

日期: 2015 年 05 月 14 日

行业: 医药制造业



赵冰



021-53519888-1902



zhaobing@shzq.com

执业证书编号: S0870511030004

基本数据 (Y2015Q1)

报告日股价 (元)	13.6
12mth A 股价格区间 (元)	6.57-16.08
总股本 (百万股)	312.14
无限售 A 股/总股本	95%
流通市值 (亿元)	40.34
每股净资产 (元)	3.58
PBR (X)	3.79
DPS (Y2014, 元)	无

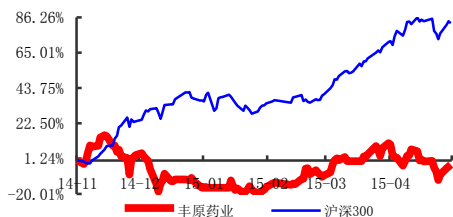
主要股东 (Y2015Q1)

安徽省无为制药厂	11.48%
安徽省马鞍山生物化学制药厂	5.86%
安徽丰原集团有限公司	4.91%

收入结构 (Y2014H2)

化学合成药及制剂	32.98%
药品批发	36.24%
药品零售	18.68%
中药及制剂	6.93%
生物药制剂	5.17%

最近 6 个月股价与沪深 300 比较



报告编号: ZB15-CI032

首次报告日期: 2015 年 05 月 14 日

相关报告:

深耕省内, 工商业稳步发展

■ 投资摘要

集产销研于一体的大型医药企业

公司已发展成为以大容量注射剂为主导, 解热镇痛、心血管、妇儿及原料药等系列产品为配套, 集医药研发、生产、营销于一体的大型医药企业。产品涉及生物制药、化学制药、中成药、中药饮片、原料药五大领域。2014 年, 受药品招标降价影响, 药品生产增速下滑; 而药品零售流通业务收入上升源于公司药品零售流通业务销售量同比增加, 致使采购量增加。

化学制剂主力产品盈利稳定, 产品结构逐步向高毛利率的新特药转变

受招标降价及国家限制大输液使用的影响, 大输液产品面临较为严峻的市场形势。公司正在用治疗性营养型大输液替代普通大输液, 未来输液业务板块主要改善产品结构。2014 年公司化学制剂业务保持稳定的主要原因是由于新药的销售。近年来, 公司化学药毛利率维持在 40% 左右, 较为稳定。我们预计, 公司的化学药将维持 3-10% 的增长, 毛利率维持稳定。

生物制药保持快速增长

2014 年公司生物制药收入规模为 0.45 亿, 同比增长 70%。公司的生物制剂主要是缩宫素。由于缩宫素在 520 种基药内, 其销售增长主要是基药招标加快。我们预计, 由于产品基数较低, 公司的生物制剂有望保持 50% 左右的增长。

新版 GSP 认证通过为公司医药商业发展提供保障

公司拥有完善的批发和零售网络, 其中“丰原大药房”是安徽省唯一拥有百家连锁药店的零售企业, 下设近 200 家连锁药房; 全资子公司丰原医药营销有限公司的业务遍布安徽省各个地市、县, 现已构建了涵盖全省重点医院、卫生院、诊所、社区卫生服务中心的销售网络。公司未来会继续在安徽把商业做强。预计未来公司医药商业业务仍有保持较快增长。

给予“未来六个月, 谨慎增持”评级

公司 14 年实现 EPS0.13 元, 预计 15 年实现 EPS0.19 元, 以 5 月 13 日收盘价 13.60 元计算, 静态与动态 PE 分别为 103.56 倍和 72.21 倍。化学制剂上市公司 14、15 年平均市盈率为 59.17 倍和 41.79 倍。公司目前的估值高于化学制剂类上市公司的平均估值。公司主营产品市场需求稳定, 随着公司药品销售转向高毛利率的生物制剂、化学制剂, 公司未来药品收入增速有望提升。公司的传统业务--药品零售与批发继续深耕安徽省, 预计未来仍有望保持较快发展。此外, 公司在抗癌植入剂方面的研发布局将为公司未来业务带来新的利润增长点。我们看好公司未来的发展前景, 给予公司“谨慎增持”评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1698.95	1931.84	2306.68	2797.45
年增长率	11.05%	13.71%	19.40%	21.28%
归属于母公司的净利润	40.99	58.79	65.28	79.93
年增长率	49.89%	43.42%	11.04%	22.45%
每股收益 (元)	0.13	0.19	0.21	0.26
PER (X)	103.56	72.21	65.03	53.28

注：有关指标按当年股本摊薄

一、公司概况：集产销研于一体的大型医药企业

丰原药业前身创立于上世纪60年代，1997年，由丰原集团联合五家地方大型医药企业发起成立丰原药业。如今，丰原药业已发展成为以大容量注射剂为主导，解热镇痛、心血管、妇儿及原料药等系列产品为配套，集医药研发、生产、营销于一体的大型医药企业。2000年，公司在深交所上市，从此，丰原药业进入了快速发展时期，逐步迈入中国主流医药企业的行列：是国家高新技术企业、全国“百姓放心药品牌”，自2007年起连续进入中国医药工业百强。公司下设7家制药公司、5家医药营销公司、1家医药进出口公司、1家大药房连锁公司、1家药包材公司、1家国家级医药研发中心。拥有45条GMP生产线，产品涉及生物制药、化学制药、中成药、中药饮片、原料药五大领域，10余个剂型、300多个品种。

1.1 药品制造业收入下滑

2014年1月至12月，公司实现营业收入169,894.54万元，比上年同期增长11.05%；实现营业利润4,591.10万元，比上年同期增长60.93%；实现利润总额5,639.35万元，比上年同期增长37.05%；实现归属于上市公司股东的净利润4,099.09万元，比上年同期增长49.89%。分产品营业收入增幅最大的是生物药及制剂，同比增长70.90%，其次是药品批发，达到39.63%，第三是药品零售，为10.97%；而药品生产制造业务今年业务增速下滑，其中化学合成药及制剂同比下滑4.47%，中药及制剂同比下滑28.40%。药品生产制造业务收入增速下滑主要原因是受药品招标降价影响，而药品零售流通业务收入上升源于公司本期药品零售流通业务销售量同比增加，致使采购量增加。

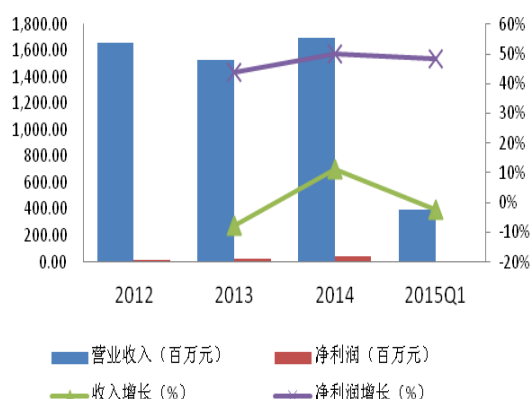
2014年公司继续加大研发投入，开展了包括丁酸氯维地平原料及脂肪乳剂在内的多个品种的研发工作，目前已有在审品种14个；同时积极寻求国内外科研机构合作研发新药项目，为公司后续发展提供新动力。公司抗癌植入剂临床试验工作仍在进行中，距离报送国家食药监局审批已经不远。另外公司完成了营销公司仓储物流的扩建工程，并顺利完成商业系统GSP认证工作。

1.2 成本控制能力强，费用率保持稳定

公司2015年计划加强生产管理、确保产品质量。全面围绕新版GMP，增强全员质量意识，加强生产全程的管控，努力提高产品质量；加强费用控制，降低生产成本。公司将进一步增强成本控制意识，不

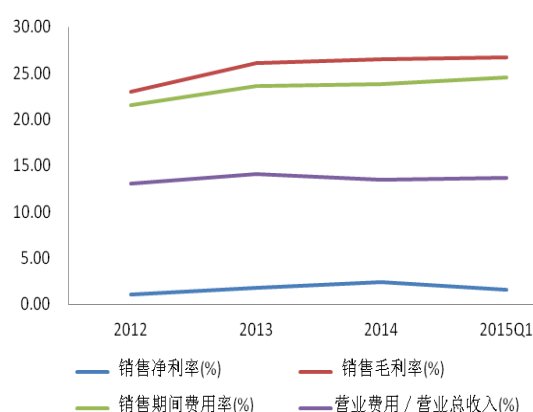
断优化工艺，强化细节成本管理和节能降耗考核，提升运营效率；加强销售队伍建设和药品招标的管理工作，积极调整市场营销策略，扩大产品销售，尤其是公司重点产品的销售；加强人才的引进和培养工作，不断完善公司人力资源管理体系；完成公司无为药厂整体搬迁新厂区项目建设及GMP认证工作，力争年内正式投产。报告期内，公司的费用率保持稳定。以营业费用为例，2012-2015Q1，分别为13%、14.08%、13.50%和13.71%。

图 1 公司近年来的收入、利润情况



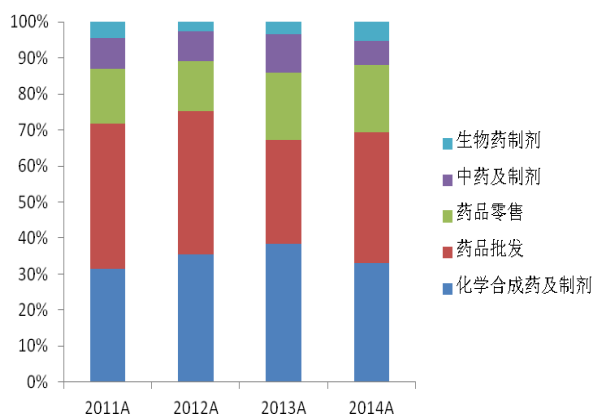
数据来源：Wind, 上海证券研究所

图 2 公司近年来的盈利能力变化



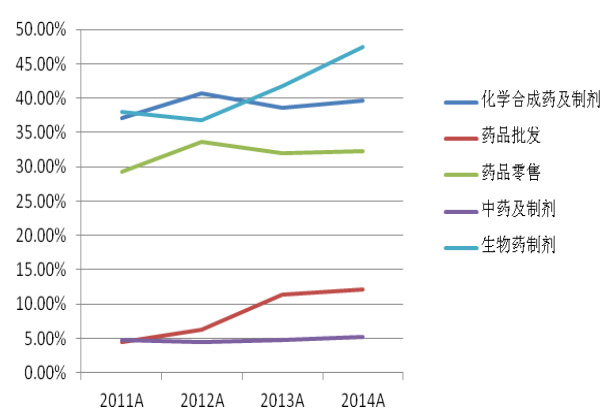
数据来源：Wind, 上海证券研究所

图 3 公司近年来收入结构



数据来源：Wind, 上海证券研究所

图 4 公司近年来主营产品毛利率情况



数据来源：Wind, 上海证券研究所

二、主营产品市场需求稳定，技术研发持续推进

2.1 化学制剂主力产品盈利稳定，产品结构逐步向高毛利率的新特药转变

公司为安徽省医药工业及商业龙头企业，形成了以大输液为代表的普药产品线，大输液销售占工业销售 50%。受益于基层医疗需求释放，2014 年销售规模进一步扩大。公司大输液产能约为 5 亿瓶，国内大输液的产能 160-180 亿袋（瓶）。近期，国家政策开始限制大输液的滥用。安徽规定门诊 63 个病种不使用输液。根据卫计委的药品招标指导意见，大输液采用直接挂网采购的方式。湖北规定，只要质量没有被 CFDA 通报处理过，就给定一个价格，对所有企业都一样，然后挂网直接采购。因此，大输液产品面临较为严峻的市场形势。公司正在用治疗性营养型大输液替代普通大输液，未来输液业务板块主要改善产品结构，不会只考虑外延发展。要靠质量、服务、渠道。

公司的主力产品为果糖注射液(普利康)，该产品市场需求和盈利稳定，今年以来已在我国绝大多数省市中标，竞争力强劲，中标价高出竞争对手 18-50%。果糖注射液（普利康）是全国医保目录品种、不引起血糖波动的新型高能量营养输液、葡萄糖输液的替代品。主要适用于：1）注射剂的溶解稀释剂；2）用于烧创伤、术后及感染等胰岛素抵抗状态下或不适宜使用葡萄糖是需补充水分或能源的患者的补液治疗。该产品在临床应用上远比葡萄糖、木糖醇等传统营养类输液产品适用范围大，未来市场前景广阔。

图 5 公司主页果糖注射液宣传示意图



数据来源：公司网站 上海证券研究所

除了在果糖注射液产品上占据优势外，2014 年公司化学制剂业务保持稳定的主要原因是由于新药的销售。公司是国内首家生产治疗高血压特效药西尼地平的高新企业，拥有国家一、二类新品种和多项

产品的自主知识产权，并且化学药产品结构逐步由普药向富马酸伊布利特等高毛利率的新特药转变。西尼地平是最新一代钙离子拮抗剂类降压药、国家医保品种、国内首家上市、降压疗效高、耐受性良好，兼有预防心绞痛、改善血脂水平。此外，化学制剂重点品种还有伊布利特注射液，其为国内最新治疗房扑、房颤的药物，国家二类新药、首家上市、第一个被美国 FDA 批准用于静脉注射快速治疗房扑、房颤的药物，是中国心律学会推荐的重点药物。我们预计该类药品将会在未来三年内为公司提供较大的利润。

近几年，公司化学药毛利率维持在 40% 左右，较为稳定，而公司转向高毛利率产品仍需一定时日。我们预计，公司的化学药将维持 3-10% 的增长，毛利率维持稳定。

2.2 生物制药保持快速增长

2014 年公司生物制药收入规模为 0.45 亿，同比增长 70%。公司的生物制剂主要是缩宫素。缩宫素注射液，适应症为用于引产、催产、产后及流产后因宫缩无力或缩复不良而引起的子宫出血等。缩宫素对子宫平滑肌有选择性兴奋作用，加强其收缩，临产子宫对缩宫素最敏感(雌激素分泌增加)，未成熟子宫对本品无反应性，妊娠早期或中期子宫对催产素的反应性较低，妊娠后期则逐渐增高，至临产前达最高。小剂量可加强子宫底部平滑肌的节律收缩，使其收缩力加强，收缩频率加快，收缩性质与自然分娩类似，并保持极性和对称性，故临床用于催产、引产。大剂量使子宫肌呈强直性收缩，临床用以压迫肌纤维间血管，防治产后出血和产后复旧不全，并有促进泌乳作用，使乳腺导管收缩，促使乳汁从乳房排出，但不能增加乳汁的分泌量，仅能促进排乳。

缩宫素可从动物脑垂体后叶中提取或化学合成。我国目前主要采用提取法，所生产的产品纯度较低，但成本低。化学合成法，主要先从苄氧羰酰亮氨酸对硝基苯酯合成 7 肽酰胺(3-9 段)，再合成苄氧羰酰-S-苄基半胱氨酸酰氨(1-2 段)，第三步合成缩宫素。缩宫素在 520 种基药内，其销售增长主要是基药招标加快，同时公司加大销售力度。我们预计，由于产品基数较低，公司的生物制剂有望保持 50% 左右的增长。

2.3 研发力度逐年增加，并及时根据市场需求调整研发方向

2014 年公司研发支出总额为 3,013.86 万元，比上年同期增加 3.97%，公司研发支出总额分别占公司净资产和营业收入的 2.63% 和 1.77%。在研发支出额度上，2012 年为 2,227.17 万元，2013 年为 2,898.70

万元，呈现逐年加大的趋势，表明公司对产品研发重视程度较高。

根据公司公告，2014 年共组织完成专利申请 28 项，其中发明 26 项、实用新型 2 项；获得授权专利 23 项，其中发明 22 项、实用新型 1 项。申请商标受理 10 项，经丰原集团无偿转让获得的商标 13 项。公司荣获国家级企业技术中心，依托公司研发平台已获得磷酸川芎嗪葡萄糖注射液生产批件，以及 50ml 的 5% 葡萄糖注射液、10% 葡萄糖注射液及糖盐注射液三个品种聚丙烯共混袋（直立式）袋装的生产批件。

根据公司年报公布的核心竞争力分析，公司研发上的看点主要源于以上两种生产批件的获得。1) 磷酸川芎嗪葡萄糖注射液。磷酸川芎嗪葡萄糖注射液具有抗血小板聚集的作用，并对已聚集的血小板有解聚作用。此外，尚具有扩张小动脉，改善微循环和增加脑血流量，从而产生抗血栓形成和溶血栓的作用。主要用于缺血性脑血管疾病，如脑供血不足，脑血栓形成，脑栓塞，有文献表明其在缺血性卒中的脑保护中具有较高的应用价值。2) 聚丙烯共混袋。聚丙烯共混袋兼具塑料瓶和软袋的优势，正逐渐被我国各大医院广泛采用。目前许多医院使用的输液塑料瓶由于回收率较低，具有二次污染的隐患，而如果使用无缝软袋，虽然能够避免二次污染，但成本昂贵。聚丙烯共混袋既能避免二次污染，又缩减了成本，具较好的市场前景。

除了加大研发投入，开展多个品种的研发工作外，公司还根据市场需求及时更改了发展战略，将原募集资金投资项目“年产 500 吨硫氰酸红霉素项目”变更为“年产 200 吨头孢原料药项目”。原因是硫氰酸红霉素的市场状况发生了巨大变化，2012 年以来市场价格持续下滑，利润空间极度压缩，项目可行性已发生重大变化，继续投资该项目将不利于公司的经济收益，为了保护股东的利益公司做出了更改研发项目的决定。

2.4 抗癌植入剂研究或将成为公司腾飞的转折点

2010 年 7 月，公司 5000 万元与中人科技合资设立安徽丰原中人药业(占 60%)，中人科技以顺铂、甲氨蝶呤抗癌植入剂的相关专利技术，临床批件及全部生产技术作价 3333 万元作为出资，占合资公司注册资本的 40%。中人科技承诺，保证顺铂植入剂抗癌新药在 2012 年 9 月底前上市，如每推迟一个季度上市，中人科技在合资公司中所占股权比例下降 2%，该下降部分股权无偿转让给丰原药业所有。中人科技承诺合资公司从 2013 年 4 月至 2016 年 3 月这三年期间合计税后利润达到 7500 万元。若不足将按相关条件以 1 元的价格转让其所持的相关股份给公司。

植入剂是一种创新的局部给药方式，从临床效果来看，可以有效

控制肿瘤的生长，减少病人痛苦，对大多数癌症都有效果，缓释期大约 3-6 个月，主要用于中晚期癌症的保守治疗，市场容量巨大。植入剂属于释药系统，在整个医药制造工业中所占的比重不断扩大，从 2005 年的 10%向 2015 年的 50%迈进。如英国阿斯特拉的戈舍瑞林植入剂，主要作用于前列腺癌、乳腺癌等癌症的治疗，单支价格为 2680 元，近年来在国内销售规模已经过亿。

公司原本预计相关产品能在 2013 年下半年上市销售，但由于该产品在国内属于首创，研发难度大，故导致进展晚于预期。目前，公司已经完成 60 例临床试验，计划一共完成 120 例，距离报送国家食药监局审批已经不远。植入剂顺铂和甲氨蝶呤存在数十亿市场规模，一旦上市将对公司业绩产生极大影响，公司未来业绩腾飞值得期待。

图 6 不同用药方式有效吸收率对比

给药方式	途经1	途经2	途经3	途经4 (病灶部位)	药效持续时间
口服给药	100%肠胃		0.2%-2%病变细胞间组织液，98%-99.8%骨骼等身体正常组织（即毒副作用）	0.1%-1%病变细胞内	维持与病变细胞作用时间为2-48小时
静脉给药	无	100%血液	95%-98.5%骨骼等身体正常组织（即毒副作用）	病变细胞内	维持与病变细胞作用时间为2-48小时
植入剂疗法 (以“中人氟安”为例)	无	无	70%-90%病变及周边易转移部位组织液内，10%-30%身体正常组织（即毒副作用）	30%-45%病变细胞内	维持与病变细胞作用时间360-720小时

数据来源：新华社 上海证券研究所

图 7 不同用药方式特点对比

比较项目	特点	特点
用药方式	口服或静脉注射	植入肿瘤部位
作用范围	全身用药	局部
肿瘤部位药物浓度	药物在肿瘤部位达到有效血药浓度较困难	药物在肿瘤部位能达到有效抑瘤浓度
肿瘤组织与药物接触时间	0.05-1天左右	10-20天
正常组织接受药量	较大	较小
用量	治疗剂量接近或达到部分脏器中毒剂量，毒副作用大	用量约为普通化疗的10%-30%，全身性毒副作用较小或基本没有
毒副作用	患者易出现严重胃肠道反应，恶心，呕吐，口腔溃疡；骨髓抑制，白细胞减少，脱发，发热；不同程度肝脏、肾脏、心脏功能损害	少数患者局部疼痛，数天后自行缓解；基本上无胃肠道、骨髓抑制、肝肾功能损害等毒副反应
辅助用药	需要大量使用升白血球药物GM-CSF、思丹西酮等辅助化疗和营养药品	不需要使用升白血球药物GM-CSF，思丹西酮等辅助化疗和营养药品
化疗地点	一般需住院化疗	部分病人可门诊化疗，不需住院
护理工作量	很大，一般需1名以上家属陪同	很小，病人身体状况与化疗前基本不变
治疗费用	较高	较低

数据来源：新华社 上海证券研究所

三、药品零售流通业务保持快速发展，新版 GSP 认证通过为公司业绩稳定发展提供保障

公司 2014 年药品零售业务收入 3.12 亿元，同比增长 10.97%，药品批发业务收入 6.06 亿元，同比增长 39.63%，近几年呈现较高的增长。与此同时，零售与批发业务的毛利率分别达到 10.97% 和 39.63%，保持着稳定向上的增长趋势。11 年开始，公司转变经营模式，在做调拨业务的同时，重点放在新药销售，主要是医院直销自己工业的品种或者代理一些品种，直销毛利率有所提升。公司未来会继续在安徽把商业做强。安徽有近 270 家县级以上医院，市场规模比较大。

公司拥有完善的批发和零售网络，其中“丰原大药房”是安徽省唯一拥有百家连锁药店的零售企业，下设近 200 家连锁药房；全资子公司丰原医药营销有限公司的业务遍布安徽省各个地市、县，公司拥有各类医药专业人员、充足的库房场所、良好的储存环境和健全的药品配送网络，现已构建了涵盖全省重点医院、卫生院、诊所、社区卫生

生服务中心的销售网络；安徽丰原医药进出口有限公司主要从事丰原药业各子公司进口原辅材料、生产设备的采购，原料药、医药制剂产品的出口业务，以及其他医药相关产品的自营贸易业务，目前业务已拓展到非洲、东南亚、中亚、欧洲等众多国家和地区。公司医药商业供应链布局完善，各子公司协同发展竞争力极强，并于 2013 年丰原药业全资子公司安徽丰原蚌埠医药有限公司与蚌埠医学院第二附属医院签订了《药品供货协议书》，丰原蚌埠获甲方八年期供货协议，供货总金额不低于 15 亿元，将在未来八年内为公司药品批发业务贡献较大的利润（2014 年度至 2021 年度每年供货金额为 1.0 亿、1.2 亿、1.6 亿、1.8 亿、2.0 亿、2.2 亿、2.4 亿和 2.8 亿元），未来医药商业业绩稳定上升可期。

公司在今年年报回顾总结前期披露的发展战略和经营计划在报告期内的进展情况中披露，报告期内，完成了营销公司仓储物流的扩建工程，并顺利完成商业系统 GSP 认证工作。新版 GSP 的发布主要是为了整顿环节复杂乱象纷生的药品零售批发流通领域，到 2015 年底未获认证的企业将被清退出药品经营市场。我们认为公司通过新版 GSP 认证将为公司未来业绩发展保驾护航，并且利于公司打通医药行业全产业链，为公司未来展开 O2O 等新兴业务模式奠定基础。

图 8 新版 GSP 对仓储物流和终端零售提出严格要求



数据来源：米内网 上海证券研究所

我们的智慧医疗系列报告中提到，未来医药电商最有发展潜力的模式是 B2C+O2O，即医药企业一方面依托线上平台进行交易，另一方面发挥线下连锁药店的优势展开医疗服务，可以线上向线下引流，也可以线下向线上引流，提供差异化的产品与服务达到共赢。我们认

为“互联网+医药”是未来发展的必然趋势，医药企业运营的最佳模式是 O2O 与 B2C 相结合，对于自身网上药店已经具备一定营销基础和销售基础的药品零售企业来讲，应当将经营重心尽量平衡，在保持网上药店既有优势的基础上，寻求线上与线下渠道的相互融合途径。甚至从某种意义上讲，通过网上药店带动实体门店的销售是当务之急。而对于网上药店运营基础较为薄弱的药品零售企业来讲，目前经营的重心仍当放置于实体门店，保证生存的基础，将网上药店作为辅助手段激发实体药店的潜力。同时通过实体药店的“交易中心”及“体验中心”的职能，改善网上药店最后一公里的体验，从而促进网上药店成长。

丰原药业目前在线下业务占据较大优势，近 200 家连锁药房基本可以满足安徽省内大部分用户的覆盖，良好的口碑和成熟的业务模式也足以扮演好“线下体验中心”的角色。新版 GSP 认证的通过表明公司在仓储流通等环节的硬件条件达到高标准，已具备解决医药电商最后一公里难题的能力，未来一旦公司顺应互联网发展的趋势开展 O2O 业务将水到渠成。

四、收购普什制药遭否，关注公司重启收购进程

丰原药业 1 月 26 日晚间公告显示，公司发行股份购买资产并配套募集资金的重大资产重组事项未获得通过。证监会给予否决的理由是，重组的标的公司报告期内主营业务停滞，2014 年取得 GMP 认证后仍亏损、未实现盈利预测等因素，导致未来盈利能力仍存在较大不确定性。

丰原药业并购普什制药的原因其实很简单，主要包装材料是玻璃安瓿的丰原药业正是看中了普什制药在塑料安瓿上的优势。而且，当时正值五粮液集团剥离非核心业务资产阶段，这正迎合了丰原药业的契机。国外塑料安瓿普及率高，国内与西方还有发展的差距。塑料安瓿的优点是，万级密闭环境中由塑料粒子直接吹塑，质量安全。公司在 10 年就曾计划并购普什，但当时设备投资太大，一条生产线就需 5000 万；二是报批周期长，最后还有 GMP 认证等，总共要 6-8 年时间。我们将持续关注公司并购进程。

五、盈利预测及主要假设

5.1 主要假设

- 1) 化学制剂产品稳定发展，毛利率保持平稳；
- 2) 生物制剂推广顺利，快速增长；
- 3) 医药批发业务收入快速增长，毛利率稳定；
- 4) 医药零售业务毛利率稳定；
- 5) 新药和抗癌植入剂的研发和生产符合预期。

5.2 盈利预测

我们预计，2015-2017 年，公司的净利润将实现年递增 43.42%、11.04%和 22.45%，相应的每股收益为 0.19 元、0.21 元和 0.26 元。

六、给予“未来六个月，跑赢大市”评级

公司 14 年实现 EPS0.13 元，预计 15 年实现 EPS0.19 元，以 5 月 13 日收盘价 13.60 元计算，静态与动态 PE 分别为 103.56 倍和 72.21 倍。化学制剂上市公司 14、15 年平均市盈率为 59.17 倍和 41.79 倍。公司目前的估值高于化学制剂类上市公司的平均估值。公司主营产品市场需求稳定，随着公司药品销售转向高毛利率的生物制剂、化学制剂，公司未来药品收入增速有望提升。公司的传统业务--药品零售与批发继续深耕安徽省，预计未来仍有望保持较快发展。此外，公司在抗癌植入剂方面的研发布局将为公司未来业务带来新的利润增长点。我们看好公司未来的发展前景，给予公司“谨慎增持”评级。

七、风险提示

7.1 药品降价风险

国家发改委针对医保目录品种的价格调整，以及行业性降价政策的陆续推出，会给公司的增长带来不确定性。

7.2 产品招标风险

2015 年部分省份将陆续开展药品招标工作，各地招标方案 and 实际

执行依然存在着很大的不确定性，各地招标过程中价格仍然是中标的关键因素。因此，公司在争取到更多市场份额的同时，亦会造成部分品种毛利率的下降。

7.3 药品研发风险

公司基于未来发展所需，每年都必须投入大量资金用于药品的研发。一种新药从实验研究、临床试验、获得新药证书到正式生产需要经过多个环节的审批，前期的资金、技术投入较大，周期较长，行业进入门槛高。随着国家监管法规、注册法规的日益严格，新药研发存在不确定性以及研发周期可能延长的风险。

八、附表

附表 1 公司损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
一、营业总收入	1,529.90	1,698.95	1,931.84	2,306.68	2,797.45
二、营业总成本	1,505.05	1,664.00	1,863.45	2,229.64	2,700.87
营业成本	1,131.26	1,248.72	1,434.50	1,710.67	2,070.11
营业税金及附加	8.22	9.14	9.92	12.22	14.75
销售费用	215.43	229.41	231.82	276.80	335.69
管理费用	123.68	145.89	154.17	189.54	231.11
财务费用	21.79	29.64	28.37	35.66	44.38
资产减值损失	4.68	1.19	4.67	4.75	4.83
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	3.68	10.97	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	28.53	45.91	68.39	77.04	96.58
加: 营业外收入	12.85	10.75	10.00	10.00	10.00
减: 营业外支出	0.23	0.26	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	41.15	56.39	78.39	87.04	106.58
减: 所得税	13.96	15.28	19.60	21.76	26.64
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	27.19	41.12	58.79	65.28	79.93
减: 少数股东损益	-0.16	0.13	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	27.35	40.99	58.79	65.28	79.93
七、摊薄每股收益 (元)	0.09	0.13	0.19	0.21	0.26

资料来源: Wind, 上海证券研究所

附表 2 公司近几年分业务收入、成本、收入增速及毛利率预测

分业务主营收入测算 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
化学合成药及制剂	550.74	550.74	578.28	607.19
药品批发	605.20	786.76	1022.79	1329.62
药品零售	311.92	343.11	377.42	415.17
中药及制剂	115.82	121.61	133.77	153.84
生物药制剂	86.41	129.62	194.42	291.63
合计	1670.09	1931.84	2306.68	2797.45
分业务主营成本测算 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
化学合成药及制剂	332.08	330.44	341.18	352.17
药品批发	532.28	688.42	889.83	1150.13
药品零售	211.33	233.32	254.76	278.16
中药及制剂	109.77	114.92	125.75	143.84

生物药制剂	45.39	67.40	99.16	145.82
合计	1230.85	1434.50	1710.67	2070.11
分业务增速	2014A	2015E	2016E	2017E
化学合成药及制剂	-4.47%	0.00%	5.00%	5.00%
药品批发	39.62%	30.00%	30.00%	30.00%
药品零售	10.97%	10.00%	10.00%	10.00%
中药及制剂	-28.40%	5.00%	10.00%	15.00%
生物药制剂	70.91%	50.00%	50.00%	50.00%
毛利率	2014A	2015E	2016E	2017E
化学合成药及制剂	39.70%	40.00%	41.00%	42.00%
药品批发	12.05%	12.50%	13.00%	13.50%
药品零售	32.25%	32.00%	32.50%	33.00%
中药及制剂	5.22%	5.50%	6.00%	6.50%
生物药制剂	47.47%	48.00%	49.00%	50.00%

资料来源: Wind, 上海证券研究所

附表 3 公司历年财务指标

指标名称	2012 年	2013 年	2014 年	2015Q1
销售毛利率(%)	22.98	26.06	26.50	26.73
销售净利率(%)	2.73	3.94	5.04	4.46
息税前利润/营业总收入(%)	1.09	1.78	2.42	1.51
净资产收益率(摊薄)(%)	2.61	3.13	3.86	0.54
流动比率	1.02	1.41	1.01	0.95
速动比率	0.69	1.08	0.74	0.69
资产负债率(%)	46.57	46.78	48.74	48.76
存货周转率(次)	6.71	5.47	5.36	1.11
应收账款周转率(次)	6.60	5.32	4.70	0.93
总资产周转率(次)	1.20	0.89	0.81	0.17
净利润同比增长率(%)	73.00	43.79	49.89	48.29
每股收益-稀释(元)	0.07	0.09	0.13	0.02
每股经营活动现金流量净额(元)	0.18	-0.23	0.03	0.05
每股未分配利润(元)	0.69	0.57	0.70	0.72
每股资本公积(元)	1.03	1.59	1.57	1.57

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，任何机构和个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。