

余方升

0755-82026844
yufangsheng@cjis.cn

周锐

0755-82026719
zhourui@cjis.cn

6-12个月目标价:

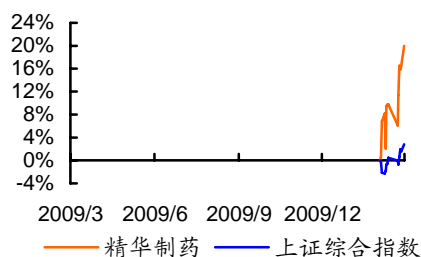
当前股价: 30.53元
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	3087.84
总股本(百万)	80
流通股本(百万)	16
流通市值(亿)	5
EPS (TTM)	0.40
每股净资产(元)	1.48
资产负债率	39.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
精华制药	54.19	54.19	54.19
上证综合指数	4.98	-4.56	15.06



精华制药

002349

暂无评级

产品优势独特，未来发展有望提速

我们于2月25日调研了精华制药，公司具有多个名优中成药品种，经营质量稳健。未来销售模式将向全国推广，业绩增长有望提速。

投资要点:

- 公司是以名优中成药和原料药为主业的特色药企。公司全面整合了南通市国有医药资源，大股东是持股41.3%的南通产业控股集团。同时，给予管理层适度股权激励，经营机制得到有效改善。未来毛利率高的中成药品种将占营收主导地位，产品结构将得到持续优化；
- 中成药“五朵金花”区域优势凸出，增长空间广阔。公司的中成药品种在长三角地区知名度很高，产品优势和竞争优势独特，未来营销模式将向全国推广，发展空间巨大。其中，王氏保赤丸和季德胜蛇药片为独家品种，未来将保持稳定增长；正柴胡在江浙地区具有较高知名度；金荞麦片有“中药抗生素”之称，预计未来年均增速超过40%；大柴胡颗粒市场前景广阔，是公司重点发展的品种，高速增长可期；
- 主导中成药产品二次开发价值较高。公司正在积极对主导产品进行二次开发，如王氏保赤丸用于高血脂症、高血压、高粘滞血症等，已获国家专利；季德胜蛇药片用于带状疱疹；大柴胡饮颗粒用于脂肪肝、糖尿病等。未来新的适应症一旦获批将有效促进现有产品的销售；
- 原料药市场优势显著，销售将保持平稳增长。公司原料药品种比较成熟，其中获得FDA认证的有氟尿嘧啶，通过COS论证的有苯巴比妥、氟尿嘧啶等，其中苯巴比妥目前为公司独家批量生产，并进入了基本药物目录，是原料药方面的支柱品种，销售收入有望保持平稳增长；
- 募集资金投向金荞麦、王氏保赤丸及正柴胡饮颗粒扩产项目，释放成长潜能。项目达产后，现有产能将大幅度提高，同时将新增金荞麦胶囊产品。预计每年新增含税销售收入28050万，净利润6726万。届时公司产品结构将进一步优化，毛利率水平也将得到提升；
- 投资建议。公司具有多个名优特色中成药品种，原料药也比较成熟，经营质量优良。如果未来营销模式向全国推广顺利的话，业绩将有望超预期。我们预计公司09-11年EPS分别为0.40、0.53、0.71元。

主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	235	259	296	341
同比(%)	2%	10%	14%	15%
归属母公司净利润(百万元)	26	32	42	57
同比(%)	2%	24%	31%	35%
毛利率(%)	45.2%	47.8%	51.2%	53.9%
ROE(%)	22.1%	18.9%	7.4%	9.1%
每股收益(元)	0.33	0.40	0.53	0.71
P/E	93.35	75.46	57.76	42.78
P/B	20.59	14.28	4.29	3.90
EV/EBITDA	54	49	39	28

相关报告

表 1：公司五大中药名优品种

中药品种	王氏保赤丸	正柴胡颗粒	金荞麦片	季德胜蛇药片	大柴胡饮颗粒
适应症	小儿消化系统疾病，对成人消化系统也有效	外感风寒的初期治疗	急性肺脓疡，急慢性支气管炎等	毒蛇、毒虫咬伤，消炎、杀菌等	急慢性胆囊炎
新开发适应症	高血脂、高血压、高血糖和高粘滞血症等	——	——	治疗带状疱疹	脂肪肝、肝功能障碍、高血压等
原材料	大黄等	柴胡、陈皮、防风、甘草、赤芍、生姜	金荞麦根	七叶一枝花、蜈蚣等	柴胡、黄芩等
进入目录情况	乙类医保	甲类医保	乙类医保	基本药物目录和甲类医保	乙类医保
市场规模	儿童用药市场规模已达 195 亿元左右，且年增长率超过 20%	抗感冒药物市场每年至少有 150 亿-200 亿元的容量	预计清热解毒类用药市场规模保持两位数的年增长率，10 年将达到 61.61 亿	——	日本国内生产大柴胡企业不少于 8 家，现有约合 30 亿人民币的市场规模
竞争状况	国家保密品种，独家生产	公司和中国中医研究院实验药厂生产 出厂不含税价：10	公司和黑龙江康麦斯生产	国家绝密品种，独家生产	独家生产
价格	零售价 29.8 元/盒，出厂含税价 23.6 元/盒	克/袋 6.5 元/盒；5 克/袋 6.93 元/盒；3 克/袋 9.23 元/盒	出厂不含税价：10.82 元/盒	出厂不含税价：13.42 元/盒	——

数据来源：招股说明书 SFDA 南方所 中投证券研究所

表 2：公司募投项目及投资额度

序号	项目名称	总投资	建设期	原产能	项目达产后
1	金荞麦胶囊（片剂）技术改造	6961 万	2 年	3000 万片	新增 1.5 亿片（500 万盒）产能，将新增新剂型胶囊 1.5 亿粒（625 万盒）
2	王氏保赤丸扩产增效及功能创新	7760 万	2 年	3500 万支	新增 1.2 亿支
3	正柴胡饮颗粒技术改造	4105 万	2 年	3000 万袋	新增 3,750 万袋（625 万盒）

数据来源：招股说明书 中投证券研究所

表 3：公司主营业务情况（单位：万）

年份	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入						
王氏保赤丸	3,368.58	4,123.95	4,679.86	5,849.82	7,312.28	9,140.35
正柴胡饮颗粒	3,389.04	3,697.94	4,579.90	5,312.68	6,162.71	7,148.75
金荞麦片（胶囊）	866.06	1,228.98	1,732.00	2,511.40	3,515.96	4,922.35
季德胜蛇药片	1,461.56	1,584.08	1,790.01	2,004.81	2,245.39	2,514.84
大柴胡饮颗粒	0.00	0.00	0.00	800.00	1,600.00	2,400.00
其它中成药	688.33	781.51	976.89	1,123.42	1,291.93	1,485.72
中成药合计	9,773.57	11,416.46	13,758.66	17,602.14	22,128.28	27,612.00
苯巴比妥	3,897.62	4,056.00	4,199.99	4,535.99	4,898.87	5,290.78
其它原料药	7,105.58	6,244.10	6,368.98	6,050.53	5,748.01	5,460.61
原料药合计	11,003.20	10,300.10	10,568.97	10,586.52	10,646.87	10,751.38
其它业务	2,178.64	1,770.35	1,593.32	1,433.98	1,290.59	1,161.53
合计	22,955.41	23,486.91	25,920.94	29,622.64	34,065.73	39,524.91
营业成本						
王氏保赤丸	552.45	764.17	871.15	1062.81	1328.51	1660.64
正柴胡饮颗粒	1173.29	1388.58	1707.95	1998.31	2338.02	2735.48
金荞麦片（胶囊）	243.62	309.09	432.73	627.45	884.71	1247.44
季德胜蛇药片	532.30	554.74	626.86	695.81	779.31	872.82
大柴胡饮颗粒	0.00	0.00	0.00	160.00	320.00	480.00
其它中成药	406.11	320.42	400.53	460.60	529.69	609.15
中成药合计	2907.77	3337.00	4039.21	5004.98	6180.24	7605.53
苯巴比妥	2588.02	2627.88	2680.44	2894.87	3184.36	3502.80
其它原料药	5684.46	5307.49	5413.64	5305.37	5199.26	5095.27
原料药合计	8272.48	7935.37	8094.08	8200.24	8383.62	8598.07
其它业务	1786.48	1557.91	1402.12	1261.91	1135.72	1022.14
合计	12966.73	12830.28	13535.41	14467.13	15699.57	17225.74
毛利率						
王氏保赤丸	83.60%	81.47%	81.39%	81.83%	81.83%	81.83%
正柴胡饮颗粒	65.38%	62.45%	62.71%	62.39%	62.06%	61.73%
金荞麦片（胶囊）	71.87%	74.85%	75.02%	75.02%	74.84%	74.66%
季德胜蛇药片	63.58%	64.98%	64.98%	65.29%	65.29%	65.29%
大柴胡饮颗粒	0.00%	0.00%	0.00%	80.00%	80.00%	80.00%
其它中成药	41.00%	59.00%	59.00%	59.00%	59.00%	59.00%
中成药合计	70.25%	70.77%	70.64%	71.57%	72.07%	72.46%
苯巴比妥	33.60%	35.21%	36.18%	36.18%	35.00%	33.79%
其它原料药	20.00%	15.00%	15.00%	12.32%	9.55%	6.69%
原料药合计	24.82%	22.96%	23.42%	22.54%	21.26%	20.03%
其它业务	18.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
合计	43.51%	45.37%	47.78%	51.16%	53.91%	56.42%

数据来源：中投证券研究所

附录：公司简介

公司简介

精华制药系由原南通精华制药有限公司（以下简称“精华有限”）整体变更设立，精华有限的前身为由南通市化工医药局主管的全民所有制企业南通中药厂改制设立的南通中诚制药有限公司（以下简称“中诚制药”）。南通中药厂系经通革（1968）字第 203 号批复批准，成立于 1968 年的全民所有制企业，主管部门为南通市化学工业局。07 年 9 月，精华有限的股东南通工贸国有资产经营有限公司（08 年 6 月更名为南通产业控股集团有限公司）、南通综艺投资有限公司、江苏省南通港闸经济开发区总公司以及朱春林等 36 位自然人作为发起人，以精华有限 07 年 8 月 31 日经审计的净资产总额按 1.4 : 1 的比例折成南通精华制药股份有限公司的股本 6,000 万股。

公司的历史沿革如下：

1968 年成立全民所有制企业南通中药厂；

1996 年 11 月，南通中药厂实行增量扩股改制成为中诚制药；

2002 年，中诚制药增资，同一股东控制下的南通制药总厂制剂业务资产（包括王氏保赤丸和季德胜蛇药片）进入公司，同时管理层以及经营骨干人员以现金入股，公司更名为南通精华制药有限公司；

2004 年，精华有限收购了南通制药总厂整体产权，其原料药全部业务也进入精华有限；

2007 年 9 月，精华有限整体变更为南通精华制药股份有限公司。

公司上市前的股本总额为 6,000 万股，本次拟公开发行 2,000 万股，发行后其总股本变为 8,000 万股。本次公开发行股票占发行后公司总股本的 25%。

目前，公司共拥有 248 个规格的药品批准文号，涵盖片剂、胶囊剂、丸剂、颗粒剂、注射剂、散剂、糖浆剂等七大类型；其中 57 个规格药品被国家药监局列入 OTC 目录，包括甲类目录 26 个、乙类目录 31 个；141 个规格药品被国家劳动和社会保障部列入医保目录（2009 版），包括甲类目录 94 个、乙类目录 47 个；89 个规格药品被列入最新的《国家基本药物目录（基层医疗卫生机构配备使用部分）》（2009 版）。

表 4：公司 IPO 前后股本结构变化

股东名称	发行前		发行后	
	股份数(万股)	比例(%)	股份数(万)	比例(%)
南通产业控股集团有限公司	3,480.00	58.00	3,304.2424	41.30
南通综艺投资有限公司	1,320.00	22.00	1,320.00	16.50
南通港闸经济开发区总公司	480.00	8.00	455.7576	5.70
全国社会保障基金理事会	--	--	200.00	2.50
朱春林等 36 名自然人	720.00	12.00	720.00	9.00
社会公众股股东	--	--	2,000.00	25.00
合计	6,000.00	100.00	8,000.00	100.00

资料来源：招股说明书 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	97	212	490	478	营业收入	235	259	296	341
现金	25	137	407	388	营业成本	129	135	145	157
应收账款	27	29	33	38	营业税金及附加	2	3	3	4
其它应收款	1	1	1	1	营业费用	37	48	62	72
预付账款	0	0	1	1	管理费用	31	34	39	44
存货	41	42	46	49	财务费用	3	1	-2	-4
其他	2	1	2	2	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	99	85	216	288	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	88	73	130	190	营业利润	32	37	49	68
无形资产	11	10	10	10	营业外收入	1	3	3	2
其他	1	1	76	89	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	196	296	706	766	利润总额	32	39	52	70
流动负债	73	120	131	134	所得税	6	7	9	12
短期借款	30	50	60	60	净利润	26	32	42	57
应付账款	26	41	43	47	少数股东损益	0	0	0	0
其他	17	29	28	27	归属母公司净利润	26	32	42	57
非流动负债	4	6	5	5	EBITDA	45	50	63	89
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.33	0.40	0.53	0.71
其他	4	6	5	5					
负债合计	77	125	136	140	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	60	80	80	80	成长能力				
资本公积	23	23	379	379	营业收入	2.3%	10.4%	14.3%	15.0%
留存收益	34	67	109	166	营业利润	-4.4%	18.6%	32.0%	37.1%
归属母公司股东权益	119	171	570	627	归属于母公司净利润	2.2%	23.7%	30.6%	35.0%
负债和股东权益	196	296	706	766	获利能力				
					毛利率	45.2%	47.8%	51.2%	53.9%
					净利率	3.0%	9.4%	10.0%	11.4%
					ROE	22.1%	18.9%	7.4%	9.1%
					ROIC	22.6%	37.3%	17.7%	17.7%
					偿债能力				
					资产负债率	39.4%	42.3%	19.3%	18.2%
					净负债比率	38.81	39.89%	43.97	42.98%
					流动比率	1.32	1.77	3.73	3.56
					速动比率	0.74	1.40	3.37	3.18
					营运能力				
					总资产周转率	1.19	1.05	0.59	0.46
					应收账款周转率	8	9	9	9
					应付账款周转率	4.94	4.05	3.44	3.47
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.33	0.40	0.53	0.71
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	0.92	0.65	0.95
					每股净资产(最新摊薄)	1.48	2.14	7.12	7.83
					估值比率				
					P/E	93.35	75.46	57.76	42.78
					P/B	20.59	14.28	4.29	3.90
					EV/EBITDA	54	49	39	28

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

周锐, 中投证券研究所医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 5 年证券行业从业经验, 2006 年和 2007 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖” 医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名。

余方升, 医药行业研究员助理, 药学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434