以来对医药市场进行了多次降价。2015 年,国务院办公厅《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见(国办发〔2015〕7 号)》,目标是是通过减少药品流通环节,遏制药品购销领域腐败行为,抵制商业贿赂,推动药品生产流通企业整合重组、公平竞争。随着药品价格改革、医疗保险制度改革的深入,我国药品降价的趋势仍将持续,行业的平均利润率可能会下降,可能会对公司的盈利能力产生影响。

五、估值及定价分析

公司主营业务主要集中在心血管中药注射剂,受中药注射剂负面效应,以及竞争加剧,药品价格下调等因素影响,公司增长放缓,结合行业目前的估值水平来看,我们认为公司的合理价格区间为 25.4-30.48,对应 2015 年 20-24 倍 PE。

表 16 相对估值比较

证券代码	简称	股价	EPS12A	EPS13A	EPS14E	EPS15E	12PE	13PE	14PE	15PE	PB
600422	昆药集团	34.610	0.58	0.71	0.87	1.10	60	49	40	31	6.14
600252	中恒集团	21.830	0.63	0.68	0.84	1.13	35	32	26	19	4.28
2877.hk	神威药业	14.040	0.00	0.00	0.84	0.88			17	16	
600062	华润双鹤	27.170	1.07	1.52	1.14	1.41	25	18	24	19	2.74
002603	以岭药业	44.400	0.34	0.44	0.67	0.84	131	101	66	53	5.49
603998	方盛制药	48.500	0.81	0.90	0.83	0.95	60	54	58	51	6.65
	平均	31.76	0.57	0.71	0.87	1.05	62.09	50.67	38.42	31.61	5.06

数据来源: wind, 上海证券整理

六、附表

附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

利润表	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1379.70	1414.81	1592.91	1794.37	2109.25	2512.26
减: 营业成本	568.21	471.01	588.20	667.94	777.13	909.48
营业税金及附加	16.47	16.59	23.07	25.99	30.55	36.39
营业费用	101.47	102.74	117.24	132.78	156.08	185.91
管理费用	215.90	245.14	301.09	340.93	400.76	477.33
财务费用	23.90	46.20	55.80	-7.90	-46.95	-61.58
资产减值损失	7.97	39.76	8.43	18.72	18.72	18.72
加: 投资收益	0.38	0.77	14.00	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	446.17	494.14	513.06	615.91	772.95	946.01
加: 其他非经营损益	5.44	6.84	36.96	0.00	0.00	0.00
利润总额	451.61	500.98	550.02	615.91	772.95	946.01
减: 所得税	67.00	76.16	85.97	92.39	115.94	141.90
净利润	384.61	424.82	464.05	523.52	657.01	804.11
减: 少数股东损益	-5.03	-12.09	-13.25	-14.94	-18.75	-22.95
归属母公司股东净利润	389.65	436.90	477.30	538.47	675.76	827.06

数据来源: wind, 上海证券整理

分析师承诺

分析师 张凤展

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。