

精华制药 (002349) 定价报告

定价区间
18.00-22.50 元

健康护理/医药

2010 年 2 月 2 日

投资要点:

- 精华制药是 2005 年新股恢复发行以后第一家上市的国有制药企业,其业务中包含了中成药、化学原料药和化学制剂等多种业务模式。目前公司的中成药业务发展形势较好,化学原料药发展较为稳定,化学制剂则有一定程度的萎缩。
- 中成药是目前的利润的主要来源,公司的中成药主要集中在王氏保赤丸、季德胜蛇药片、正柴胡颗粒和金荞麦片四个品种上,公司希望能够通过扩大营销团队来实现目前品种的增长,在后续产品梯队上,公司立足于老产品的二次开发以及大柴胡饮等新产品的推出。
- 公司的原料药主要的产品是苯巴比妥、保泰松和氟尿嘧啶,都是传统的经典老药,需求有所下降,但是竞争对手不多,国内外客户资源比较稳定,能够提供稳定的销售收入和现金流。
- 公司的各项财务指标在中小医药企业中处于比较好的水平,在管理费用上有一定的向下调整空间。
- 公司的募集资金项目主要投向在三个主要中成药产品的扩产项目,其中金荞麦片和金荞麦胶囊扩大 10 倍产能,正柴胡颗粒扩大近 3 倍的产能,而王氏保赤丸扩大 1 倍的产能,反映了公司对不同品种未来销售前景的预期。
- 预计 2009-2011 年摊薄后每股收益为 0.37 元、0.45 元和 0.55 元,目前中小板医药股的市盈率在 40-50 倍左右,因此我们认为公司上市后的合理价格区间在 18.00-22.50 元之间。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	23,487	2.32	2,612	2.23	0.33			
2009E	24,927	6.13	2,983	14.02	0.37			
2010E	27,500	10.32	3,623	21.43	0.45			
2011E	30,174	9.73	4,364	20.46	0.55			

发行数据	2008 年
发行前股本 (万股)	6,000
发行数量 (万股)	2,000
发行价格 (元)	19.80
发行前 EPS (元)	0.44
发行后 EPS (元)	0.33
发行每股净资产 (元)	1.49
发行日期	2010-1-20
上市日期	2010-2-3
主承销商	华泰证券

分析师: 宋晗

TEL: (8621)6337 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: songh@nescn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

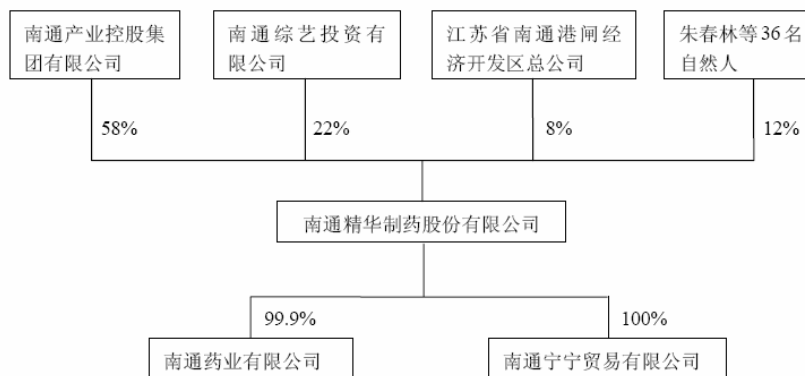
邮 编: 200002

精华制药是 2005 年新股恢复发行以后第一家上市的国有制药企业，由南通市当地的多家制药企业合并后改制而成，因此其业务中包含了中成药、化学原料药和化学制剂等多种业务模式。目前公司的中成药业务发展形势较好，化学原料药发展较为稳定，化学制剂则有一定程度的萎缩。上市后公司也将继续发挥在中成药上的优势，募集资金也投向 3 个主要的中成药品种。我们预计公司将会跟随医药行业实现稳定的增长。

1、国资控股的医药生产企业

精华制药的控股股东南通产业控股集团有限公司，其实际控制人为南通市国资委，是由南通市的几家制药企业改制形成。国资占公司发行后股本的 47%，处于相对控股的地位。

图一、精华制药股东结构图



资料来源：招股说明书

公司的主要管理层和核心技术人员在公司拥有股份，有利于稳定公司的管理层结构，促进公司的发展。

表一、精华制药管理层和核心技术人员持股情况

姓 名	任职	持股数量（万股）	持股比例（%）
朱春林	董事长、总经理	96	1.60
吉正坤	董事	36	0.60
陆国胜	监事会主席	42	0.70
周云中	副总经理	46	0.767
宋峰	副总经理	8	0.133
徐跃	副总经理	42	0.70
杨小军	董事会秘书	6	0.10
陈万山	核心技术人员	6	0.10

资料来源：招股说明书

从公司的人员结构来看，相比于其他制药企业，公司职工的年龄结构普遍偏高，40 岁以上的人员占公司职工人数的比例超过 2/3。虽然老职工经验丰富，但是老职工多，公司通常会比较稳健，缺乏冒险精神，因此公司在战略选择上可能会倾向于保守。

表二、公司职工年龄分布

类别	人数（人）	占总人数的比例
30 岁以下	120	12.74%
30-40 岁	210	22.29%
40-50 岁	482	51.17%
50 岁以上	130	13.80%
合 计	942	100.00%

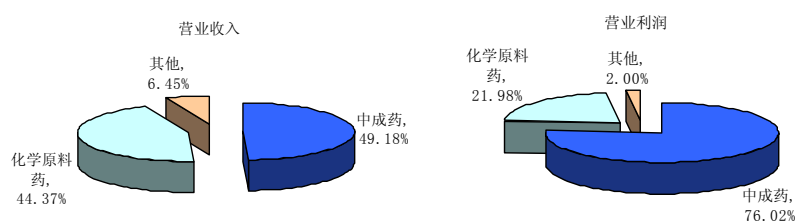
资料来源：招股说明书

因此从公司的控股股东和人员结构来看，公司是一家比较保守型的制药企业，守成有余而进取不足。

2、中成药是公司业务发展的主要方向

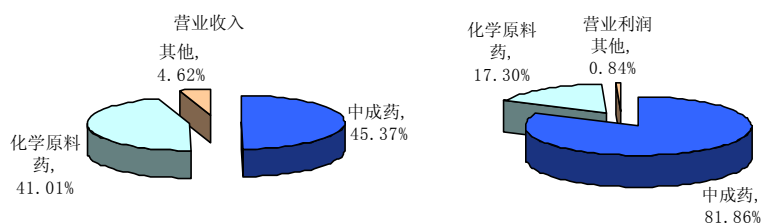
公司历史上是南通市多家制药企业合并而成，因此具有多种业务模式，包括了中成药，化学原料药和制剂产品，随着中成药业务的快速发展，2008 年已经占据公司营业收入的 49%和营业利润的 76%，已经成为公司的主导产业，化学原料药依然贡献了近一半的销售收入，但是贡献的利润有限。2009 年上半年，中成药业务在营业收入中的占比已经达到了 54%，占营业利润的比例也超过了 80%，未来中成药在公司业务中的比重还会进一步增加。

图二、2008 年公司各业务板块营业收入和利润占比



资料来源：招股说明书，东北证券研究所

图三、2009 年上半年各业务板块营业收入和利润占比



资料来源：招股说明书，东北证券研究所

1) 中成药业务

公司的主要产品中，王氏保赤丸和季德胜蛇药片不但是公司的独家品种，而且是国家保密品种。王氏保赤丸主要用于小儿消化不良的治疗，在华东和华北地区具有较高的知名度，属于地方性品种。而季德胜蛇药片则用于毒蛇、毒虫叮咬，具有一定的局限性。公司也在大力的开发这两个老产品的新用途。公司发现王氏保赤丸可以用于高血脂、高血压和高血糖的治疗，并在 2008 年获得了国家发明专利，目前正在报批新的适应症的过程中，而季德胜蛇药片用于带状疱疹治疗的研究也完成了临床前研究。这两个老品种如果能够获得批准用于新的适应症的治疗，则能够延长产品的生命周期，使老产品焕发出新的活力。

王氏保赤丸 2008 年销售额超过 4000 万元，是公司销售额最大的单品，目前保持着 20% 左右的增长速度。而季德胜蛇药片由于适应症的局限性，目前的销售额只有 1500 万元左右，保持着个位数的增长。

正柴胡颗粒和金荞麦片作为中生代的产品，保持着较好的发展态势。正柴胡颗粒用于感冒的治疗，由于同类的中药感冒药品种众多，所以近期增长速度放缓。而金荞麦片用于上呼吸道感染，作为中药抗菌品种，受到了市场的认可，2006-2008 年每年的增长速度在 40% 以上。公司在原有产品基础上，开发出正柴胡合剂和金荞麦胶囊等新的剂型，丰富了产品系列。

目前正柴胡颗粒销售额在 4000 万左右，是公司的第三大品种，而金荞麦片由于上市时间较晚，因此目前的销售额较小，2009 年的销售额接近 2000 万元。

公司的四大主要中药品种 2008 年的销售额超过 1 亿元，占公司中成药产品销售额的 90%，这几个品种的销售增长决定了公司业绩的增长。在公司的后备品种中，包括了用于治疗急慢性胆囊炎的大柴胡饮颗粒，已经获得了新药证书和生产批件，另外用于治疗结肠炎、结直肠康胶囊和治疗慢性阻塞性肺气肿的肺舒通气雾剂等都在研发序列中，持续给公司增加新的产品品种。

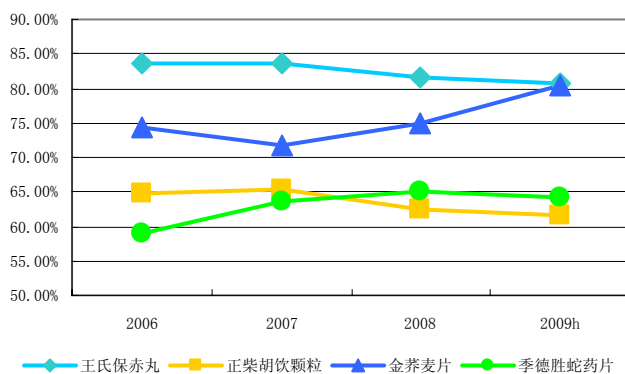
表三、精华制药主要品种销售收入和增长率

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 中期
王氏保赤丸(万元)	2,818.12	3,368.58	4,123.95	2,550.85
增长率		19.53%	22.42%	
正柴胡饮颗粒(万元)	2,878.85	3,389.04	3,697.94	1,796.81
增长率		17.72%	9.11%	
金荞麦片(万元)	591.51	866.06	1,228.98	851.11
增长率		46.42%	41.90%	
季德胜蛇药片(万元)	1,177.42	1,461.56	1,584.08	795.12
增长率		24.13%	8.38%	

资料来源：招股说明书，东北证券研究所

公司中成药主要品种的毛利率都在 60% 以上，和其他中成药上市公司的毛利率水平大体相当，而且公司产品的毛利率比较稳定，近三年变化不大，这保障了公司的盈利水平。

图四、主要中药品种毛利率保持稳定

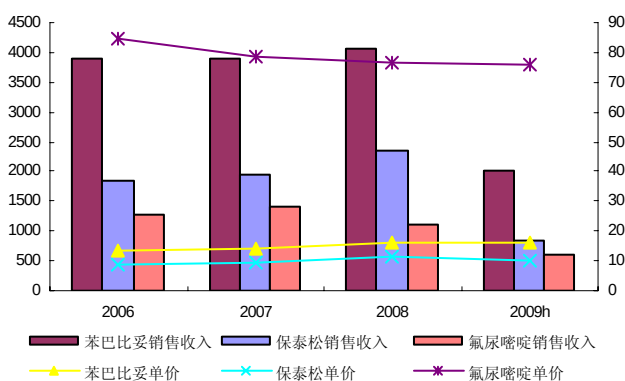


资料来源：招股说明书，东北证券研究所

2) 化学原料药

化学原料药 2008 年整体销售额超过 1 亿元，是公司销售收入的有效补充，其中超过 1000 万元的有三个品种，苯巴比妥、保泰松和氟尿嘧啶。其中苯巴比妥用于治疗癫痫、失眠等精神类疾病，保泰松是 而氟尿嘧啶用于癌症治疗这三个品种都是传统的经典老药，但是由于是第一代品种，有较强的副作用和耐药性，因此已经逐步的推出了一线品种。这些药品由于价格低廉，而效果也较佳，所以还有一部分的应用。公司目前是唯一一家生产苯巴比妥的公司，有一定的市场定价权。而公司的产品 50% 出口国外市场，德国、日本等发达国家都是其目标市场，客户比较稳定，销售的波动性不大。

图五、主要原料药品种销售收入和单价



资料来源：招股说明书，东北证券研究所

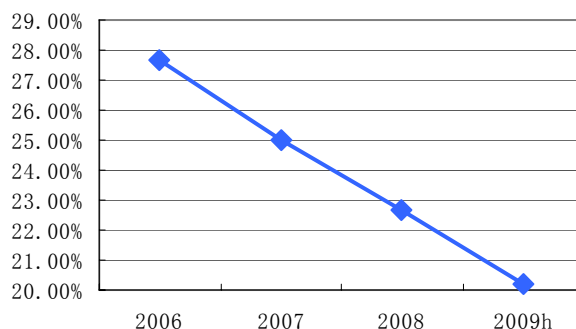
表四、原料药出口额和出口地保持稳定

2009 年 1-6 月		2008 年		2007 年		2006 年	
地区	金额	地区	金额	地区	金额	地区	金额
香港	703.5	香港	1,549.10	德国	1,100.22	香港	1,313.16
德国	515.19	印尼	933.19	香港	1,021.16	德国	1,016.69
印尼	316.7	德国	737.01	日本	702.98	日本	825.91
日本	192.35	日本	482.81	印尼	487.56	韩国	479.56
英国	180.98	英国	310.63	韩国	273.23	印尼	401.07
其他地区	631.33	其他地区	1,529.05	其他地区	1,470.57	其他地区	1,414.60
合计	2,540.05	合计	5,541.78	合计	5,055.72	合计	5,450.98

资料来源：招股说明书，东北证券研究所

虽然公司的产品价格有所提升，但是公司化学原料药业务的整体毛利率还是呈现不断下降的趋势，主要是主要原材料价格也同样的在不断的攀升，另外环保成本也是不可忽视的因素。

图六、化学原料药业务毛利率不断下降



资料来源：招股说明书，东北证券研究所

3、财务分析

公司高毛利率的中成药在公司主营中的占比逐步提高，因此公司的毛利率不断攀升，2009 年中期整体毛利率比 2006 年提高了 8 个百分点。

由于中成药的销售费用较多，因此公司的销售费用率也以每年 2 个点的速度不断攀升，2009 年中期比 2006 年提高了 6 个百分点，抵消了大部分毛利率的增加。公司在管理费用上控制较好，2006-2008 年管理费用基本上没有增加，因此管理费用率小幅下降。但是公司的管理费用相对其他公司来说依然处于偏高的水平。

公司的存货周转率超过 3，应收账款周转率接近 8，在中小中成药生产企业中处于较

好的水平，说明公司具有较好的运营能力。公司的资产负债率已经下降到 40%以下，上市融资后，公司的财务将会更为稳健。

公司的 3 年整体的经营性现金流额要高于净利润额，经营性现金流状况良好。

整体来看，公司的财务较为稳健，各项数值变动不大并有持续性，可以支持公司的长期发展。

4、募集资金项目

公司的募集资金项目主要投向在三个主要中成药产品的扩产项目，其中金荞麦片和金荞麦胶囊扩大 10 倍产能，正柴胡颗粒扩大近 3 倍的产能，而王氏保赤丸扩大 1 倍的产能。反映了公司对不同品种未来销售前景的预期。

表五、公司募集资金项目产能增加情况

	目前产能	新增产能
王氏保赤丸	3000 万	3500 万
正柴胡颗粒	3500 万	12000 万
金荞麦片	3000 万	15000 万
金荞麦胶囊		15000 万

资料来源：招股说明书，东北证券研究所

5、投资建议

公司作为国有企业，未来在内部管理和营销系统改革上会有一定的提升空间，反映在费用的降低和利润的增加，而公司在老产品新适应症上推广的结果将决定公司的长期发展能力。

我们预计公司的中成药业务将会保持 20%左右的增长速度，而原料药业务将保持平稳，因此我们预计公司未来几年销售收入增长 10%左右，利润增长速度在 20%左右，2009-2011 年摊薄后每股收益为 0.37 元、0.45 元和 0.55 元。

根据目前中小板医药股的 2010 年市盈率在 40-50 倍左右，因此我们认为公司上市后的合理价格区间在 18.00-22.50 元之间。

报表预测						
利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	209.84	229.55	234.87	249.27	275.00	301.74
减：营业成本	127.48	129.56	128.61	131.66	138.93	145.35
营业税金及附加	2.17	2.48	2.40	2.62	2.89	3.17
营业费用	27.06	30.06	36.97	46.04	56.48	65.87

管理费用	29.47	30.59	30.50	31.08	34.04	37.11
财务费用	4.86	3.43	3.46	1.42	-1.99	-3.54
资产减值损失	0.98	0.10	1.31	0.50	1.00	1.20
加: 投资收益	0.16	-0.28	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	17.98	33.07	31.60	35.94	43.65	52.58
加: 其他非经营损益	-0.71	5.79	0.26	0.00	0.00	0.00
利润总额	17.27	38.86	31.87	35.94	43.65	52.58
减: 所得税	5.47	13.27	5.70	6.11	7.42	8.94
净利润	11.80	25.59	26.16	29.83	36.23	43.64
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	11.80	25.59	26.16	29.83	36.23	43.64
资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	-9.25	-3.52	18.82	14.55	207.13	196.04
应收和预付款项	31.52	30.65	29.00	35.13	37.24	42.10
存货	34.51	38.73	41.21	46.56	47.63	53.66
其他流动资产	0.00	0.00	1.80	1.80	1.80	1.80
长期股权投资	5.26	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.22	0.21	0.20	0.16	0.12	0.09
固定资产和在建工程	104.57	95.95	87.70	76.47	213.56	250.44
无形资产和开发支出	10.50	10.34	10.56	9.31	8.07	6.82
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	177.33	172.36	189.29	183.98	515.54	550.96
短期借款	60.70	40.00	30.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	34.19	35.18	36.32	37.15	39.72	40.23
长期借款	0.33	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	12.11	5.32	4.31	4.31	4.31	4.31
负债合计	107.32	80.50	70.63	41.46	44.04	44.54
股本	60.00	60.00	60.00	60.00	80.00	80.00
资本公积	0.59	22.74	22.74	22.74	302.74	302.74
留存收益	9.41	9.11	35.91	59.77	88.75	123.67
归属母公司股东权益	70.00	91.85	118.65	142.51	471.49	506.40
少数股东权益	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
股东权益合计	70.00	91.86	118.66	142.52	471.50	506.41
负债和股东权益合计	177.33	172.36	189.29	183.98	515.54	550.96
现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	22.69	34.60	17.88	33.21	47.33	43.10
投资性现金净流量	-2.91	8.83	-2.36	-1.10	-150.00	-50.00
筹资性现金净流量	-23.93	-29.07	-12.89	-36.39	295.25	-4.19
现金流量净额	-4.54	13.73	2.59	-4.28	192.58	-11.09

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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或征价。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。本报告版权归我公司所有。