

精华制药 (002349)

产业结构优化，锋芒初显 增持 (维持)

2015年8月1日

证券分析师 洪阳

执业资格证书号码:

S0600513060001

0512-62938572

Hongyang614@gmail.com

证券分析师 许希晨

执业资格证书号码:

S0600512080001

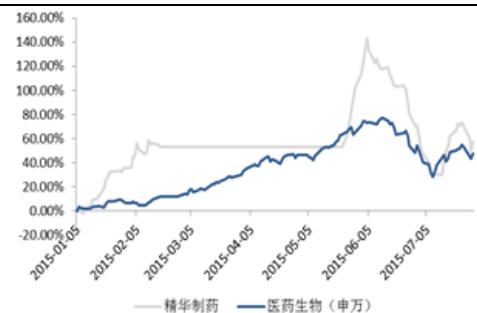
021-63123162

jenny1727@gmail.com

投资要点

- **经营结构调整，业绩拐点已现：**2015年1-6月，公司实现营业收入2.93亿元，同比下降4.33%，收入下降主要原因为子公司亳州康普经营结构调整，中药材贸易收入下降较多；实现归属于上市公司股东的净利润3138.19万元，同比上升46.70%，净利润上升的主要原因为毛利率稳步上升及财务费用下降较多；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润3086.78万元，同比上升100.28%。
- **化学原料药及医药中间体业务态势良好：**中药制剂营业收入1.06亿，同比减少4.68%；化学原料药及医药中间体营业收入7443.8万元，同比增加8.72%；中药材及中药饮片营业收入4020.4万元，同比减少39.92%；化工医药中间体营业收入5590.1万元，同比减少1.70%。
- **发展特色医药中间体：**南通东力是国内生产甲基胍系列产品的龙头企业，具有国内领先的工艺技术优势，甲基胍系列产品可用作头孢曲松钠等抗生素原料药的重要合成材料。同时，南通东力积极推进心血管药物米屈胍等深加工产品的研发和量产。通过这次交易，精华制药(002349)的医药化工产品结构能够得到有效扩充，并为精华制药(002349)后续扩大相关原料药及制剂的研发、量产打下基础，进一步增强精华制药(002349)在医药领域的竞争优势。
- **涉足生物制药产业：**公司出资近一亿元布局生物制药产业，控股江苏金丝利药业有限公司，参股中美福源生物技术(北京)有限公司。金丝利药业“注射用重组人白介素-2”为生物制药领域应用较广的品种，已于近日收到国家食品药品监督管理总局核准签发的《药品GMP证书》；福源生物在研项目“注射用重组人血清白蛋白/干扰素融合蛋白”已进入I期临床阶段，该项目对应的产品为治疗类生物制品1类新药，目前进展顺利。
- **加快新品研发：**公司已经阶段性完成倍他替尼项目M1的技术性验证研究，对支链制备工艺进行了再优化，初步完成了关键步骤的中控和质量标准的建立，降低了制备成本，提高了工艺的稳定性。季德胜蛇药片衍生品方面，开发了季德胜健肤水系列6个配方和8个品规，开发了29个配方35个品规的季德胜健肤皂系列、8个配方16个品规的季德胜洗发露系列。
- **盈利预测与投资评级：**我们预测精华制药(002349)2015、2016年营业收入为8.09亿元和10.24亿元，归属母公司净利润为0.98亿元和1.30亿元，折合EPS为0.35元和0.46元。我们认为公司中药制剂销售稳健，在研产品品质优秀，销售能力强，经营性结构优化，净利率提升；增资万年长药业、涉足生物药领域均有较强盈利预期，此次收购南通东力增加业绩弹性，故我们维持公司“增持”评级。
- **风险提示：**福源生物为研发型企业，若研发失败，会带来相应的损失；南通东力安全生产风险、客户集中度较高的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	34.00
一年最低/最高价	91.80/18.34
市净率	6.37
流通A股市值(百万元)	6732

基础数据

每股净资产(元)	5.34
资产负债率(%)	13.47%
总股本(百万股)	260
流通A股(百万股)	198

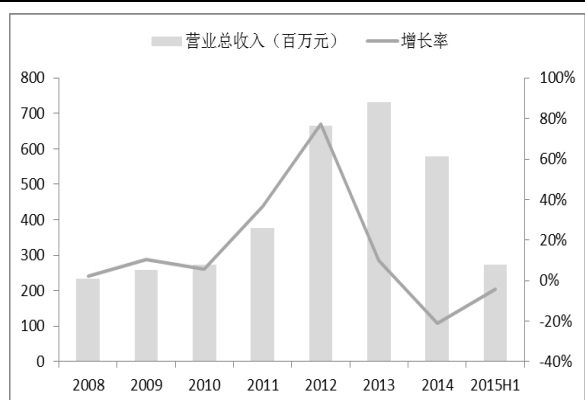
相关报告

- 全产业布局再下一城——精华制药
调研报告 2015.07.13
- 医药全覆盖，定增促转型——精华制药
年报点评 2015.04.22

1. 经营结构调整，业绩拐点已现

2015年1-6月，公司实现营业收入2.93亿元，同比下降4.33%，收入下降主要原因为子公司亳州康普经营结构调整中药材贸易收入下降较多；实现归属于上市公司股东的净利润3138.19万元，同比上升46.70%，净利润上升的主要原因为毛利率稳步上升及财务费用下降较多；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润3086.78万元，同比上升100.28%。

图1: 2008-2015H1 精华制药 (002349) 营业收入及增长率情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

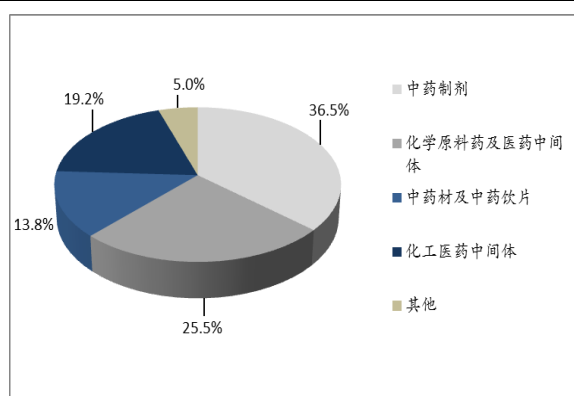
图2: 2008-2015H1 精华制药 (002349) 扣非后净利润及增长情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

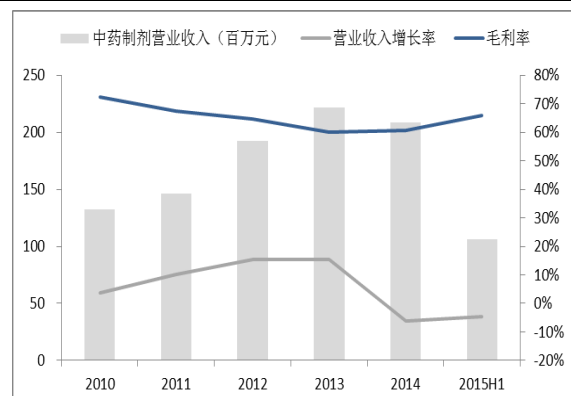
其中，中药制剂营业收入1.06亿，同比减少4.68%；化学原料药及医药中间体营业收入7443.8万元，同比增加8.72%；中药材及中药饮片营业收入4020.4万元，同比减少39.92%；化工医药中间体营业收入5590.1万元，同比减少1.70%。

图3: 精华制药 (002349) 分行业营业收入占总营业收入比重图



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 2010-2015H1 精华制药 (002349) 中药制剂营业收入及增长率、毛利率变化情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 主营业务分析

2015 年上半年，公司继续坚持“以中成药为重点，以特色原料药及医药中间体和新型化学制剂为两翼，涉足生物制药产业”的发展战略。

在中成药业务方面，进一步加大市场投入，全面推进基层医疗机构营销队伍建设，加大向第三终端的网络拓展，积极推进学术推广和招投标工作。

在化学原料药业务方面，强化内部管理和质量控制，实现利润较快增长并快速切入心脑血管业务领域。

在生物药方面，继续加快新药研发进度。围绕公司发展战略加快推进行业内优质资源重组。

2.1 调整组织架构

随着子公司的不断增加，为强化公司集团化管理，实现集团公司高效规范运行，公司调整建立事业部制组织架构，分别为中药事业部、原料药事业部、化学药事业部、生物药事业部、研究管理院、制剂销售公司等。

2.2 开展资本运作

2.2.1 入股江苏万年长药业

为开拓公司化学原料药业务新的增长点，积极参与目前全球最大的降血脂药物阿托伐他汀、瑞苏伐他汀的产业链整合，公司以自有资金 5500 万元增资万年长药业，其中 846 万元计入万年长药业注册资本，其余 4654 万元计入其资本公积。本次增资完成后，公司持有万年长药业 22% 的股权。

江苏万年长药业有限公司业绩对赌目标：乙方 2015 年度实现净利润不低于 2500 万元；2016 年度实现净利润不低于 3900 万元。当乙方实现年度税后净利润 ≥ 3900 万元时，协议各方一致同意，自乙方该年度内累计税后净利润达到 3900 万元的月份结束之日起 3 个月内启动甲方整体收购或控股乙方事项。

2.2.2 发展特色医药中间体

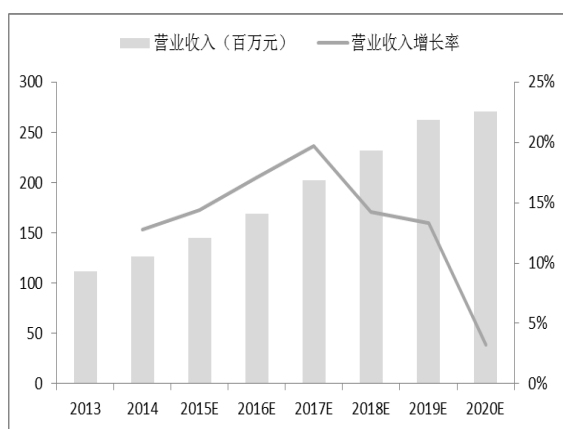
公司拟以总价 6.916 亿元收购如东东力企业管理有限公司 100% 股权，快速切入抗生素、心脑血管药物领域，实现以特色原料药及医药中

间体和新型化学制剂为两翼的发展战略。该事项已获江苏省国资委批复同意，申请材料已获中国证监会受理。

南通东力主营业务为甲基胍、异戊酰氯、甲基胍副产品（偏二甲基胍、米屈胍）研发、生产和销售，为全球最大的甲基胍供应商。

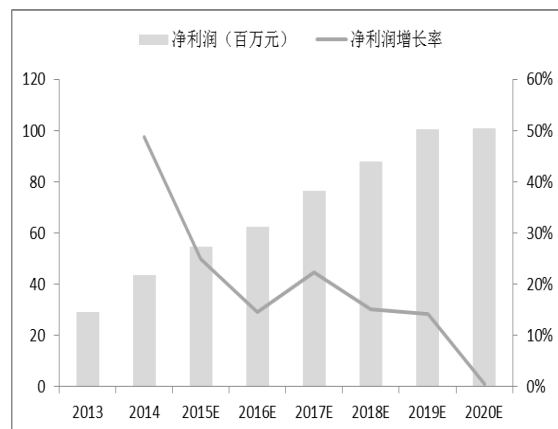
2015 年 1-4 月南通东力主营业务收入为 4611 万元，净利润为 1853 万元，2015 年有望实现营业收入 1.3-1.5 亿元，净利润 5300-5500 万。

图表 5: 2013-2020 年南通东力营业收入及增长率情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 6: 2013-2020 年南通东力净利润及增长率情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

业绩承诺：南通东力 2015 年、2016 年和 2017 年实现的经公司指定具有证券从业资格会计师事务所审计的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于 5200 万元、6240 万元和 7737.6 万元，考核期实现的净利润之和不低于 19177.6 万元。

2.3 加快新品研发

公司已经阶段性完成倍他替尼项目 M1 的技术性验证研究，对支链制备工艺进行了再优化，初步完成了关键步骤的中控和质量标准的建立，降低了制备成本，提高了工艺的稳定性。季德胜蛇药片衍生品方面，开发了季德胜护肤水系列 6 个配方和 8 个品规，开发了 29 个配方 35 个品规的季德胜护肤皂系列、8 个配方 16 个品规的季德胜洗发露系列，其中季德胜护肤水和季德胜护肤皂已实现上市销售。

图表 7: 季德胜健肤水女士款抗皱抗衰老(灵芝)



资料来源: 公司网站

图表 8: 季德胜健肤香皂通用款卸妆(洋甘菊+皂角)



资料来源: 公司网站

3. 核心竞争力分析

3.1 纵向一体化优势

通过并购重组, 公司初步形成了中成药制剂及中药饮片、化学原料药及医药中间体、生物制药及研发三大板块, 有较强的产业配套能力和一体化优势。

3.2 品种优势

国家“十二五”医药产业发展规划等政策对中药产业扶持力度不断增强, 公司王氏保赤丸、大柴胡颗粒、季德胜蛇药片为独家产品, 正柴胡饮颗粒、金荞麦片占据市场主导地位, 有较大的市场拓展空间。

3.3 研发优势

公司在研新药倍他替尼为 1.1 类新药、参股公司研发的注射用重组人血清白蛋白/干扰素融合蛋白为治疗类生物制品 1 类新药, 后期发展空间广阔。

4. 盈利预测与投资评级

盈利预测基础:

- 2014 年中药制剂营业收入 2.1 亿元, 2015 年增长 15%;
- 2014 年化学原料及中间体营业收入 1.4 亿元, 2015 年增长 15%;

- 2014 年化工医药中间体营业收入 1.1 亿，2015 年收入增长 85%；
- 2014 年中药材及中药饮片营业收入 1.1 亿元，2015 年增长 40%；
- 2015 年公司减持森萱化工 33% 的股权；
- 2015 年万年长药业贡献利润 550 万元；
- 2015 年南通东力贡献利润 3602 万元。

我们预测精华制药（002349）2015、2016 年营业收入为 8.09 亿元和 10.24 亿元，归属母公司净利润为 0.98 亿元和 1.30 亿元，折合 EPS 为 0.35 元和 0.46 元，对应动态市盈率为 89.46 倍和 68.07 倍。

我们认为公司中药制剂销售稳健，在研产品品质优秀，销售能力强，经营性结构优化，净利率提升；增资万年长药业、涉足生物药领域均有较强盈利预期，此次收购南通东力增加业绩弹性，故我们维持公司“增持”评级。

5. 风险提示

- 福源生物为研发型企业，各新品种正处于研发阶段，预计研发周期较长，短期投资回报有限。
- 若倍他替尼上市，则会给公司带来相当可观的收益。若研发失败，也会带来相应的损失。
- 南通东力安全生产风险、客户集中度较高的风险。

附表 1: 精华制药 (002349) 主要财务数据及估值 (百万元)

资产负债表	2013	2014	2015E	2016E	2017E	利润表	2013	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	522.0	1217.7	1399.3	1806.5	2176.4	营业收入	732.6	577.8	809.4	1023.5	1242.6
现金	135.8	866.3	1185.9	1569.5	1863.2	营业成本	521.7	354.5	421.4	622.7	785.6
应收账款	178.1	135.2	158.4	165.2	178.9	营业税金及附加	6.7	4.1	6.4	7.6	9.9
存货	153.4	185.3	133.6	136.6	128.4	营业费用	79.3	89.5	113.4	145.6	161.8
非流动资产	548.8	668.9	714.6	723.8	747.1	管理费用	74.3	82.0	96.1	121.7	139.9
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	4.7	7.0	7.6	8.4	9.5
固定资产	356.3	390.3	456.4	487.7	456.3	投资收益	0	7.0	5.6	4.8	6.2
无形资产	99.5	121.8	132.7	145.6	158.2	营业利润	39.2	39.8	96.7	132.6	176.3
资产总计	1070.8	1886.6	2024.5	2468.4	2799.6	营业外收入	14.4	12.8	17.6	15.4	16.3
流动负债	257.8	273.8	209.7	338.2	298.4	营业外支出	10.8	1.5	6.3	5.3	4.2
短期负债	75.0	118.0	221.1	383.6	392.7	利润总额	42.8	51.1	103.5	137.6	185.8
应付账款	127.2	75.6	89.3	98.5	107.3	净利润	40.7	40.6	98.6	130.5	165.8
预收款项	4.8	5.4	6.1	8.3	10.5	少数股东权益	5.1	1.2	0	0	0
负债总计	329.0	352.0	422.7	665.4	738.3	归属母公司净利润	35.6	39.5	97.8	129.5	164.8
少数股东权益	72.0	151.3	151.3	151.3	151.3	重要财务估值指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
资本公积金	273.6	897.4	897.4	897.4	897.4	每股收益 (元)	0.14	0.15	0.35	0.46	0.59
负债和股东权益总计	1070.8	1886.6	1924.6	2345.6	2765.8	每股净资产	2.58	5.32	5.49	6.10	6.72
现金流量表 (百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	每股经营现金	-0.3	0.2	0.3	0.5	0.6
经营活动现金流	-61.7	37.9	53.8	77.4	89.3	每股股利	0.04	0.04	0.05	0.08	0.11
投资活动现金流	-43.5	-23.7	-54.7	-45.6	-30.0	PB	14.8	7.2	6.9	6.3	5.8
资本支出	-40.1	-10.4	-53.2	0	0	ROE	5.3%	2.9%	4.3%	6.8%	8.5%
筹资活动现金流	69.3	721.3	346.8	332.1	256.4	ROIC	5.8	3.5	3.9%	13.6%	18.4%
资本公积增加	18.7	19.0	13.0	13.5	14.0	市盈率	69.6	112.2	89.5	68.1	53.1
股利分配	-10	-10	-12	-12	-12	总股本	200	200	280	280	280

资料来源: 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

