

精华制药 (002349)
注重二次开发的小型中药企业
易镜明

021-38676779

yijingming@gtjas.com

本报告导读：

➤ 依托中药独家品种，期待“二次开发”价值

投资要点：

- 公司系由南通精华制药有限公司整体变更设立的股份有限公司。公司主营业务为中成药、原料药及医药中间体和西药制剂的研发、生产和销售，主要产品包括王氏保赤丸、季德胜蛇药片等中药和苯巴比妥、保泰松、氟尿嘧啶等化学原料药。本次发行 2,000 万股，发行后为 8,000 万股。发行后：南通产业控股集团持有 41.30% 股份，系公司的控股股东。南通市国资委系公司实际控制人。
- 近年来中成药制造行业保持了较快的发展速度。2007 年全球 130 多个国家和地区应用中医药，世界中医药市场的总额已超过 600 亿美元，并以年均 10% 的速度增长。
- 公司中成药产品中王氏保赤丸和季德胜蛇药片被列为国家中药保密品种，其中季德胜蛇药片被列为绝密；王氏保赤丸、金荞麦片、固本咳喘片均被列为国家二级中药保护品种；公司原料药产品共取得了 9 个药品国际注册证书，其中氟尿嘧啶通过了美国 FDA 认证。
- 2006 年~2008 年收入复合增长率为 5.83%，净利润复合增长率达到 48.89%。2008 年公司主营收入构成：中成药、原料药、其他分别为 1.14、3.00、0.60、2.57 亿元，分别占收入比重 49.18%、44.37%、6.45%；分别占毛利比重为 76.02%、21.98%、2.00%。
- 公司销售收入主要集中在华东地区，其占比接近一半。未来几年，公司将集中力量拓展省外市场，主要营销的重点将放在预算制专业学术推广模式的扩大采用。
- 公司本次募集资金项目涉及金荞麦胶囊（片剂）、王氏保赤丸、正柴胡饮颗粒三个项目，拟投资总额为 18,826 万元
- 风险提示：保护期限到期的风险、GMP 重新认证的风险、降价风险、
- 公司属于国内中成药行业，虽然主要产品处于竞争激烈的细分市场，但由于公司研发实力较强，独家品种具有“二次开发”价值，看好其业绩能够保持稳定增长。我们预计 09-10 年 EPS 分别为 0.39、0.53 元，合理估值范围按照 10 年 EPS 30-40 倍 PE 计算为 15.9-21.2 元。

合理估价区间：
15.9-21.2 元
2010.01.25
发行上市资料

总股本（万股）	8,000
发行量（万股）	2,000
发行日期	
发行方式	网下询价 + 网上申购
保荐机构	华泰证券
预计上市日期	

发行前财务数据

每股净资产（元）	1.98
净资产收益率（%）	12.19
资产负债率（%）	39.53

主要股东和持股比例

南通产业控股集团	41.30%
南通综艺投资	16.50%
南通港闸经济开发区总公司	5.70%
全国社会保障基金理事会	2.50%
朱春林等 36 名自然人	9.00%
A 股流通股	25.00%

财务摘要（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	230	235	260	294	338
(+/-)%	9.4%	2.3%	10.6%	13.2%	14.8%
经营利润（EBIT）	36	35	36	48	64
(+/-)%	59.8%	-3.9%	2.2%	34.0%	33.0%
净利润	26	26	31	43	57
(+/-)%	116.9%	2.2%	20.1%	36.0%	33.7%
每股净收益（元）	0.32	0.33	0.39	0.53	0.71
每股股利（元）	-	-	-	0.05	0.07

注：每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 公司简介

公司系由南通精华制药有限公司整体变更设立的股份有限公司。公司主营业务为中成药、原料药及医药中间体和西药制剂的研发、生产和销售，主要产品包括王氏保赤丸、李德胜蛇药片等中药和苯巴比妥、保泰松、氟尿嘧啶等化学原料药。

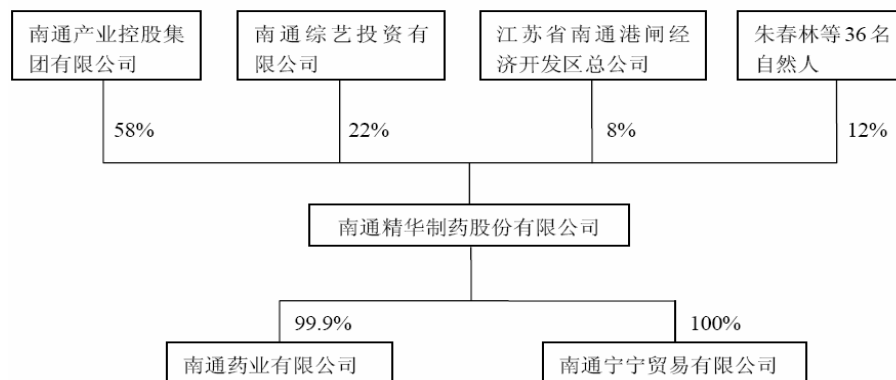
本次发行 2,000 万股，发行前总股本 6,000 万股，发行后为 8,000 万股。发行后：南通产业控股集团持有公司股份 3,304.2424 万股，占股本总额的 41.30%，系公司的控股股东。南通市国资委持有南通产控 100% 股份，系公司实际控制人。

表 1: 本次发行前后股本变化(万股)

	发行前	持股比例	发行后	持股比例
南通产业控股集团	3,480.00	58.00%	3,304.2424	41.30%
南通综艺投资	1,320.00	22.00%	1,320.00	16.50%
江苏省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%
A 股流通股	—	—	2,000.00	25.00%
合计	6,000.00	100.00%	8,000.00	100.00%

数据来源：精华制药招股说明书，国泰君安证券

图 1: 发行人股权结构



数据来源：精华制药招股说明书，国泰君安证券

2. 行业分析

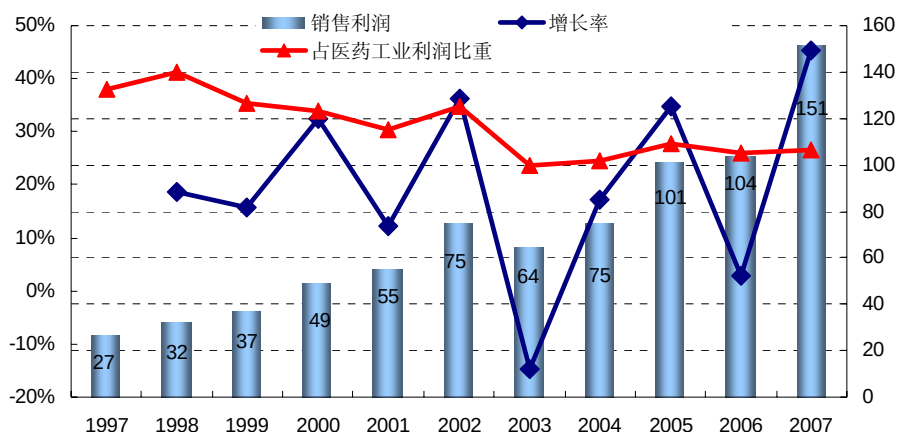
2.1. 中药行业前景广阔

中药产业包括中药材种植、中药饮片生产和中成药生产，其中中药材是中药饮片和中成药的原料。近年来中成药制造行业保持了较快的发展速度。2007 年全球 130 多个国家和地区应用中医药，世界中医药市场的总额已超过 600 亿美元，并以年均 10% 的速度增长。

2005 年我国中成药制造工业总产值 1,066 亿元，年增长 42.2%，销售收入为 992

亿元，增长率为 39.4%，利润总额为 179.8 亿元，比上年增长 50.3%；2006 年全国中成药制造工业总产值 1,217 亿元，年增长 14.3%，销售收入为 1,130 亿元，增长率为 13.9%，利润总额为 194.5 亿元，比上年增长 8.2%；2007 年全国中成药制造工业总产值 1,416 亿元，年增长 16.3%，销售收入为 1,291 亿元，增长率为 14.25%。

图 2：1997—2007 年中成药制造业销售利润情况（亿元）



数据来源：精华制药招股说明书，国泰君安证券

2.2. 消化系统药物市场分析

消化系统疾病常用治疗药物包括：抗溃疡药、泻药和止泻药、胃动力药、助消化药等。公司产品王氏保赤丸属于胃动力及助消化药范畴。

我国消化系统用药市场分为医院市场和零售市场。根据 2004 年全国 16 个典型城市抽样医院用药统计，全国消化系统用药医院市场总额为 90 亿元左右。在 1998—2004 年，助消化药及胃动力药占比在 13.95%—23.90% 之间浮动。医院市场中，西药占了很大份额，主要是因为中成药起效慢，临床诊疗运用偏少。

在消化系统用药零售市场方面，全国消化系统疾病常用治疗药物零售市场规模为 45 亿元左右，其中助消化药及胃动力药占比为 22.52%，中成药的安全性和作用的持久性成为其在零售药市场受欢迎的主要原因。

王氏保赤丸主治小儿消化系统疾病，分属儿科类用药市场。儿童体质对药品的使用方式和副作用等有更为苛刻的要求，该药药性温和、副作用低且兼具“养治”功效，在儿科用药市场比西药更具优势。目前我国儿童用药市场总规模已达 195 亿元左右，年增长率超过 20%，并且 0-14 岁儿童中呼吸系统、感染、消化系统位居患病率前 3 位。

王氏保赤丸目前主要销往江浙沪地区和华北地区，在长三角一带的儿科中成药市场具有较高排名。根据中国医药经济信息网的 2009 年 3 月南京市儿科类中成药分析报告，王氏保赤丸的采购金额排名第六。

表 2: 南京地区 2009 年 3 月儿科类中成药采购金额排名

序号	药品名称	生产厂家
1	小儿金翘颗粒	四川川西制药股份有限公司
2	小儿消积止咳口服液	山东鲁南厚普制药有限公司
3	四磨汤口服液	湖南汉森制药制药有限公司
4	小儿热咳口服液	江西济民可信药业有限公司
5	杞枣口服液	浙江泰利森药业有限公司
6	王氏保赤丸	本公司
7	小儿清肺化痰泡腾片	四川珍珠制药有限公司
8	婴儿健脾颗粒	江西济民可信药业有限公司
9	健儿清解液	浙江宁波立华制药有限公司
10	四磨汤口服液	湖南中达鹭马制药制药有限责任公司

数据来源: 精华制药招股说明书, 国泰君安证券

2.3. 抗感冒药物市场分析

统计数据显示, 75%的人一年之中至少会患一次感冒, 抗感冒药物市场每年至少有 150 亿-200 亿元的容量。中国非处方药协会的统计显示, 目前在中国常见病症的自我诊疗比例中最高的是感冒疾病, 占常见病症的 89.6%。并且感冒患者大多选择自行去药店购买药品, 在中国药品零售市场中, 感冒药的销售总额约占所有药品零售总额的 15%。

表 3: 西药、中药以及中西结合类感冒药所占市场份额

类别	2003 年		2004 年		2005 年		2006 上半年	
	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量
西药	55%	59%	45%	34%	58%	54%	57%	53%
中药	38%	29%	46%	53%	36%	33%	36%	34%
中西结合	7%	12%	9%	13%	6%	13%	7%	13%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

数据来源: 精华制药招股说明书, 国泰君安证券

在中成药感冒药中, 双黄连口服液、清开灵颗粒、板蓝根颗粒、抗病毒颗粒等知名产品均为清热解毒类药物, 适用于风热感冒。但很多感冒按中医理论系由风寒引起, 公司正柴胡饮颗粒主要用于外感风寒的初期治疗, 并且在治疗风寒感冒的中成药中, 公司正柴胡饮颗粒的市场认可度在同类产品中处于优势地位。

公司的正柴胡饮颗粒目前主要销售区域是江浙沪一带, 在该区域市场具有较强的竞争能力。根据中国医药经济信息网的最新统计, 2007 年 1 月至 2009 年 3 月, 正柴胡饮颗粒在南京呼吸系统类疾病中成药市场上的采购数量的排名基本居于前十名, 保持了较为领先的地位。

表 4: 南京地区 2009 年 3 月呼吸系统疾病类中成药采购数量排名

序号	药品名称	生产厂家
1	炎琥宁注射液	重庆药友制药有限责任公司
2	喜炎平注射液	江西青峰药业有限公司
3	痰热清注射液	上海凯宝药业有限公司
4	一清胶囊	四川成都康弘制药有限公司

5	正柴胡饮颗粒	本公司
6	感冒灵胶囊	广东深圳三九药业集团有限公司
7	炎琥宁注射液	河北保定三九济世生物药业有限公司
8	清开灵颗粒	黑龙江哈尔滨一洲制药有限公司
9	血必净注射液	天津红日药业股份有限公司
10	金荞麦片	本公司

数据来源：精华制药招股说明书，国泰君安证券

3. 精华制药分析

3.1. 产品储备

公司共拥有 248 个规格的药品批准文号，涵盖注射剂、片剂、胶囊剂、丸剂、颗粒剂、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；138 个规格药品被国家劳动和社会保障部列入医保目录，包括甲类 91 个、乙类 47 个；89 个规格药品被列入《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 5：公司主要产品介绍

产品明细	主要功能及用途
王氏保赤丸	祛滞、健脾、祛痰。用于小儿乳滞痞积、痰厥惊风、喘咳痰鸣、乳食减少、吐泻发热、大便秘结、四时感冒以及脾胃虚弱、发育不良等症。成人肠胃不清、痰食滞者亦有疗效。
正柴胡饮颗粒	表散风寒，解热止痛。用于外感风寒初起：发热恶寒、无汗、头痛、鼻塞、喷嚏、咽痒咳嗽、四肢酸痛等症，适用于流行性感冒初起、轻度上呼吸道感染等疾患。
季德胜蛇药片	具有清热解毒、消肿镇痛功效，除主治传统毒蛇、毒虫咬伤外，还具有消炎、杀菌、祛肿、化腐生肌、改善微循环、调节机体免疫力等作用，对病毒感染患者、细菌传染病症、免疫缺陷性疾病疗效独特卓著。
金荞麦片	清热解毒，排脓祛痰，止咳平喘。用于急性肺脓疡、急慢性支气
苯巴比妥	管炎、喘息型慢性气管炎、支气管哮喘及细菌性痢疾。症见咳吐

数据来源：精华制药招股意向书，国泰君安证券

主要产品优势：

公司中成药产品中王氏保赤丸和季德胜蛇药片被列为国家中药保密品种，其中季德胜蛇药片被列为绝密；王氏保赤丸、金荞麦片、固本咳喘片均被列为国家二级中药保护品种；公司原料药产品共取得了 9 个药品国际注册证书，其中氟尿嘧啶通过了美国 FDA 认证。

公司非常注重新药的研发。大柴胡饮颗粒已于 2008 年 2 月获得药品注册批件和新药证书，是少数的主治急慢性胆囊炎的中成药新药之一；公司于 2009 年 8 月在大柴胡颗粒制备治疗脂肪肝、肝功能障碍、高血压等疾病的药物的应用方面申请了十项专利，已获受理；公司正在开发治疗结肠炎的中药制剂结肠康胶囊、

治疗慢性阻塞性肺气肿的肺舒通气雾剂等新产品, 预计在 2012 年取得新药证书。

公司将对 3 个独家品种王氏保赤丸、季德胜蛇药片、大柴胡颗粒进行“二次开发”, 并进行相关专利申请。

3.2. 历年利润表分析

2006 年~2008 年收入复合增长率 5.83%, 净利润复合增长率达到 48.89%。09 半年报: 主营收入、营业利润分别为 1.19、0.18 亿元, 净利润 0.14 亿元, 实际税率 18.54%, EPS 0.18 元, ROE 12.19 %, 每股经营性现金流 0.45 元。

表 6: 利润表分析 (万元)

	09H	2008 年	2007 年	2006 年
主营收入	11,905.29	23,486.91	22,955.41	20,983.63
同比 %		2.32%	9.40%	
毛利率	47.74%	45.24%	43.56%	39.25%
主营毛利	5,683.58	10,625.70	9,999.11	8,235.60
同比 %		6.27%	21.41%	
主营税金/收入	1.19%	1.02%	1.08%	1.03%
销售费用	2,263.02	3,697.46	3,005.72	2,706.00
销售费用/收入	19.01%	15.74%	13.09%	12.90%
管理费用	1,458.10	3,050.33	3,058.65	2,946.64
管理费用/收入	12.25%	12.99%	13.32%	14.04%
财务费用/收入	0.69%	1.48%	1.49%	2.32%
期间费用率	31.94%	30.21%	27.91%	29.25%
营业利润	1,782.72	3,160.21	3,306.57	1,798.22
营业利润率	14.97%	13.46%	14.40%	8.57%
同比 %		-4.43%	83.88%	
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	(27.53)	16.26
营业外收支净额	(7.30)	26.46	579.39	(70.86)
(公允价值 + 投资收益 + 营业外收支) / 利润总额	-0.41%	0.83%	14.20%	-3.16%
利润总额	1,775.42	3,186.67	3,885.97	1,727.37
税前利润率	14.91%	13.57%	16.93%	8.23%
同比 %		-18.00%	124.96%	
实际税率	18.54%	17.90%	34.14%	31.68%
少数股东损益/利润总额	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
净利润 (归属于母公司)	1,446.20	2,616.32	2,559.34	1,180.17
同比 %		2.23%	116.86%	
EPS (摊薄后)	0.18	0.33	0.32	0.15

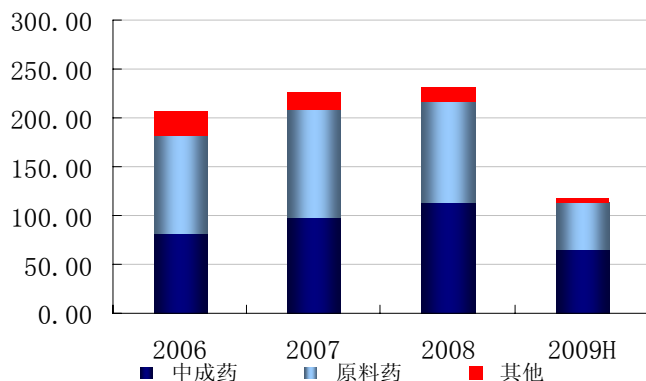
数据来源: 精华制药招股意向书, 国泰君安证券

3.3. 收入和利润构成

2008 年公司主营收入构成: 中成药、原料药、其他分别为 1.14、3.00、0.60、2.57 亿元, 分别占收入比重 49.18%、44.37%、6.45%; 毛利率分别为 70.75%、22.67%、

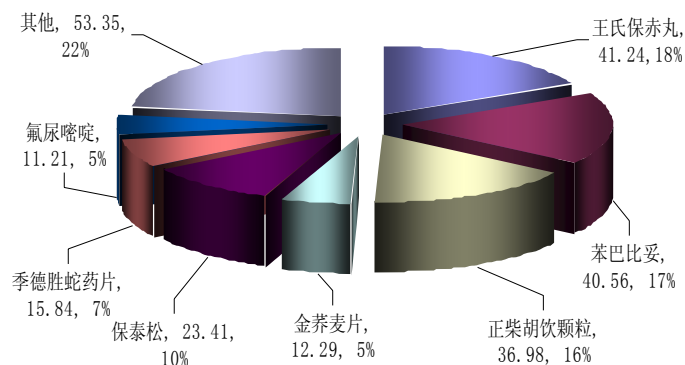
14.18%。中成药、原料药、其他占毛利比重分别为 76.02%、21.98%、2.00%。

图 3: 公司主营业务收入及构成 (百万元)



数据来源: 精华制药招股意向书, 国泰君安证券

图 4: 公司 2008 年主要产品占销售比重 (百万元)

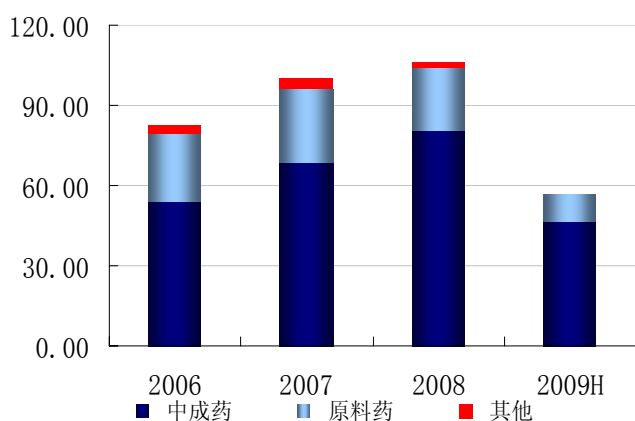


数据来源: 精华制药招股意向书, 国泰君安证券

报告期内, 公司依托王氏保赤丸、正柴胡饮颗粒、金荞麦片等优势产品, 大力开展中成药产品的市场拓展, 中成药实现的销售收入以及占公司主营业务收入的比
例都不断增长, 目前已超过原料药销售收入规模, 2008 年中成药实现的销售收入较 2006 年增长 39.82%, 占公司主营业务收入的比例也由 39.55%提高至 49.18%, 2009 年 1-6 月该比例则上升至 54.37%, 表现出良好的增长态势。

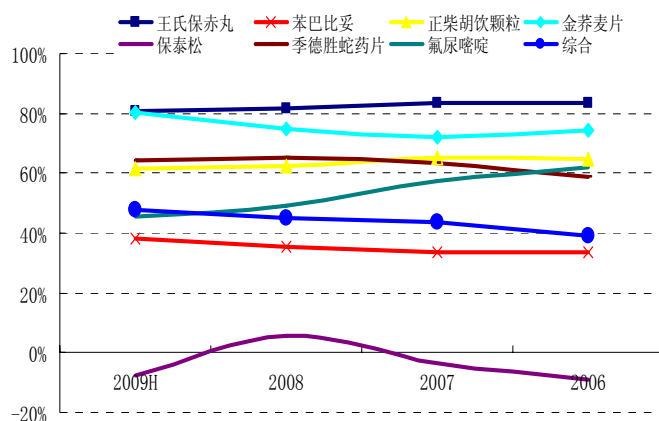
公司毛利主要来源于具有传统优势、毛利率较高的中成药。报告期内, 中成药产品贡献的毛利比重逐年递增, 从 2006 年的 65.78%提高的到 2009 年中期的 81.86%。王氏保赤丸、正柴胡饮颗粒和苯巴比妥毛利率较高, 是公司主营业务毛利的主要来源, 合计占总毛利比重一直在 60%以上。

图 5: 公司毛利润及构成 (百万元)



数据来源: 精华制药招股意向书, 国泰君安证券

图 6: 公司各产品毛利率变化情况

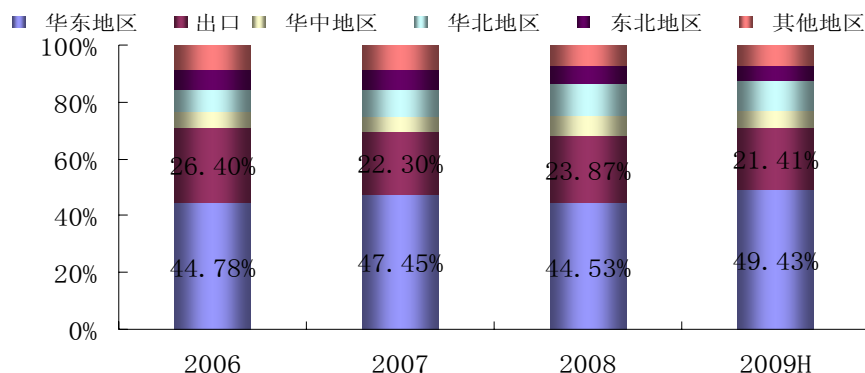


数据来源: 精华制药招股意向书, 国泰君安证券

3.4. 产品销售渠道

由于公司所处华东地区人口密集、经济较为发达, 市场空间较大, 且公司主导产品传统上在江浙沪等地区拥有较高知名度和影响力。公司销售收入主要集中在华东地区, 其占比接近一半。公司有较大部分产品出口, 主要为苯巴比妥、保泰松和氟尿嘧啶等化学原料药。

图 7: 公司药品销售区域分布



数据来源: 精华制药招股意向书, 国泰君安证券

公司计划进一步加大巩固并拓展现有的重点销售区域华东市场, 同时将集中力量拓展省外市场, 争取三年内完成对北京、天津、福建、广东、安徽、湖北、四川等新市场的重点覆盖。未来几年, 公司营销的重点将放在预算制专业学术推广模式的扩大采用, 加大营销队伍建设, 计划三年内公司销售人员增加至 500 人左右。

3.5. 主要产品价格

报告期内, 公司主要产品王氏保赤丸、正柴胡饮颗粒价格比较稳定, 变动不大。季德胜蛇药片、金荞麦片在 2009 年中期有所提价。

表 7: 公司主要产品价格变动情况

产品	规格 (单位)	2009H	2008	2007	2006
王氏保赤丸	0.15 克×10 支×2 板/盒	18.41	18.41	18.39	18.35
正柴胡饮颗粒	5 克×6 袋/盒	6.93	6.94	6.94	6.90
季德胜蛇药片	袋/盒 (元)	13.42	12.92	12.19	11.42
金荞麦片	板/盒 (元)	10.82	8.91	8.35	8.24
苯巴比妥	元/千克	166.09	159.75	141.07	134.36
保泰松	元/千克	103.24	112.22	91.12	85.80
氟尿嘧啶	元/千克	757.05	769.29	786.46	844.16

数据来源: 精华制药招股意向书, 国泰君安证券

3.6. 财务数据分析

资产负债表: 报告期内公司资产结构良好, 整体质量优良。09 年半年报总资产 19.61 亿, 其中货币资金 0.30 亿, 固定资产 0.84 亿元, 应收账款 + 其他应收款 + 应收票据 0.29 亿, 应付票据 + 应付账款 + 其他应付款 0.36 亿。

表 8: 精华制药资产负债表 (万元)

指标名称	09H	08 年	07 年	06 年
货币资金	3,006.23	2,472.58	2,287.98	989.01
短期借款	2,500.00	3,000.00	4,000.00	6,070.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	33.00
应收账款 + 其他应 收款 + 应收票据	2,920.72	2,851.82	3,022.47	3,023.08

存货	3,899.10	4,121.03	3,873.21	3,451.17
固定资产	8,357.11	8,760.03	9,527.73	10,338.90
应付票据 + 应付账款 + 其他应付款	3,641.09	3,438.12	3,278.35	3,129.06
股东权益	11,862.10	11,865.58	9,185.65	7,000.32
资产合计	19,614.87	19,594.94	20,010.85	19,818.70

数据来源：精华制药招股意向书，国泰君安证券

财务指标：报告期内，公司流动比率和速动比率较低，主要是因为公司流动负债水平较高，流动负债中除短期借款外，还包括经营活动产生的较高金额的应付账款余额，以及应交税费等；应收账款周转率保持稳定并有小幅提升，维持在较高的水平；存货周转率基本保持在正常、稳定水平，与样本公司平均水平大致相当。

表 9：精华制药主要财务指标

指标名称	09H	08 年	07 年	06 年
资产负债率(%)	39.53	39.45	54.1	64.68
流动比率	1.36	1.32	0.89	0.65
速动比率	0.84	0.76	0.52	0.36
存货周转天数	116.02	111.88	101.76	97.46
应收账款周转天数	42.09	42.74	44.53	48.24
总资产周转天数	295.1	302.5	313.0	339.6
净资产收益率(摊薄)(%)	12.19	22.05	27.87	16.86
销售毛利率(%)	47.74	45.24	43.56	39.25
每股经营性现金流(元)	0.45	0.29	0.56	0.37

数据来源：精华制药招股意向书，国泰君安证券

4. 募集资金投向

公司本次募集资金项目涉及金荞麦胶囊（片剂）、王氏保赤丸、正柴胡饮颗粒三个项目共四种剂型产品，仅金荞麦胶囊为公司新增产品，其余均为扩大公司原有产品的产能，拟投资总额为 18,826 万元。

表 10：募集资金投向（万元）

项目名称	总投资额	第一年
金荞麦胶囊（片剂）技术改造项目	6,961 万元	2 年
王氏保赤丸扩产增效及功能创新项目	7,760 万元	2 年
正柴胡饮颗粒技术改造项目	4,105 万元	2 年

数据来源：精华制药招股意向书，国泰君安证券

表 11：产能扩张情况

产品名称	原有产能	新增产能	项目达产后产能合计
金荞麦片	3,000 片	15,000 片	18,000 片
金荞麦胶囊	—	15,000 粒	15,000 粒
王氏保赤丸	3,500 万支	15,000 万支	15,000 万支
正柴胡饮颗粒	3,000 万袋	3,750 万袋	6,750 万袋

数据来源：精华制药招股意向书，国泰君安证券

5. 风险分析

保护期限到期的风险：正柴胡饮颗粒、晕可平颗粒的保护期已分别于 2008 年 6 月、10 月到期；王氏保赤丸、正柴胡饮颗粒、金荞麦片均已处于再申请的保护期限内，在未来五年内将面临保护期相继到期的风险。

降价风险：国家对药品实行行政定价，存在降价风险。

GMP 重新认证的风险：若 GMP 证书到期后不能通过重新认证，无法生产相关产品，将对生产经营造成重大不利影响。

6. 盈利预测及投资建议

关键假设：

✚ 主要产品收入假设如下

✚ 税率为 15%

表 12：利润表的关键假设（百万）

主营收入	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
王氏保赤丸	33.7	41.2	49.5	61.9
增长	19.53%	22.42%	20.00%	25.00%
毛利	83.60%	81.47%	81.00%	81.00%
苯巴比妥	39.0	40.6	42.6	44.7
增长	-0.26%	4.06%	5.00%	5.00%
毛利	33.60%	35.21%	35.00%	35.00%
正柴胡饮颗粒	33.9	37.0	42.5	51.0
增长	17.72%	9.11%	15.00%	20.00%
毛利	65.38%	62.45%	62.00%	62.00%
金荞麦片	8.7	12.3	17.2	24.1
增长	46.42%	41.90%	40.00%	40.00%
毛利	71.87%	74.85%	75.00%	75.00%
保泰松	19.5	23.4	23.9	24.4
增长	5.99%	19.78%	2.00%	2.00%
毛利	-3.42%	5.67%	1.00%	1.00%
季德胜蛇药片	14.6	15.8	18.2	20.9
增长	24.13%	8.38%	15.00%	15.00%
毛利	63.58%	64.98%	65.00%	65.00%
其他业务	80.2	64.6	65.8	67.2
增长	3.25%	-19.49%	2.00%	2.00%
毛利	27.10%	22.41%	23.00%	23.00%
总计	229.6	234.9	259.7	294.2
增长	9.40%	2.32%	10.59%	13.25%
毛利	43.56%	45.24%	46.77%	49.22%

数据来源：国泰君安证券

表 13: 利润表 (百万)

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	235	260	294	338
营业成本	129	138	149	163
营业税金及附加	2	3	4	4
营业费用	37	47	53	61
管理费用	31	34	38	44
财务费用	3	0	-1	-2
资产减值损失	1	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	32	35	49	66
营业外收入	1	2	2	2
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	32	37	50	67
所得税	6	6	8	10
净利润	26	31	43	57
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	26	31	43	57
EBITDA	45	47	60	76
EPS (元)	0.44	0.39	0.53	0.71

数据来源: 国泰君安证券

投资建议:

公司属于国内中成药行业, 虽然主要产品处于竞争激烈的细分市场, 但由于公司研发实力较强, 独家品种具有“二次开发”价值, 看好其业绩能够保持稳定增长。我们预计 09-10 年 EPS 分别为 0.39、0.53 元, 合理估值范围按照 10 年 EPS 30-40 倍 PE 计算为 15.9-21.2 元。

作者简介:

易镜明: 医学博士, 2006 年进入国泰君安证券研究所

免责声明

本报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5%~15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5%~5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层
邮政编码: 200120
电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层
邮政编码: 518026
电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮政编码: 100140
电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@gtjas.com