



医药行业研究小组 赵冰

021-53519888-1902



Zhaobing1704@hotmail.com

主攻纯天然植物类心脑血管中成药

基本数据 (09H1)

报告日股价 (元)	30.38
12mth A 股价格区间 (元)	5.70/41.03
总股本 (百万股)	163.98
无限售 A 股/总股本	27.0%
流通市值 (百万元)	1333.45
每股净资产 (元)	4.14
PBR (X)	7.35
DPS (Y08, 元)	0.12

主要股东 (09H1)

北京中证万融生物科技有限公司	50.27%
----------------	--------

收入结构 (09H1)

心可舒	93.56%
其他普药	4.18%
脑血疏	1.98%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: ZB09-CT09

相关报告:

■ 动态事项:

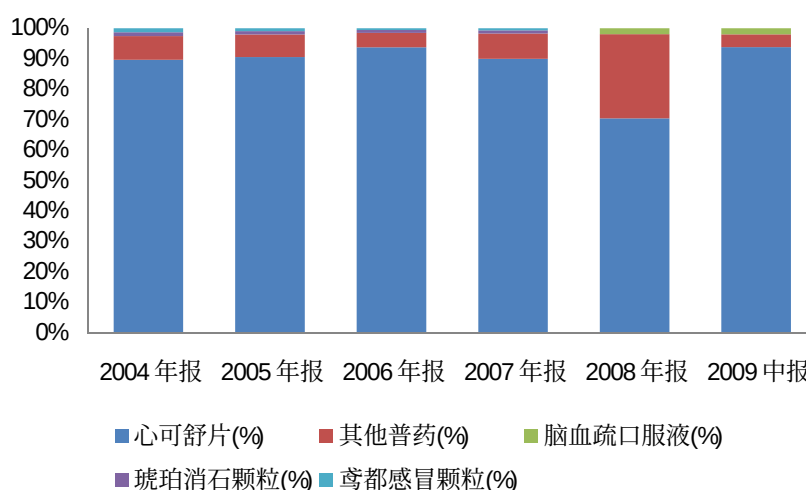
沃华医药 (002107) 发布业绩公告, 09 年上半年公司实现营业收入 1.07 亿元, 同比增长 18.26%; 实现归属母公司净利润 0.40 亿元, 同比增长 34.25%; 实现每股收益 0.24 元, 同比增长 14.29%。公司主要产品心可舒销售良好, 09 年上半年取得销售收入 1.00 亿元, 同比增长 31.05%。本报告对其 2009 年上半年经营业绩以及未来发展趋势进行点评分析。

■ 事项点评:

集中优势生产和销售主导产品心可舒

09 年上半年, 公司实现营业收入 1.07 亿元, 其中主要产品心可舒 09 年上半年贡献销售收入 1.00 亿元, 占总收入 93.56%。公司的其他产品销售规模均较小, 普药类 09 年上半年实现营业收入 212.57 万元, 同比下降 68.29%。公司其他产品还有鸢都感冒颗粒、琥珀消食颗粒等, 然而这些产品毛利率较低, 目前的这些二线品种中还没有出现能替代心可舒地位的产品。公司长远的经营战略是立足中成药领域, 突破单一品种限制, 以现有的营销网络搭载更多的品种。在没有找到新的利润增长点的情况下, 公司采取集中优势生产和销售主导产品心可舒的战略也是可行的。

图 1 公司近 5 年主要产品占销售总收入百分比



数据来源: Wind, 上海证券研究所

独家产品心可舒是心脑血管领域最成功的中药品种之一

心可舒为公司独家产品，主要成分为丹参、葛根、木香、三七、山楂，主要适用于气滞血瘀型冠心病引起的胸闷，心绞痛，高血压，头晕，头痛，颈项疼痛及心律失常，高血脂等症。该药长期疗效显著，是国内心脑血管领域临床应用时间最长、最成功的中药品种之一，1996 年至今一直是《国家基本药物目录》品种。心可舒属于纯天然植物类心脑血管中成药，作为优质优价产品进入国家基本药物目录的可能性非常大。

心脑血管疾病在我国国民所有疾病类别中属于发病率较高、治疗难度较大的一种疾病。我国心脑血管疾病的死亡率在 2006 年已经超过癌症跃升到第一位。中老年人是主要的发病人群，随着我国社会老龄化程度的加剧、生活方式的改变而导致发病年轻化以及人们对该疾病认识逐步加深，心脑血管用药的市场容量还将继续保持较高的增长速度。中药治疗疾病具有多靶点、多途径的作用特点，在预防和治疗疑难杂症如肿瘤、肝病、心脑血管疾病、免疫功能性疾病、病毒性疾病、糖尿病和老年性疾病等方面效果优异。随着现代中药技术的快速发展，人们对中成药及植物提取类制剂的逐渐认可，从而拉动了中成药类心血管药物的市场需求。目前，在心脑血管疾病治疗领域，银杏叶制剂、三七皂苷、丹参系列、灯盏花素、脉络宁等药物的应用日益广泛。

据统计，近几年，各地前十位畅销医药品种几乎全部被心血管和肿瘤药占据，这也证实了中药在治疗专科性疾病方面的巨大优势。预计全球心脑血管药物销售额在 2009 年将达到 912 亿美元，2010 年可能升至 1044 亿美元。

脑血疏或成新利润增长点

09 年上半年，公司的产品脑血疏口服液取得了 212.57 万元的营业收入，占营业总收入的 1.98%。脑血疏口服液的主要成分为黄芪、水蛭、石菖蒲、牛膝、牡丹皮、大黄、川芎等，主要针对脑出血及血肿吸收，是目前国家药监局批准的唯一颅内出血的治疗用药。

颅内出血包括脑实质、脑室内及蛛网膜下腔出血，高血压是上述颅内出血最重要原因之一。高血压引起脑出血的主要原因是血管痉挛或血管闭塞引起脑软化，减低了血管周围组织的支持力量，使血管易于破裂。脑出血的患病率为 112/10 万，年发病率为 81/10 万，其致死率、致残率很高，是严重威胁人类健康的疾病之一。目前急性期的治疗药物主要为地西泮（安定），甘露醇溶液，地塞米松注射剂等。随着科技进步尤其是 CT 的出现，外科手术治疗在治疗脑出血中发挥越来越大的作用。然而对于大多数出血量少、无生命危险及严重神经功能缺失者主要采用内科保守治疗。目前在该领域并没有其他特效药，因此脑血疏口服液的发展前景广阔，未来可能成为公司新的利润增长点。

■ 投资建议：

未来六个月内，给予“跑赢大市”评级

公司是一家具有百年历史的中药企业。公司将心脑血管医药领域作为

长期发展方向，并专注于纯天然植物类心脑血管中成药这一细分市场，产品涵盖片剂、胶囊剂、口服液、丸、散、膏剂等十几个剂型100多个品种。目前，公司已经发展成为山东省中药行业的龙头骨干企业，公司的目标是发展成国内心脑血管领域纯天然植物药的最大生产商之一。我们预测公司09、10年EPS分别为0.48元、0.69元。公司09、10年动态PE为63.30、44.03倍，公司所处的中药板块的PE中值为09年31.47倍，10年26.50倍。公司的PE估值处于中药板块较高的位置，但是考虑到公司的产品未来将受益于全民医保导致的市场扩容以及社区和新农合等第三终端所释放出的巨大市场潜力，公司业绩有超出预期的可能，我们给予公司“跑赢大市”评级。

■ 风险提示

- 1、由于基本药物目录还未公布，中央和地方将会为基本药物的采购买多大的单尚不可知，相关药品的降价幅度也未公布，相关上市公司的盈利还存在很大的不确定性。
- 2、脑血疏处于上市初期，历史销售数据较少，销售情况难以准确预计。

■ 数据预测与估值：

至12月31日(¥.百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	129.45	196.54	258.48	334.87
年增长率 (%)	5.27%	51.83%	31.52%	29.55%
归属于母公司的净利润	35.42	53.64	78.27	112.33
年增长率 (%)	10.84%	51.44%	45.92%	43.52%
每股收益 (元)	0.22	0.33	0.48	0.69
PER (X)	138.09	92.06	63.30	44.03

注：有关指标按最新股本摊薄

■ 附表：
附表 1 沃华医药损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2007A	2008A	2009E	2010E
营业总收入	129.45	196.54	258.48	334.87
营业总成本	88.75	134.26	166.41	202.71
营业税金及附加	2.18	2.84	4.05	5.05
营业费用	43.48	44.54	56.87	73.67
管理费用	8.48	9.25	14.55	17.31
财务费用	7.35	7.29	12.13	14.07
资产减值损失	1.24	2.60	1.92	2.26
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	0.03	1.67	0.85	1.26
营业外支出	0.03	0.85	0.44	0.64
利润总额	40.70	63.10	92.08	132.16
所得税费用	5.28	9.46	13.81	19.82
净利润	35.42	53.64	78.27	112.33
归属于母公司所有者的净利润	35.42	53.64	78.27	112.33
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS(当年股本) (元)	0.51	0.72	0.48	0.69
EPS(最新股本) (元)	0.22	0.33	0.48	0.69

数据来源：WIND，上海证券研究所整理；

附表 2 沃华医药收入构成及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2007A	2008A	2009E	2010E
心可舒片	115.83	137.99	193.19	260.80
增长率	0.68%	19.13%	40.00%	35.00%
其他普药	10.72	54.27	59.70	65.67
增长率	87.24%	406.10%	10.00%	10.00%
脑血疏	-	3.73	5.60	8.40
增长率	-	-	50.00%	50.00%

数据来源：WIND，上海证券研究所整理；

附表 3 沃华医药历年财务指标（单位：百万元人民币）

指标名称	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
盈利能力				
销售毛利率（%）	81.65	81.39	79.9	65.54
销售净利率（%）	25.54	25.99	27.36	27.29
总资产收益率（%）	21.59	18.72	12.11	10.86
净资产收益率-摊薄（%）	25.61	22.1	10.35	8.41
偿债能力				
流动比率（倍）	1.74	1.31	3.09	6.61
速动比率（倍）	1.65	1.23	2.98	6.4
资产负债率（%）	43.03	39.41	24.38	10.42
发展能力				
主营业务收入增长率（%）	21.78	10.46	5.27	51.83
净利润增长率（%）	22.93	12.38	10.84	51.44
总资产增长率（%）	27.48	22.94	88.82	57.36
营运能力				
应收账款周转率（次）	3.46	3.09	3.22	3.84
存货周转率（次）	2.61	2.95	2.93	5.34
总资产周转率（次）	0.64	0.57	0.37	0.34

数据来源：WIND，上海证券研究所整理；

分析师承诺

分析师 郭昌盛，赵冰

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。