

医药行业 中投证券医药行业小组

李昱

0755-82026737

liyu@cjis.cn

紫鑫药业

002118

推荐

快速成长的特色中药企业

我们 1 月 6 日调研了紫鑫药业，并与公司高管进行了交流。公司目前处于规模快速增长的阶段。

投资要点：

- **紫鑫药业是正在快速成长阶段的中药企业。**公司 2007 年上市以来，增长明显加速，07、08 年收入复合增长预计超过 40%。
- 公司产品线丰富，目前主要品种包括四妙丸、活血通络片，销售规模在 4、5000 万，此外补肾安神口服液也是今年增长较快的品种，预计销售收入超过 2000 万。四季度收购草还丹药业，该公司拥有独家社保品种桑麻口服液，另有暴贝止咳口服液预计 09 年获批，将为公司明年带来新的增长点。
- 公司在销售政策上由全面出击改为重点推 2-3 个品种，成效明显，预计全年收入增长 40% 以上。公司管理层年龄结构较轻，机制灵活，目前公司有销售人员 500 余人，覆盖 1600 余家医院，为持续继续开拓医院市场打下良好基础。
- 公司通过高新技术企业认定，所得税率将下调为 15%，对公司业绩有积极影响。
- **给予公司推荐的投资评级。**我们预测公司 08-10 年 EPS 为 0.50、0.69、0.90 元，考虑到公司的成长性，我们按照 09 年 30 X PE 估值，给予公司推荐的投资评级，未来 6-12 月的目标价格为 20.70 元。

6-12 个月目标价：20.70 元

当前股价：16.09 元

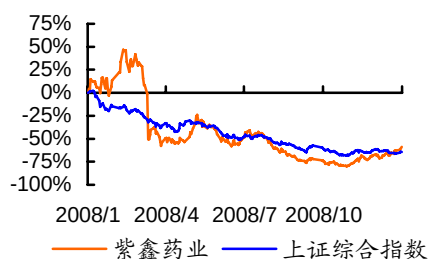
评级调整：首次

基本资料

上证综合指数	1878.18
总股本(百万)	122
流通股本(百万)	38
流通市值(亿)	6
EPS (TTM)	0.51
每股净资产(元)	2.67
资产负债率	28.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
紫鑫药业	28.92	-19.32	55.74
上证综合指数	5.67	-11.49	-27.94



相关报告

2008 1227 政府投入推动行业成长，终端变化揭示投资机会——医药行业 2009 年投资策略

主要财务指标

单位：百万元	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	171	244	321	407
同比(%)	38%	43%	32%	27%
归属母公司净利润(百万元)	48	60	84	110
同比(%)	63%	26%	40%	31%
毛利率(%)	75.4%	76.2%	76.3%	76.3%
ROE(%)	14.8%	15.8%	18.0%	19.1%
每股收益(元)	0.71	0.50	0.69	0.90
P/E	19.22	27.52	19.71	15.09
P/B	2.84	4.34	3.55	2.88
EV/EBITDA	26	19	14	11

资料来源：中投证券研究所

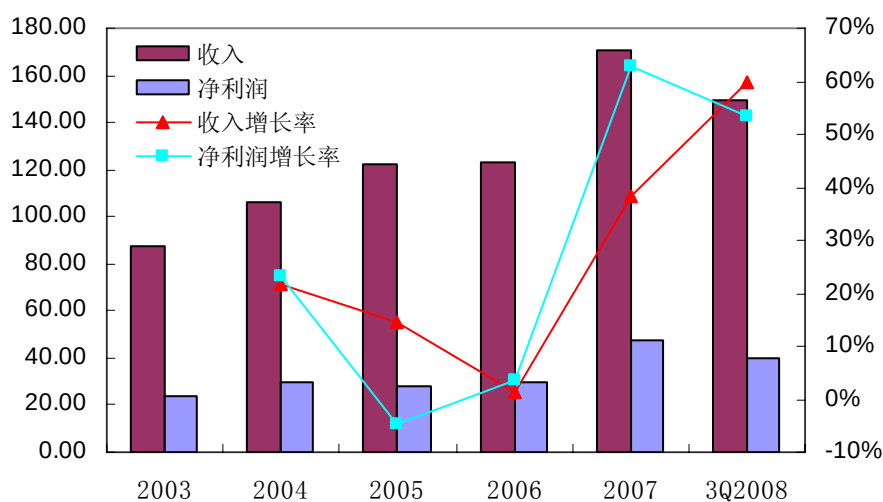
一、公司是处于成长期的小型中药企业

紫鑫药业股份有限公司是成立于 2001 年的中药生产企业，实际控制人为董事长郭春生，通过其亲属间接持有公司 47.37% 股份，此外，持有公司 7.5% 股份的公司第二大股东仲维光亦是郭春生亲属。

紫鑫药业地处中国医药城通化，当地中药材资源丰富。公司是一个产品多样化的特色中药企业，生产 58 种品种，其中 29 个纳入国家基本医疗保险目录。主要产品包括四妙丸、活血通脉片、醒脑再造丸、复方益肝灵片、肾复康和补肾安神口服液，主要产品治疗领域为心脑血管、消化系统和骨伤类。

公司董事长郭春生原为吉林敖东药业集团股份有限公司产品经理，长于销售，公司在其带领下发展十分迅速，于 2007 年上市。在上市融资之后，公司进入新的发展阶段，收入和净利润均保持高速增长。公司管理层年龄结构较轻，大部分主要管理人员在 30-40 岁，干劲足，适合于现阶段公司快速发展的需要。

图 1 公司 2007 年上市前后收入、净利润增长情况



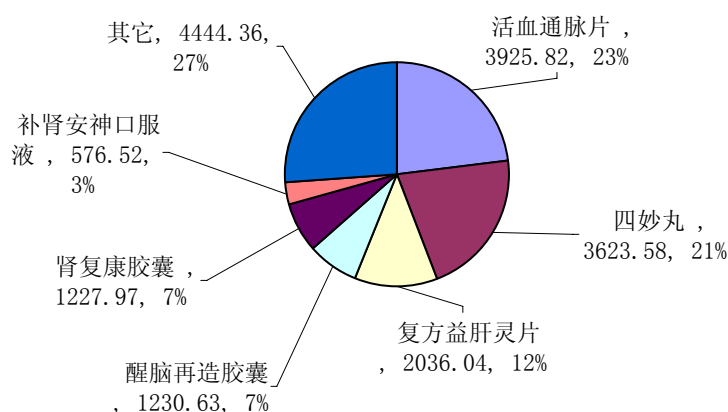
资料来源：公司报表，中投证券研究所

二、公司产品丰富，销售增长势头良好

公司最大的特点是产品丰富，而且规模都不大。公司共生产 58 种药品，其中规模最大的产品活血通脉片和四妙丸 2007 年销售规模均不到 4000 万，占公司销售规模的比例不到 25%，在销售规模上很有潜力可挖。

主要管理人员基本都在 30-40 岁，适应公司现阶段的发展需要。

图 2 公司 2007 年主药品种销售规模（万元）占比情况



资料来源：公司报表，中投证券研究所

公司销售大多数面向医院，主要产品中只有补肾安神口服液是以 OTC 为主体，其余均是以临床销售为主。而公司产品中有 29 个医保品种，四妙丸、醒脑再造、活血通脉、复方益肝灵、锁阳补肾胶囊均是中药保护品种，活血通脉片、消炎利胆片、复方益肝灵片均为优质优价品种，四妙丸和补肾安神口服液是独家品种，销售价格较高，利于开拓市场。

与大多数规模相仿的企业不同，公司一开始就建立自己的销售队伍，牢牢掌握终端市场，目前有销售人员 500 余人，产品进入 1600 余家医院，为规模的扩大建立了良好的基础。在销售政策上，公司在 2008 年调整了产品结构，重点发展 1 至 2 个全国拳头性的产品，同时，公司加强了广告宣传力度，加强了主导品种的推广力度。

表 1 紫鑫药业 2008 年中期主要产品增长情况

产品名称	2008 年中期销售规模 (万元)	同比增长
四妙丸	1,756.26	77.69%
活血通脉片	1,588.88	6.73%
补肾安神口服液	812.67	521.09%
复方益肝灵片	827.45	31.06%
肾复康胶囊	690.27	110.45%
醒脑再造胶囊	866.59	144.18%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

四妙丸是公司独家品种，亦是中药保护品种，并进入国家医保乙类，有望进入国家基本药物目录，是公司最具发展潜力的品种之一。四妙丸是传统古方改良而成，由苍术、黄柏、牛膝、苡仁四味药材组成，对于湿热下注引起的风湿性关节炎以及妇科疾病均有良好的效果。从 2008 年中期数据来看，四妙丸收入增长 77.69%，已经成为公司最大的品种，由于公司销售回款历来集中于四季度，我们认为四妙丸全年有望实现 5000 万销售。作为公司主推的品种，2009 年仍将保持快速的增长，成为公司的拳头产品，同时，2009 年，四妙丸有望成为 OTC 品种，对其销售会有较大拉动作用。

补肾安神口服液是公司主要品种中目前唯一的 OTC 品种，今年公司对其投入较大广告费用，中期同比增长超过 500%，全年销售额预计超过 2000 万，在广告效应的拉动下，2009 年应该会有不错的增长，但由于同类产品较多，市场竞争激烈，品种的开发难度要高于四妙丸。

公司于四季度收购了吉林草还丹药业有限公司。草还丹药业拥有 4770 亩按照 GAP 标准种植的北方地产药材种养殖基地。其中五味子、人参、北黄芪等药材也是本公司的主要原材料，收购草还丹后，可以将药材资源充分共享。

草还丹药业由于缺乏销售渠道，所以 2008 年处于亏损状态，合并报表后对公司业绩略有影响，而草还丹药业拥有较好的产品结构，其中桑麻口服液是独家社保品种，而拥有自主知识产权的独家新药暴贝止咳口服液已完成二期临床，并已进入三期临床，预计 2009 年将能够正式申请生产。预计 2009 年将增厚公司业绩。

三、盈利预测与投资建议

据我们了解，公司已通过吉林省第一批高新技术企业认证，将按照 15% 所得税率缴纳所得税。

公司 08 年收入增长 40%以上，由于广告投入加大，销售费用上涨较快，且四季度合并亏损的草还丹药业报表，因此预计利润增长 30%左右。09 年在产品推动下，仍然保持 30%-40%增长。预计 08-10 年 EPS 分别为 0.50、0.69、0.90 元，公司目前处于快速增长阶段，我们倾向于给予行业中较高的估值水平，按 09 年 30X PE，给予 20.7 元的目标价，“推荐”的投资评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	201	295	357	427	营业收入	171	244	321	407
现金	97	97	97	97	营业成本	42	58	76	96
应收账款	60	122	160	203	营业税金及附加	2	3	4	5
其它应收款	10	19	26	33	营业费用	54	83	106	134
预付账款	18	35	46	58	管理费用	14	20	26	33
存货	16	22	28	36	财务费用	4	7	11	10
其他	0	0	1	1	资产减值损失	1	2	2	2
非流动资产	255	317	355	390	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	20	20	20	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	90	193	260	310	营业利润	54	72	97	126
无形资产	14	14	14	14	营业外收入	1	0	0	0
其他	150	91	61	46	营业外支出	1	5	0	0
资产总计	455	612	713	817	利润总额	53	67	97	126
流动负债	129	228	244	238	所得税	6	7	13	16
短期借款	88	185	192	176	净利润	48	60	84	110
应付账款	21	29	38	48	少数股东损益	0	0	0	0
其他	20	14	14	14	归属母公司净利润	48	60	84	110
非流动负债	2	2	2	2	EBITDA	65	86	119	152
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.71	0.50	0.69	0.90
其他	2	2	2	2					
负债合计	131	230	246	240	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
股本	68	122	122	122	成长能力				
资本公积	134	100	100	100	营业收入	38.3%	42.7%	31.7%	26.8%
留存收益	123	161	245	355	营业利润	20.9%	32.0%	34.6%	30.6%
归属母公司股东权益	324	383	467	577	归属于母公司净利润	62.7%	25.7%	39.6%	30.6%
负债和股东权益	455	612	713	817	获利能力				
					毛利率	75.4%	76.2%	76.3%	76.3%
					净利率	28.1%	24.8%	26.2%	27.0%
					ROE	14.8%	15.8%	18.0%	19.1%
					ROIC	18.0%	17.3%	19.7%	21.4%
					偿债能力				
					资产负债率	28.7%	37.5%	34.5%	29.4%
					净负债比率				
					流动比率	1.55	1.29	1.46	1.79
					速动比率	1.43	1.20	1.35	1.64
					营运能力				
					总资产周转率	0.50	0.46	0.48	0.53
					应收账款周转率	3	3	2	2
					应付账款周转率	2.04	2.34	2.27	2.24
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.39	0.50	0.69	0.90
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	-0.12	0.44	0.63
					每股净资产(最新摊薄)	2.67	3.15	3.84	4.74
					估值比率				
					P/E	19.22	27.52	19.71	15.09
					P/B	2.84	4.34	3.55	2.88
					EV/EBITDA	26	19	14	11

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 $\pm 10\%$ 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

李昱, 中投证券研究所医药行业分析师, 清华大学理学硕士, 2007 年加入中投证券研究所。

主要研究覆盖公司: 科华生物, 达安基因, 通化东宝, 天坛生物, 双鹭药业, 华兰生物, 上海莱士, 云南白药, 三九医药等。

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