

蓄势已发，进入快速增长期！

买入（上调）

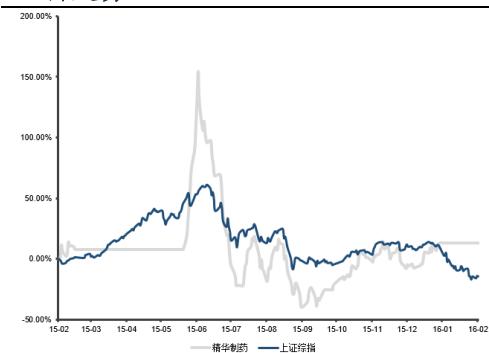
2016年2月4日

投资要点

- **业绩快速增长，净利润翻番：**2015年，公司实现营业收入7.8亿元，较上年同期增长35.06%；实现归属于上市公司股东净利润7808.11万元，较上年同期增加97.83%；实现归属于上市公司股东扣除非经常性损益后净利润7592.07万元，较上年同期增长193.53%。
- **各板块增势良好，药材及饮片业务回归良性发展：**中药制剂实现营业收入2.2亿元，占营业收入比重为28.1%，较上年同期增长4.9%；化学原料药及中间体实现营业收入1.9亿元，占营业收入比重为23.7%，较上年同期增长28.4%；化工医药中间体实现营业收入1.3亿元，占营业收入比重为16.6%，较上年同期增长13.6%；中药材及中药饮片实现营业收入2.2亿元，占营业收入比重为27.6%，较上年同期增长98.5%。
- **全产业链布局，外延积极：**公司以总价6.91亿元收购东力企管100%股权；以2400万元投资陇西保和堂药业，切入道地药材无硫化生产；出资5500万元参股万年长药业，切入他汀类降血脂药物原料药；以1000万美元投资美国生物药企业kandmon公司，布局生物制药。
- **盈利预测及评级：**我们预测精华制药(002349)2016-2018年营业收入分别为11.02亿元、14.11亿元和16.93亿元，归属母公司净利润分别为1.41亿元、1.95亿元和2.53亿元，折合EPS分别为0.50元、0.70元和0.90，对应动态市盈率分别为77.0倍、55.5倍和42.8倍。我们认为公司中药制剂品质佳，市场空间大；销售能力强，经营性结构优化，净利率提升；在研产品品质优秀，积极布局生物制药；收购南通东力增加业绩弹性，重大资产重组增添想象空间，故我们上调公司至“买入”评级。
- **风险提示：**研发风险、政策风险、资源整合风险。

分析师 洪阳
执业资格证书号码：
S0600513060001
0512-62938572
Hongyang614@gmail.com

股价走势



市场数据

收盘价(元)	38.70
一年最低/最高价	20.59/91.80
市净率	5.32
流通A股市值(百万元)	7650

基础数据

每股净资产(元)	7.27
资产负债率(%)	10.86
总股本(百万股)	280
流通A股(百万股)	198

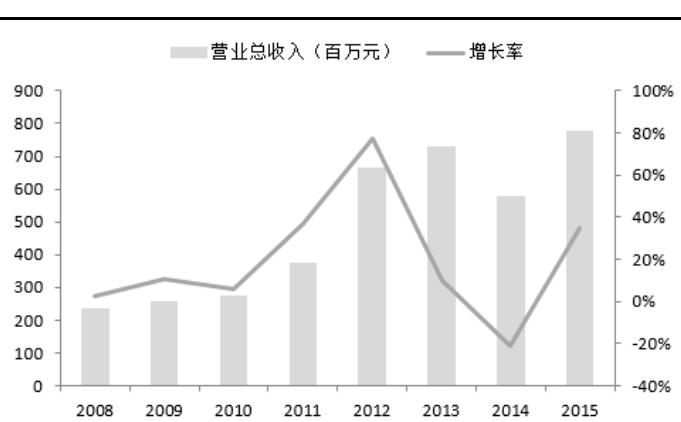
相关报告

产业结构优化，锋芒初显
中报点评 2015.07.30
全产业链布局再下一城
调研报告 2015.07.13
医药全覆盖，定增促转型
年报点评 2015.04.22

1. 业绩快速增长，净利润翻番

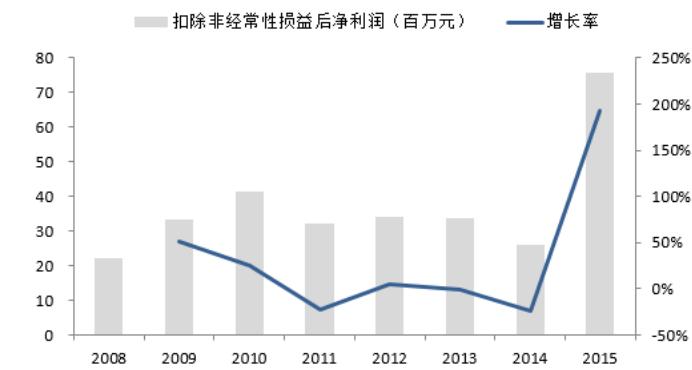
2015 年，公司实现营业收入 7.8 亿元，较上年同期增长 35.06%；实现归属于上市公司股东净利润 7808.11 万元，较上年同期增加 97.83%；实现归属于上市公司股东扣除非经常性损益后净利润 7592.07 万元，较上年同期增长 193.53%。

图表 1：2008-2015 年精华制药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

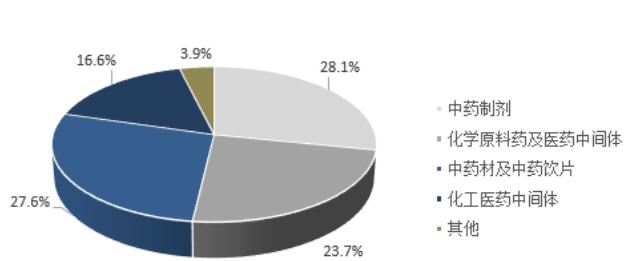
图表 2：2008-2015 年精华制药扣非后净利润及增长率情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

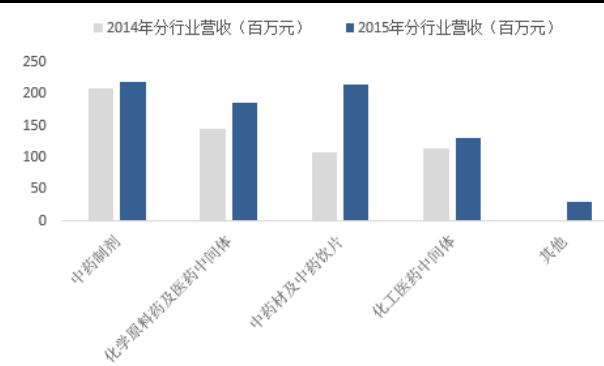
其中，中药制剂实现营业收入 2.2 亿元，占营业收入比重为 28.1%，较上年同期增长 4.9%；化学原料药及中间体实现营业收入 1.9 亿元，占营业收入比重为 23.7%，较上年同期增长 28.4%；化工医药中间体实现营业收入 1.3 亿元，占营业收入比重为 16.6%，较上年同期增长 13.6%；中药材及中药饮片实现营业收入 2.2 亿元，占营业收入比重为 27.6%，较上年同期增长 98.5%。

图表 3：2015 年精华制药分行业营业收入占比重图



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 4：2014-2015 年精华制药分行业营业收入对比图



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1.1 子公司良性发展，如东东力添弹性

2015 年，亳州康普实现营业收入 1.7 亿元，净利润 150.2 万元；森萱化工实现营业收入 1.5 亿元，净利润 1506.5 万元；如东东力实现营业收入 1.4 亿元，净利润 5738.9 万元。

图表 5：主要子公司及参股公司业绩情况

公司名称	主营业务	营业收入（百万元）	净利润（万元）
精华制药亳州康普有限公司	中药材及中药饮片生产销售	174.5	150.2
上海苏通生物科技有限公司	原料药及医药中间体销售	5.6	71.2
江苏森萱医药化工股份有限公司	原料药及医药中间体生产销售	154.4	1506.5
精华制药集团南通有限公司	原料药及医药中间体生产销售	178.4	2447.0
江苏金丝利药业有限公司	生物制药产品生产销售	27.7	-295.0
陇西保和堂药业有限责任公司	中药材及中药饮片生产销售	-	-25.7
如东东力企业管理有限公司	企业管理	142.2	5738.9

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

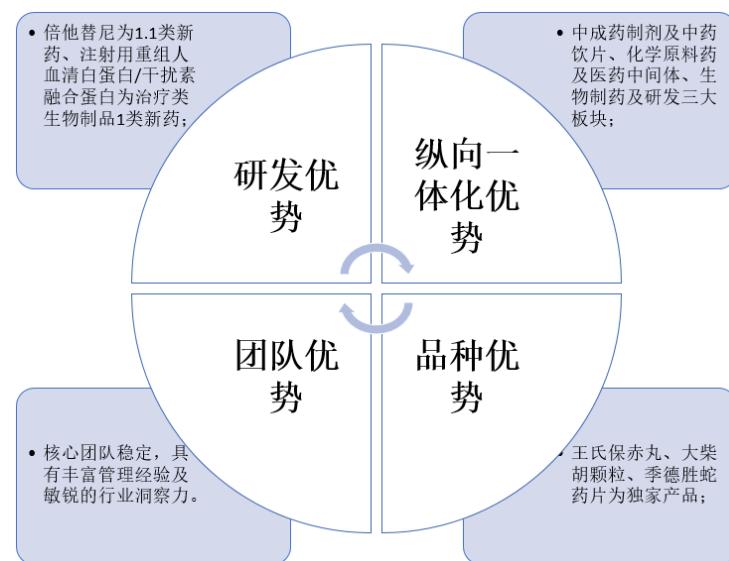
子公司良性发展，其中如东东力 2015 年 12 月纳入合并报表，合并净利润 349.08 万元。

我们预计 2016 年如东东力贡献净利润 6200-6800 万元，增加公司业绩弹性；同时公司重大资产重组中，未来想象空间大。

2. 全产业链布局稳步推进

公司贯彻“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，通过并购重组，公司初步形成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。

图表 6：精华制药优势分析



图表 7：2015 年精华制药主要工作



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

➤ 开展资本运作，积极外延

公司以总价 6.91 亿元收购东力企管 100% 股权；以 2400 万元投资陇西保和堂药业，切入道地药材无硫化生产；出资 5500 万元参股万年长药业，切入他汀类降血脂药物原料药；以 1000 万美元投资美国生物药企业 kandmon 公司，布局生物制药。

➤ 加强营销队伍建设，夯实营销基础

公司大力推进基层营销，组建基层队伍，加大基础市场宣传推广，推广王氏保赤丸外用法等，制剂营销成效显现。季德胜蛇药片系列衍生品天猫旗舰店运行 8 个月时间，粉丝关注人数达 45.9 万。

我们认为公司现阶段主要通过王氏保赤丸建设队伍，未来不排除以收购方式强化公司销售队伍。

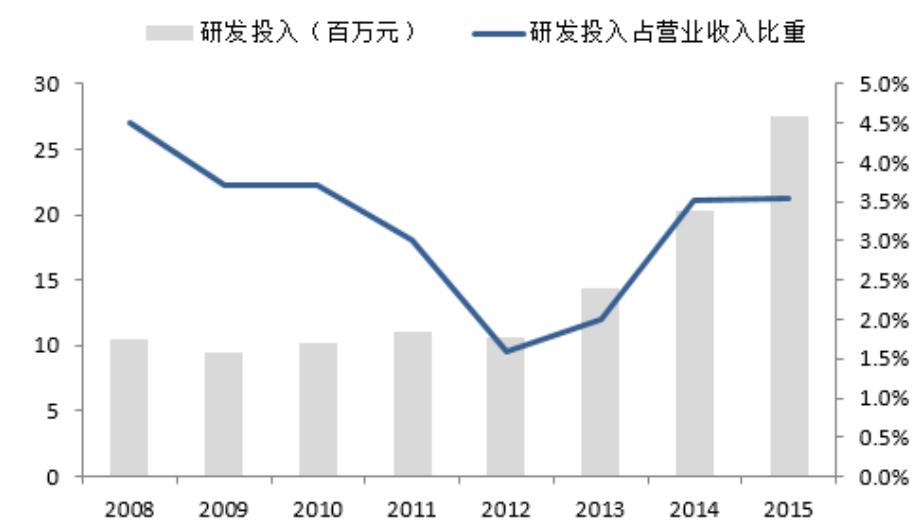
➤ 积极开展项目建设

森萱医药与鲁南化肥厂已合作开展 3000 吨二氧五环合作项目。南通公司完成新建阿托伐他汀中间体生产线、公斤级药品生产线、污水深度处理装置及废气焚烧炉等项目。金丝利药业完成了生物车间、保健品车间和诊断试剂车间新版 GMP 认证。

➤ 强化研发，开拓海外项目

公司与美国 kadmon 公司签署合作协议，以总价不超过 4000 万美元受让两种单克隆抗体的大中华区独家授权；1.1 类新药倍他替尼已完成临床前工作，获得国家药监局的《药品注册申请受理通知书》；提交“王氏保赤丸在制备治疗消化系统疾病的外用药中的应用”等三项发明专利申请。在季德胜蛇药片衍生品开发上，形成了季德胜健肤香皂系列、健肤水系列、洗发露等系列产品。

图表 8：精华制药研发投入情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 盈利预测

盈利预测基础：

- 2015 年中药制剂营业收入 2.2 亿元，2016 年增长-5%-5%；
- 2015 年化学原料及中间体营业收入 1.9 亿元，2016 年增长 15%-25%；
- 2015 年化工医药中间体营业收入 1.3 亿，2016 年收入增长 5%-15%；
- 2015 年中药材及中药饮片营业收入 2.2 亿元，2016 年增长 30%-50%；
- 2016 年南通东力贡献利润 6200-6800 万元。

我们预测精华制药（002349）2016-2018 年营业收入分别为 11.02 亿元、14.11 亿元和 16.93 亿元，归属母公司净利润分别为 1.41 亿元、1.95 亿元和 2.53 亿元，折合 EPS 分别为 0.50 元、0.70 元和 0.90，对应动态市

盈率分别为 77.0 倍、55.5 倍和 42.8 倍。

我们认为公司中药制剂品质佳，市场空间大；销售能力强，经营性结构优化，净利率提升；在研产品品质优秀，积极布局生物制药；收购南通东力增加业绩弹性，重大资产重组增添想象空间，故我们上调公司至“推荐”评级。

4. 风险

- 研发风险
- 政策风险
- 资源整合风险

附表1：精华制药主要财务数据及估值（百万元）

资产负债表	2015	2016E	2017E	2018E	利润表	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1048	1231	1453	1676	营业收入	780	1102	1411	1693
现金	485	862	969	1343	营业成本	480	632	825	968
应收账款	292	409	534	667	营业税金及附加	5.9	8	9.2	10.6
存货	222	289	357	418	营业费用	105	158	186	223
非流动资产	1458	1732	1998	2237	管理费用	102	138	153	178
长期股权投资	59	59	59	59	财务费用	-11	5	12	18
固定资产	489	573	689	853	投资收益	6	8	10	12
无形资产	138	157	186	212	营业利润	93	169	235	307
资产总计	2506	3228	2794	3106	营业外收入	4	6	8	10
流动负债	273.8	209.7	338.2	298.4	营业外支出	1	3	5	7
短期负债	118.0	221.1	383.6	392.7	利润总额	97	172	238	310
应付账款	75.6	89.3	98.5	107.3	所得税费用	15	23	32	42
预收款项	5.4	6.1	8.3	10.5	少数股东权益	4	8	11	15
负债总计	272	357	394	433	归属母公司净利润	78	141	195	253
少数股东权益	198	233	293	363	重要财务 估值指标				
资本公积金	1479	1670	1993	2265	每股收益(元)	0.28	0.50	0.70	0.90
负债和股东权 益总计	2506	3387	4013	4977	每股净资产	7.27	9.49	12.10	15.72
现金流量表(百 万元)	2015	2016E	2017E	2018E	净利润增长率 (%)	97.8	80.5	38.6	29.7
经营活动现金流	-76	-34	27	42	净利率	10.0	12.8	13.8	15.0
投资活动现金流	-379	-295	-158	237	PB	7.2	6.9	6.3	5.8
资本支出	-10.4	-53.2	0	0	ROE	2.9%	4.3%	6.8%	8.5%
筹资活动现金流	62	167	95	154	ROIC	3.5	3.9%	13.6%	18.4%
资本公积增加	19.0	13.0	13.5	14.0	市盈率	138.9	77.0	55.5	42.8
股利分配	-10	-12	-12	-12	总股本	280	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，并注明出自为东吴证券研究所，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个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

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>