

千年古药或展新颜

紫光古汉 (000590)

评级: 增持 (首次)

股价: 16.96 元

调研报告

2010年12月21日 星期二

东海证券新医药研究小组

屈昫、袁舰波

执业证书编号: S0630208010053

执业证书编号: S0630208010052

021-50586660-8643

qy@longone.com.cn

医药生物行业/中药

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

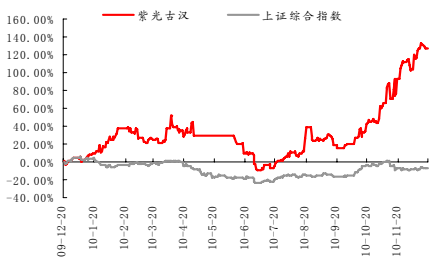
重要数据

总股本(亿股)	2.03
流通股本(亿股)	2.03
总市值(亿元)	34.43
流通市值(亿元)	34.40

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	18.85	20.08
3 个月	99.29	89.09
6 个月	108.35	98.15

个股相对上证综指走势图



投资要点

- 公司业绩呈现拐点:** 公司是湖南最大的中、西、生化联合制药企业。主要业务包括旗下衡阳中药的古汉养生精等中药业务, 衡阳制药的大输液业务和南岳制药的血液制品业务。公司经过 09 年开始的管理层变革、资产清理等工作, 目前历史包袱已经基本卸下, 经营业绩业经出现明显改善, 公司正处于业绩拐点阶段。
- 古汉养生精新产能投建, 将成未来最大业绩爆发点:** 衡阳中药的古汉养生精传承千年古方, 09 年销售收入 1.76 亿元, 为公司核心利润来源。该产品过去囿于在湖南当地的销售, 一直未能充分发挥其市场空间。公司 12 月 8 日披露, 衡阳中药计划投资 1.24 亿元新建“年产 4 亿支古汉养生精口服液技改工程项目”。我们认为新产能的建设一方面可以解决公司原有的产能瓶颈问题, 另一方面也彰显出公司将大力发展古汉养生精的决心。未来公司如果能加强古汉养生精的文化营销, 将有望培育成全国性的重磅养生产品。
- 其他业务也存在改善预期:** 南岳制药的血液制品业务已经复产, 受益于我国血液制品行业的高景气度, 未来盈利能力将增强。虽然公司同景达生物的股权纠纷尚未解决, 但南岳制药为公司贡献稳定的投资收益值得期待。衡阳制药的大输液业务在行业产业升级的大背景下成长乏力, 未来如能采用剥离等方式进行处理, 将有利于公司轻装上阵, 进一步提升盈利能力。
- 盈利预测与估值:** 我们认为古汉养生精目前的市场规模还没有充分体现其内在的文化价值和市场价值, 随着新产能的投建, 未来有望培育成全国性的养生名品。我们预测公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.18 元、0.34 元、0.53 元, 考虑到公司的历史包袱存在剥离预期, 公司业绩处于拐点阶段, 我们给予公司“增持”评级。

□ 公司业绩呈现拐点

公司是湖南最大的中、西、生化联合制药企业。主要业务包括旗下衡阳中药的古汉养生精等中药业务，衡阳制药的大输液业务和南岳制药的血液制品业务，其中古汉养生精业务是公司的核心利润来源。

公司 09 年管理层发生变革，新上任的管理层运筹帷幄，从内部清理开始着手，进行了大量资产优化和管理增效的工作。从公司业绩上看，公司的历史包袱已经基本卸下，经营业绩业经出现明显改善。

09 年公司计提了资产减值损失 9267 万元，10 年前三季度公司实现营业收入 2.14 亿元，同比增长 13.47%；实现净利润 2500 万元，同比大增 655.66%。公司的内部整合工作已经初见成效，我们判断公司正处于业绩拐点阶段。

□ 古汉养生精新产能投建，将成未来最大业绩爆发点

公司的中药业务主要集中在旗下的全资子公司衡阳中药厂，拳头产品是国药准字号的保健药物古汉养生精，剂型以口服液为主，主治滋肾益精，安神补脑。古汉养生精是由湖南中医药研究院名老中医与清华紫光古汉生物制药股份有限公司根据长沙马王堆出土竹简医书《养生方》研制，95 年进入国家首批中药保护品种，96 年被列入国家级秘密产品，可以说是一个传承千年、具有极深文化价值的养生良方。

2009 年古汉养生精销售收入 1.76 亿元，毛利率水平 66.27%；2010 年上半年销售收入 7926 万元，占中药收入的 99%，产品毛利率上升至 68.78%，是公司核心的利润来源。从产品地区情况来看，湖南本土收入占比超过 80%，其中绝大部分市场份额集中在衡阳地区。

我们认为作为一个传承了千年的古方良药和国家中药保护品种，区区不到 2 亿元的收入规模还远远不足以体现古汉养生精所承载的文化价值和市场价格。随着公司新产能的投建和销售力度的加大，古汉养生精未来有望摆脱地方特色，培育成一个全国性的重磅养生产品。总的来说，古汉养生精的主要看点有以下几个方面：

1、产能扩张：公司 12 月 8 日披露，衡阳中药计划投资 1.24 亿元新建“年产 4 亿支古汉养生精口服液技改工程项目”。待项目建成投产后，预计年均营业收入 62560 万元，年利润额 10639 万元，全部投资税后财务内部收益率为 41.57%，全部投资所得税后回收期为 4.9 年（含建设期 2 年）。我们认为这一在原有基础上扩充了 4 倍的新产能一方面可以解决公司原有的产能瓶颈问题，另一方面也彰显出公司将大力发展古汉养生精的决心。

2、销售改革：公司新管理层为了加强营销能力，取消了原来的代销模式，

于今年6月收回了古汉养生精的全部销售权。这一销售改革措施不仅在短期内有效地提高了产品盈利能力，长期来看对于古汉养生精的市场拓展也意义深远。

- 3、提价预期：作为品牌养生中药产品，古汉养生精目前与同类产品相比定价水平不高。而古汉养生精作为公司的独家产品，如能结合千年古方的文化营销，未来还存在一定的提价预期。

□ 其他业务存在改善预期

公司参股36%的南岳制药主要产品为血液制品，能提取人血白蛋白、静注人免疫球蛋白等6个组分，目前有四个采血站。南岳制药自99年进入公司以来，受过去行业的影响盈利能力一直一般；09年8月由于GMP认证到期的停产，又错过了一段血液制品的快速发展期。不过自今年3月复产以后，受益于国内血液制品行业的高垄断性和高景气度，南岳制药的盈利能力大幅提升，预计未来的盈利水平也将仍然可观。虽然公司同景达生物的股权纠纷尚未解决，但南岳制药为公司贡献稳定的投资收益依然值得期待。

衡阳制药的主要业务是大输液业产品和小部分西药。在行业产业升级的大背景下公司以玻璃瓶为主的大输液业务成长乏力，目前处于亏损状态。我们认为公司未来如能对大输液业务采用剥离等方式进行处理，将有利于公司轻装上阵，进一步提升盈利能力，但该业务最终该如何处置还存在较大的不确定性。

□ 盈利预测与估值

我们认为古汉养生精目前的市场规模还没有充分体现其内在的文化价值和投资价值，随着新产能的投建，未来有望培育成全国性的养生名品。我们预测公司2010-2012年的EPS分别为0.18元、0.34元、0.53元，考虑到公司的历史包袱存在剥离预期，公司业绩处于拐点阶段，我们给予公司“增持”评级。

表：公司盈利预测与估值

盈利预测及市场重要数据	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(万元)	23,657	27,409	31,062	37,364	48,288
增长率	13.8%	15.9%	13.3%	20.3%	29.2%
营业利润(万元)	1,869	(7,176)	4,483	8,188	12,742
增长率	-47.1%	-483.9%	-162.5%	82.6%	55.6%
净利润(万元)	1661	-8817	3721	6960	10831
增长率	-19.1%	--	-142.2%	87.0%	55.6%

每股净资产(元)	1.57	1.14	1.32	1.66	2.20
每股收益(元)	0.08	-0.43	0.18	0.34	0.53
市盈率(P/E)	59.3	-17.8	91.4	48.9	31.4
市净率(P/B)	3.1	6.8	12.7	10.1	7.6
EV/EBITDA	16.9	12.6	51.8	33.5	22.4

资料来源：公司资料，东海证券研究所

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

屈昶: 东海证券医药行业分析师, 中山大学硕士, 主要研究化学原料药、医疗器械及医药商业板块。

重点跟踪公司: 浙江医药、新和成、海正药业、南京医药、天士力、中新药业等。

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有十多年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、科华生物等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122