

2009年6月12日

评级: 观望 (首次)

交易数据

总市值	22.54 亿
总股本/流通 A 股(亿)	4.49/3.48
流通股比率	77.5%
当前价格	

52 周走势

报告作者

医药行业高级研究员

洪阳

电话: 0510-82832380

Email: hongy@glsc.com.cn

相关报告

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响, 特此申明。

Ø **大股东出售股权之谜:** 大股东减持的主要原因有两个: 一是大股东有意收购二股东东方资产管理公司股权, 双方博弈的结果。第二个是由于去年资本市场不好, 普遍对大小非有怨言, 大股东担心国家国资委和财政部下达禁售令, 因此决定解禁后售出, 再增持的方式获取可流通股。

Ø **新药研发现状:** 比阿培南目前正在长春做临床试验, 这个产品是和某科研机构联合开发, 公司目前已经拿到知识产权, 预计今年可以出来, 由于产品疗效很好, 公司计划以高端学术营销为主。匹伐他汀可能要比比阿培南要更快一些出来。每年公司实际的研发费用在 1500-2000 万左右。备受关注的口服胰岛素, 采取的是合作研发的形式, 中短期内对公司价值没有多少影响。丹酚酸由于近两年中药注射剂事件频发而受到牵连, 但是公司还是想减持把这个产品做出来

Ø **股权激励进展:** 此次股权激励, 既有对高管激励也有对销售和研发人员的激励, 有助于整个公司的快速恢复增长, 但是当时在牛市环境里定价太高, 后来发生金融危机, 执行难度太大, 因此借势取消。公司计划还是要在合适的时机继续做股权激励, 基本内容不会有太大变化。

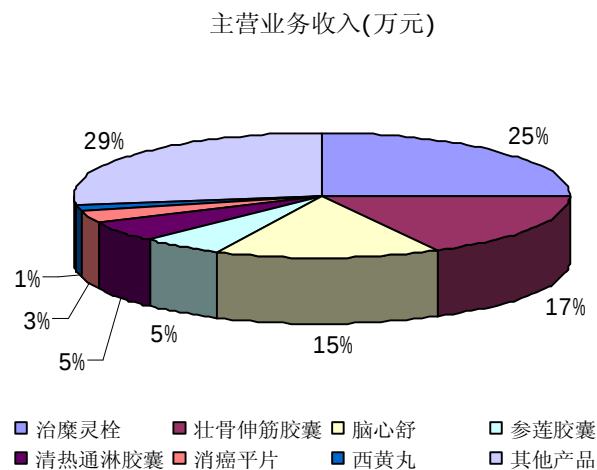
Ø **投资建议:** 公司存在着较多的不透明, 从目前信息的综合分析来看, 有可能最终公司被吉林信托收购, 然后进行资产整合。而即使是新产品可以及时推出, 进行全国的推广并贡献利润也是需要近一年多的时间, 因此短期内很难为公司带来业绩的爆发性增长。通过我们的盈利预测, 公司的内在价值基本被市场反应, 甚至高估, 我们认为更多地是静待吉林信托后续收购和整合的交易性机会。因此首次给予“观望”评级。

一、公司概况

公司是经济实力较为雄厚的上市公司。公司始终坚持“以人为本，科技创新”的原则，致力于创建国内一流企业。公司 16 条生产线均通过国家 GMP 认证，可以生产注射剂、片剂、胶囊剂、颗粒剂、栓剂、口服液、浓缩丸、水丸、蜜丸、糖浆剂等 10 多个剂型。主要生产设备已实现自动化控制，达到国内先进水平。年生产能力可达万吨。公司与长春中医学院、天津药物研究院、北京大学生命研究院等 20 余家大专院校和科研单位，建立了技术协作关系，联合开发引进 110 多个高科技、疗效确切的品种，形成了“三大产品系列”，初步构筑了公司的产品框架。一类是高科技新药系列。主要有参莲胶囊、壮骨伸筋胶囊、清热通淋胶囊、治糜灵栓等 20 余个产品，产品均为国家级新药，以中药和生物化学药品为主。二类是市场畅销的 OTC 品种系列。主要有脑心舒、清肝健脾口服液、活力源、天麻丸、三七伤药片、六味地黄丸等 70 多个品种。三类是功能较好的保健品系列。主要有雪蛙油、深海鱼油、大蒜油、卵磷脂、液体钙、多种维生素片、柠檬酸钙片等近 20 个品种。

公司已在全国范围内建立了运转高效、机制灵活、覆盖面广的销售网络。公司设立了三个销售部，现有销售的人员 2000 多人。分别从事处方药、OTC 市场和保健品市场的销售。现有销售网络省级市场覆盖率达 100%，地级市场覆盖率 90%，县级市场覆盖率 60%。产品已进入国内 5000 家各类大中型医院。

图 1: 公司主营收入构成图:



资料来源: 公司 2008 年年报

二、此次调研的目的及收获

公司吸引我们前往调研的原因有三：

首先、公司大股东和二股东不断进行减持，意味何如？

其次、公司的三年新药研发纲要的目的是什么，目前进展如何？

最后、公司的股权激励为何停止了，未来是否还将继续？

我们也针对以上问题与公司管理层进行了非正式沟通，获取了一定的信息，并形成了初步对企业价值的判断阐述如下：

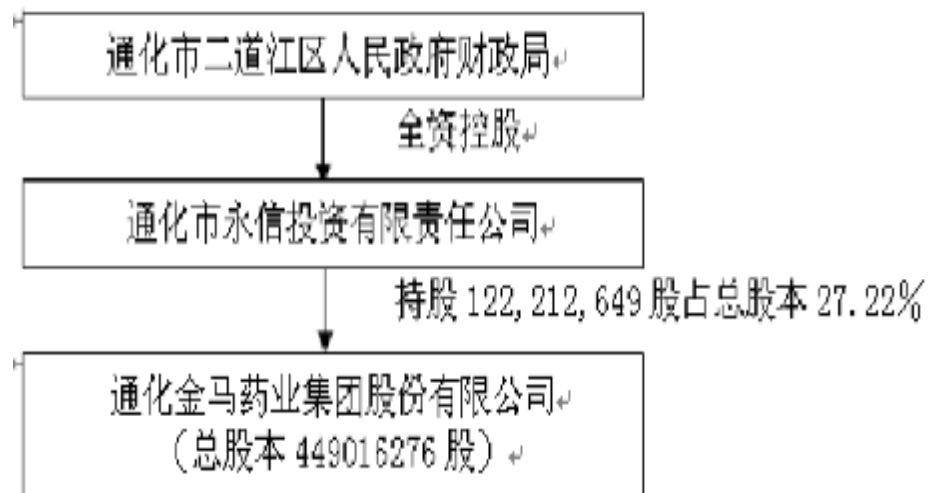
1、大股东减持的原因？

公司第一大股东永信投资在 2008.5-2009.1 减持 487.8 万，还有 2040 万股可以减持。有限售条件股份 101,332,649 股，今年 8 月 10 日解禁。5 年内不减持，每股减持价格不低于 6 元。

大股东通化 2009.1-2009.5 期间连续减持 640 万股，还有 1400 万股可以减持。

中国东方资产管理公司 2008 年 9 月-2009 年 4 月减持 575.54 万股，还有 2964.26 万股可以减持。

图2：公司与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源：公司 2008 年年报

大股东减持的主要原因有两个：第一是大股东有意收购二股东东方资产管理公司股权，双方博弈的结果。第二个是由于去年资本市场不好，普遍对大小非有怨言，大股东是财政局，担心国家国资委和财政部下达禁售令，因此决定解禁后售出，再通过协议收购的方式买回来具有流通权的股权。但是我们判断大股东还有一个可能就是为了预防未来整个公司被吉林信托收去，而提前套现。

2、公司的新药研发进度？

实施纲要目标期限：2008 年 9 月-2011 年末

- 1)、开发国家一类新药 2 个以上，定位必须具有国际领先地位，具有自主知识产权，科技含量高市场容量大的特点。目前，公司已经确定重点开发口服胰岛素、丹参酚酸等新药，经相关专家论证，上述药品科技含量高，疗效确切，如果开发成功，均可达到国家一类新药标准。
- 2)、开发国家二、三类以上药品 5 个以上，要求具备国内领先低位，市场容量大、疗效确切的特点。经过前期工作，新药比阿培南、匹伐他汀钙、米格列奈钙等 3 个国家 3.1 类新药，已经获得了国家药监局的临床试验批件。
- 3)、开发普通品种 50 个以上，要求产品必须适应国家医疗体制改革的要求，具备服用安全方便、价格低廉、适用群体广泛等基本用药的特点，为公司长期开发和占领农村市场提供品种支持。
- 4) 增加水针、粉针和冻干粉针 3 个剂型，完成化学原料药合成和中药原料精处理车间建设。

比阿培南目前正在长春做临床试验，这个产品是和某科研机构联合开发的，公司已经拿到了知识产权，预计今年可以出来，由于产品疗效很好，公司计划以高端学术营销为主。匹伐他汀可能要比比阿培南要更快一些出来。每年公司实际的研发费用在 1500-2000 万左右。备受关注的人口服胰岛素，采取的是合作研发的形式，一批大概 20 多个美国科学家，在中国组建了一个公司，然后与金马签订合作意向协议。目前已经进入临床阶段，定位释放（在直肠释放）、独特的分子式和特殊包衣材料避免被口腔和胃酶分解。并且以单位元的形式，让患者根据具体的病情程度选择剂量。从公司的角度来说，目前技术问题都已突破，下面的重点是解决原材料昂贵，不适合中国国情的的问题。但是我们判断技术问题可能并没有公司想象的那么简单，而且即使是进入临床，真正对公司的影响也是很遥远的事情，可以看得出公司也不是信心很足。

而丹参酚酸由于近两年中药注射剂事件频发而受到牵连，被局里打回重新准备材料，但是公司还是想减持把这个产品做出来。

3、股权激励方案为什么取消？

公司的股权激励行权价 5.68 元，考核方案是研发投入每年增长不低于 10%，净利润三年复合增长率 12%-15%左右。2008 年比 2007 年增长 15%，2009 年比 2007 年 30%，2010 年比 2007 年增加 45%。

此次股权激励，既有对高管激励也有对销售和研发人员的激励，有助于整个公司的快速恢复增长，但是当初在牛市环境里定价太高，后来发生金融危机，执行难度太大，因此借势取消。公司计划还是要在合适的时机继续做股权激励，

基本内容不会有太大变化。

4、大股东把股权给吉林信托事项

永信拟将其持有的 101,332,649 股国有法人股与省信托公司协商，将分批转让给省信托投资公司，直至承诺期限届满之日（2009 年 8 月 8 日）公司将股权转让使得吉林信托成为相对控股股东，首次转让 2000 万股。

至于大股东把公司未解禁的近一亿股权给吉林信托，很大程度上是政府行为，省政府还是支持省信托收购这部分资产，原因可能有二：首先是信托对目前的管理层还是比较信任，认为这一届管理层接手后，通过营销改革，销售回款明显改善，从过去的 5000 多万恢复到 1.5 亿元。同时也很看好公司的未来发展潜力，认为目前的管理层可以带领公司走出困境。其次，就是公司目前的壳资源很干净，公司没有长短期借款，过去的债务也已经全部理清（06 年通过股改），因此未来作为一个壳出售或资产注入都非常方便。

5、公司的销售与计划问题？

在巩固原有销售市场的同时，稳步开发农村市场、社区医疗市场，继续扩大公司销售规模；调整公司的市场营销策略，强调各企业系统开拓市场，形成规模经济以尽快适应新的市场化的医药销售市场；在产业生产结构协调方面，向自主定价产品、毛利率高的产品倾斜。

公司现在的在编销售人员有 400-500 人左右，已经基本覆盖到地市级医院。在编人员下面还继续雇佣合同销售员，不过具体数据无法统计。公司现在没有专门按产品线来细分，基本就是统一产品销售。从去年来看公司的产品销售增长一般，对于现有产品，不是抱太大期望，基本一个稳定增长就可以。对于未来基本上和股权激励里差不多 20%-30% 增长。

现在对脑心舒和参莲胶囊采取现款现货的形式，未来将逐步推广到所有产品，减少营收账款，加强回款能力。

6、收购的煤矿勘探权？

为了长期、有效地为公司新药研发提供资金支持，促进公司制药业持续健康发展，进一步提升公司的盈利能力，公司出自 1600 万人民币，收购通化深鑫煤炭股份有限公司拥有的吉林省浑江煤田头道沟外围详查探矿权。公司目前具备收购探矿权的条件，也可以组织对该探矿权进行详细勘察。但是目前不具备对煤炭的开采资质。因此公司对该探矿权，拟采用三种办法，一是将探明储量的探矿权转让或委托，二是收购具有煤炭开采资质的企业，三是组建专业子公司，办理煤炭勘探、开发的资质。2007 年公司生产原煤 8.7 万吨，实现收入

2400 多万元，实现净利润 848 万元。每吨原煤 275.86 元，净利润率 35.33%。原公司已经投入成本 900 万元，该探矿权有效续存期到 2008 年 12 月 26 日，每次可以延期一年。经勘探，该区域内蕴藏丰富的煤炭资源，该地质范围已被勘探部门初步确认为含煤远景区。如果探明储量经国土资源厅下设的储量审核委员会设和确定超过 4000 万吨，公司将追加转让费 8000 万元。

去年冬天勘探设备就已经上山，似乎是一个挺大的机会，但是如果一旦没有发现煤炭，那么基本上 1600 万元就打了水漂。而一旦勘探出大煤田以后，公司既可有把原有公司收购来继续开采，另一方面也可以将这个煤矿卖出。如果从谨慎的角度来说，公司这次投资的风险较大。

三、盈利预测及评级

公司存在着较多的不透明，从目前信息的综合分析来看，有可能最终公司被信托收去，然后进行资产整合。而即使是新产品可以及时推出，进行全国的推广并贡献利润也是需要近一年的时间，因此短期内很难为公司带来业绩的爆发性增长。通过我们的盈利预测，公司的内在价值基本被市场反应，甚至高估，我们认为更多地是静待吉林信托后续收购和整合的交易性机会。因此首次给予“观望”评级。

附一：主导产品预测假设

销售收入	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
治糜灵栓胶囊(百万元)	34.03	35.36	37.65	39.9	40
壮骨伸筋胶囊(百万元)	18.55	18.81	24.63	27.43	29
脑心舒(百万元)	27.17	17.3	23.83	23.82	24
清热通淋胶囊(百万元)			7.92	8.71	9
参莲胶囊(百万元)		12.31	9.14	8.38	8
西黄丸(百万元)			2.16	2.24	2.3
消癌平片(百万元)			5.38	5.25	5.3
主导产品销售收入合计	79.75	83.78	110.71	115.73	117.6
同比增长率 (%)	14.4	-10.38	13.69	4.53	1.36
占制药收入的比例	56.50%	59.28%	73.10%	72.47%	72.00%
其他(百万元)	61.4	57.56	40.73	43.97	45.73
毛利率					
治糜灵栓胶囊(%)	83.61	82.97	84.37	84.45	85
壮骨伸筋胶囊(%)	76.38	72.44	73.34	75.03	76
脑心舒(%)	27.93	25.2	50.84	31.79	32
清热通淋胶囊(%)			77.72	79.52	80
参莲胶囊(%)		76.47	66.63	61.93	60
西黄丸(%)			72.26	79.93	80
消癌平片(%)			75.45	78.87	79
主导产品销售利润(百万)	50.21	56.74	79.81	79.90	81.75
比例	60.96%	75.28%	94.49%	83.78%	83.42%
主导产品毛利率	62.96%	67.72%	72.09%	69.04%	69.51%
其他产品销售利润(百万)	32.16	18.63	4.65	15.46	16.25
其他产品毛利率	52.38%	32.37%	11.42%	35.17%	35.54%

附二：盈利预测

单位:百万元	2006 年	2007 年	2008 年	2009E
一、营业总收入(百万元)	141.54	151.59	159.86	163.33
主营收入增速		7.10%	5.46%	2.17%
营业成本(百万元)	66.00	67.13	64.34	65.33
毛利率	53.37%	55.72%	59.75%	60.00%
营业税金及附加(百万元)	2.00	2.00	2.00	2.00
营业税金率	1.41%	1.32%	1.25%	1.22%
销售费用(百万元)	35.00	36.00	42.00	45.00
销售费用率	24.73%	23.75%	26.27%	27.55%
管理费用(百万元)	35.00	31.00	31.00	30.00
管理费用率	24.73%	20.45%	19.39%	18.37%
财务费用(百万元)	-2.00	0.00	0.00	0.00
财务费用率	-1.41%	0.00%	0.00%	0.00%
资产减值损失(百万元)	0.00	3.00	6.00	5.00
投资净收益(百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
其中：对联营企业和合营企业的投资收益(百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润(百万元)	5.54	12.46	14.52	16.00
营业外收入	3.00	7.00	3.00	3.00
减：营业外支出(百万元)	0.00	0.00	1.00	0.00
其中：非流动资产处置净损失(百万元)	2.46	7.44		
五、利润总额(百万元)	8.54	19.46	16.52	19.00
减：所得税(百万元)	17.00	1.00	(1.00)	0.00
所得税率	199.06%	5.14%	-6.05%	0.00%
六、净利润(百万元)	-8.46	18.46	17.52	19.00
减：少数股东损益(百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东权益率	0.00%	0.00%	0.00%	
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	-8.46	18.46	17.52	19.00
七、每股收益：				
基本每股收益(元)	(0.02)	0.04	0.04	0.04

附三：公司主导产品简介：

治糜灵栓：治糜灵栓是由吉林省中医中药研究所研制的治疗妇女宫颈炎及宫颈糜烂的特效药。由儿茶、苦参、冰片等名贵中草药经科学组方、现代工艺精制而成，具有清热解毒，燥湿收敛等功效，用于宫颈糜烂、感染性阴道炎、滴虫性阴道炎。经 200 万例患者临床应用，具有疗程短、见效快、不影响患者工作学习，患者易于接受等特点。是治疗妇科疾病的首选良药。

清热燥湿，解毒消炎，祛腐生肌。**改善阴道环境。抑制细菌生长。促进宫颈鳞状上皮细胞的再生，加速伤口愈合。**病患处直接给药，疗程短，用量少，疗效更确切。对身体无伤害，病人顺应性好。国家中药保护品种，联合国第四次世界妇女大会唯一指定妇科专用栓剂 畅销 18 年，上万名妇科专家的首选药，已成为治疗宫颈糜烂的标准药物。



壮骨伸筋胶囊：

是长春中医学院附属医院骨科主任、全国著名骨科专家刘柏龄教授多年的临床经验方。是治疗骨质增生、颈椎病、腰椎病、风湿骨痛、四肢麻木、颈肩痛、臂痛、手麻痛的理想药物。

肝肾双补、标本兼治；纯中药制剂，不伤脾胃；强筋壮骨、活络止痛；扩张血管，加快血液流速；免疫、抗炎。



脑心舒产品简介：

脑心舒是根据祖国医学理论为依据，以药用真菌——蜜环菌深层发酵提取

物为主要成分，佐以蜂王浆，采用现代科学方法和先进工艺研制而成的国内首创生物制剂。

经药理学研究及临床验证证明：脑心舒具有调节神经、镇静、安眠、抗焦虑、抗惊厥作用；有滋补身体、提高机体活动能力、抗疲劳作用；还有扩张血管、改善心、脑供血及调节血压的作用，主要用于顽固性神经衰弱、失眠、头痛、眩晕、心悸等症。

养心安神，改善睡眠。改善心、脑血液供应，提高机体活力。滋补强壮、抗疲劳。独家研制，国内首创。畅销二十年，经久不衰。

清热通淋胶囊产品简介：

清热通淋胶囊为天津药物研究院根据天津中医学院宋金涛教授积三十多年的临床实践总结的经验方，采用现代药学和制剂学的先进工艺研制而成的纯中药制剂。具有起效快，疗效显著，对肝、肾无毒、副作用的特点。

清热解毒、消炎利尿，对体内金黄色葡萄球菌、大肠杆菌有显著的抑制作用。具显著的利尿作用。具有起效快，疗效显著的特点，纯中药制剂，组方配伍科学。

参莲胶囊产品简介：

参莲胶囊为纯中药制剂。以苦参为君，山豆根、半枝莲为臣，三棱、莪术为佐，丹参、补骨脂等到中药为使，共十一味中药组成本方；同时采用现代提取技术，将方中原料按药理、药性及有效成份分组，分别提取，使各药的有效成份被充份的提取利用，从而充份发挥各药在本方中的药理作用。

改善机体症状，保护骨髓，改善免疫功能。服用参莲胶囊后食欲增加，恶心呕吐好转，使腹胀、乏力症状明显缓解，有一定改善消化道症状的作用。服用参莲胶囊后，血象下降的比例不超过 10%。扶正祛邪 提高生存质量。服用参莲胶囊后吞噬细胞的吞噬率提高 4%。适用于中、晚期癌症、体弱、不能放、化疗的肿瘤患者。纯中药制剂，由毕盛医师经四十多年的潜心研究，集古今秘方、验方之大成、国家三类中药。

西黄丸：

清热解毒，和营消肿。用于痈疽疗毒、瘰疬、流注、癌肿等。

附四：控制子公司通化神源药业有限公司简介

通化神源药业有限公司始建于1994年，是通化金马药业集团股份有限公司的全资子公司。厂区坐落在吉林省通化市高科技开发区，占地面积31281平方米，资产总额19888万元。公司是经国家验收通过的GMP认证企业。

公司现有产品16种，全部为国药准字，其中愈肝龙糖浆、消癌平（片剂、糖浆剂、注射剂）、拉克菲、熄风通络头痛片为国家级三类新药。所有产品均以“神源”牌商标注册。

药品名称	剂型	功能主治剂型
参柴肝康片	片剂	益气舒肝。用于急慢性肝炎属气虚肝郁证者。
坤净栓	栓剂	清热燥湿，去腐生肌。用于湿热下注之阴道炎、宫颈糜烂、宫颈炎等。
乳酸亚铁口服液	口服液	用于明确原因的慢性失血，营养不良、妊娠、儿童发育期等引起的缺铁性贫血。
肾复康胶囊	胶囊剂	清热利尿，益肾化浊。用于热淋涩痛，急性肾炎水肿，慢性肾炎急性发作。
熄风通络头痛片	片剂	平肝熄风，活血通络。用于普通型偏头痛（肝风挟瘀证）。症见：头部胀痛、刺痛或跳痛，以额颞部疼痛多见，或伴有眩晕、情绪不畅，或心烦易怒，夜寐不安，口干口苦，舌质红或有瘀点，苔薄黄，脉弦或弦涩等。
仙灵脾颗粒	颗粒剂	补肾强心，壮阳通痹。用于阳萎遗精，筋骨痿软，胸闷头晕，气短乏力，风湿痹痛等（也用于性机能减退的阳萎遗精，也可用于冠心病，更年期高血压，胸闷气短及风湿症）。
消癌平片	片剂 (素片,薄膜衣)	抗癌，消炎，平喘。用于食道癌、胃癌、肺癌，对大肠癌、宫颈癌、白血病等多种恶性肿瘤，亦有一定疗效，亦可配合放疗、化疗及手术后治疗。并用于治疗慢性气管炎和支气管哮喘。
消癌平糖浆	糖浆剂	抗癌，消炎，平喘。用于食道癌、胃癌、肺癌、肝癌。对恶性淋巴瘤、大肠癌、宫颈癌、白血病等恶性肿瘤亦有疗效。并可配合放疗、化疗和手术后治疗。并用于慢性气管炎、支气管哮喘。
消癌平注射液	注射剂	清热解毒，化痰软坚。用于食道癌、胃癌、肺癌、肝癌，并可配合放疗、化疗的辅助治疗。
叶绿素铜钠胶囊	胶囊剂	用于急慢性肝炎的辅助治疗，亦用白细胞减少症。
愈肝龙糖浆	糖浆剂	清肝利湿。用于急慢性肝炎、初期肝硬化、水肿。
贞芪扶正颗粒	颗粒剂	有提高人体免疫功能，保护骨髓和肾上腺皮质功能；用于各种疾病引起的虚损；配合手术、放射线、化学治疗，促进正功能的恢复。
蔡林那敏溴铵喷雾剂	喷雾剂	用于缓解感冒症状。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 - 10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。