

迎来业绩拐点、成长值得期待

研究结论

精华制药主要从事中药、原料药的研发、生产和销售，公司实际控制人为南通市国资委。2011 年公司基于公司多个独家产品，开始营销改革，有望带来业绩拐点，迎来一轮快速增长期。

- **营销改革，有望带领拳头品种走向全国。**营销之前是公司的弱项，且集中在江苏地区。公司 2011 年开始下大力度进行营销改革，落实营销人员的考核机制；部分二线品种代理制；大柴胡颗粒全国代理+区域自主销售相结合的方式市场开拓，以求快速增长。营销改革有望带动王氏保赤丸，金荞麦片和大柴胡颗粒三个重点品种销售收入的快速增加。
- **重点品种之王氏保赤丸：国家中药保密品种。**10 年销售收入 5400 万，毛利率高达 82%，适应症有望从治疗小儿消化不良，腹泻扩展到治疗高脂血症，扩大的市场容量在 5 亿元左右。
- **重点品种之大柴胡颗粒：潜力重磅品种。**大柴胡颗粒已经被列入国家医保目录清利肝胆剂乙类，为专治急、慢性胆囊炎的特效良药，目前由公司独家生产，享有四年行政保护期保护。大柴胡颗粒的推广工作进展顺利，2009 年 11 月被列入国家医保目录，2011 年在全国十多个省中标，且中标价格较高，足够的利润空间有利于学术推广和招商工作。以目前唯一的医保目录清利肝胆剂甲类消炎利胆片来估算，保守市场容量 17.5 亿元。
- **重点品种之季德胜蛇药片：开拓日化领域。**公司于今年已经收购了季德胜在日化上的品牌，尝试在该产品的基础上做一些衍生品种，如花露水、止痒喷雾剂、涂膏等，定位在高端领域。我们认为，拥有季德胜蛇药片的保密配方，衍生品种会有不错的发展，预计品牌培育和产品获得许可证需要 2-3 年的时间，潜在市场容量 15-20 亿元。
- **明年中药材价格有望下降、提升毛利率水平。**目前公司中药材主要使用的品种包括北柴胡、川贝等，为两年生植物，随着收购价格最近两年一直较高，农户的种养热情高涨，因此我们判断 12 年价格下降将成为大概率事件，这将重新提升毛利率水平。

风险提示：新药投放进程低于市场预期，原料药价格大幅波动

盈利预测：展望 2012 年业绩，关键因素在于中药材价格的回落程度以及主要中药品种的增速提到何种程度，为此我们进行敏感性分析，其中中性预计下，2012 年主业的每股收益为 0.63 元，同比增长 70%，乐观预计下，2012 年主业的每股收益为 0.73 元，同比增长 97%。暂以中性预计为准，我们预计 2011-2013 年每股收益为 0.51 元（主业为 0.37 元）、0.78 元（主业为 0.63 元）和 0.98 元，2012-2013 年主业的复合增速在 50%以上，产品中王氏保赤丸，大柴胡饮，季德胜系列未来市场容量超过 40 亿元，市值有望达到 200-300 亿规模，对应 11 年 24 亿元市值，还有 10 倍的成长空间。公司 11 年业绩拐点清晰，具有较明确的长期发展潜力，公司历史估值水平一直稳定在 50 倍左右，因此按 2012 年主业 50 倍市盈率给予目标价 31.5 元，上调公司评级至买入。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

李淑花

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

联系人

田加强

8621-63325888 × 6087

tianjiaqiang@orientsec.com.cn

投资评级

买入 增持 中性 减持（上调）

股价（2011 年 11 月 4 日）

25.49 元

目标价格

31.50 元

总股本/A 股（万股）

10000/10000

国家地区

中国

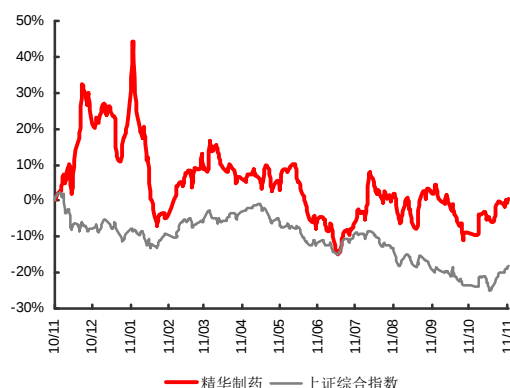
行业

医药

报告发布日期

2011 年 11 月 4 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

重要财务指标	单位:百万			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	274	356	570	800
同比(%)	6%	30%	60%	40%
归属母公司净利润	43	51	78	98
同比(%)	30%	20%	53%	26%
毛利率(%)	51.4%	44.1%	42.5%	44.6%
ROE(%)	7.8%	8.7%	11.7%	12.9%
每股收益(元)	0.43	0.51	0.78	0.98
P/E	59.78	50.00	32.72	25.91
P/B	4.68	4.34	3.83	3.34

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

目 录

1 公司概况	4
1.1 中药独家品种是现有利润的主要来源	4
1.2 业绩保持稳定增长	5
1.3 管理层持股、激励到位	6
2 投资亮点	8
2.1 营销改革，有望带领拳头品种走向全国	8
● 王氏保赤丸：适应证有望扩大到降血脂领域，扩大市场容量 4 亿元	8
● 正柴胡饮颗粒：主治风寒感冒	10
2.2 大柴胡颗粒：潜力重磅品种	11
● 急慢性胆囊炎特效药：目前推广顺利	11
● 二次开发空间无限	12
● 大柴胡饮颗粒保守估算的市场容量 17.5 亿元。	12
2.3 季德胜蛇药片开拓日化领域，潜在市场容量 15-20 亿元	12
2.4 中药材价格有望下降、提升毛利率水平	13
3 盈利预测	14
4 风险因素	17

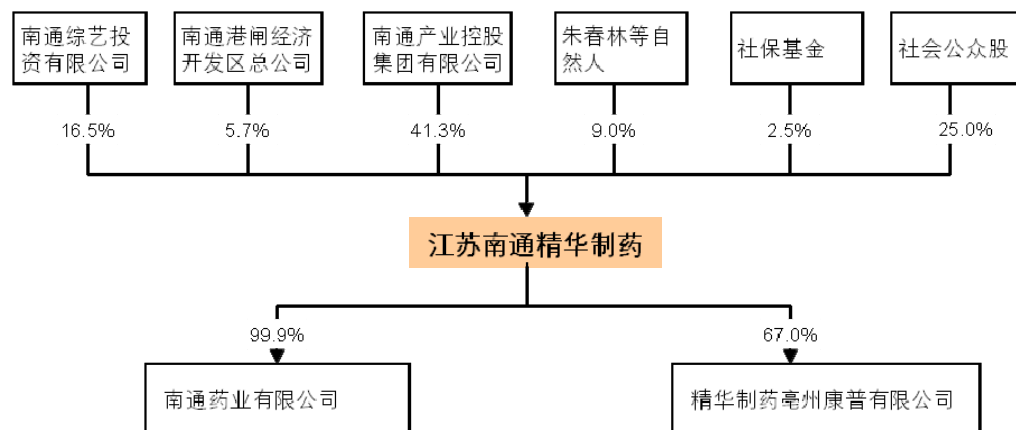
图表目录

图 1：公司股权结构图	4
图 2：公司 2006-2010 年销售收入增长情况	5
图 3：公司 2006-2010 年净利润增长情况	5
图 4：公司 2006-2010 年销售收入中成药业务占比逐渐上升	6
图 5：公司 2010 年营业利润中各项业务构成	6
图 6：公司 2010 年分产品销售收入构成	6
图 7：公司 2010 年分产品营业利润构成	6
图 8：2008-2011 年上半年公司销售收入区域分布	8
图 9：王氏保赤丸 2006-2010 年销售收入增长情况	9
图 10：王氏保赤丸 2006-2010 年毛利率波动情况	9
图 11：正柴胡饮颗粒 2006-2010 年销售收入增长情况	10
图 12：正柴胡饮颗粒 2006-2010 年毛利率波动情况	10
图 13：样本医院胆病用药市场增长情况	11
图 14：部分中药材最近一年的价格走势	14
图 15：精华制药历史 PE-BAND	17
表 1：10 年分行业销售收入和毛利率变化情况	5
表 2：公司主要产品分类	5
表 3：公司高级管理人员持股情况	7
表 4：南京地区 2009 年 3 月儿科类中成药采购金额排名	9
表 5：南京地区 2009 年 3 月呼吸系统疾病类中成药采购金额排名	10
表 6：大柴胡颗粒在全国部分地区的中标情况	12
表 7：公司主要产品价格变动情况（单位：元）	13
表 8：公司主要原材料价格变动情况（单位：元/公斤）	14
表 9：公司 2012 年盈利预测的敏感性分析	15
表 10：主要产品的销售收入假设	15
表 11：主要产品的毛利率假设	16
附表：公司财务预测表	18

1 公司概况

南通精华制药主要从事中成药、原料药及医药中间体和西药制剂的研发、生产和销售。公司整合了原南通制药总厂和南通中诚制药有限公司的优质资产，二者均有近五十年的生产历史。公司控股股东为南通产业控股集团，实际控制人为南通市国资委，公司管理层也持有较多的股份，股权激励较为充分。

图 1：公司股权结构图



资料来源：公司年报，东方证券研究所

1.1 中药独家品种是现有利润的主要来源

公司有中西药品种近 200 余种，涵括片剂、胶囊剂、颗粒剂、散剂、糖浆剂、合剂等七大剂型，其中王氏保赤丸和季德胜蛇药片为国家中药保密品种，王氏保赤丸、正柴胡饮颗粒、金荞麦片、晕可平颗粒、固本咳喘片五个品种被列为国家二级中药保护品种

因为独家产品较多，公司中药产品具有较高毛利率和定价权：10 年受北柴胡（正柴胡饮颗粒的主要成分之一）涨价一倍、川贝涨价 15%（王氏保赤丸的主要成分之一）、蜈蚣（季德胜蛇药片的主要成分之一）涨价 20% 影响，王氏保赤丸出厂价提升 17%，从 19.07 提升到 22.35 元（0.15g(0.15g/60 丸)*20(水丸)），最高零售价提升了 20%，从 29.9 元/盒调整到 35.9 元/盒。提价后，王氏保赤丸的毛利率增加了 2.3% 到 82% 的较高水平，说明公司对该产品具有较强的定价权。

- 10 年王氏保赤丸收入增长 14%，扣除提价因素后，基本销量持平，并且 11 年上半年销售收入增速 15% 左右。说明终端消费者对王氏保赤丸提价接受程度较高。
- 10 年正柴胡饮颗粒提价 13.5%，提价后收入还下滑了 10%，主要原因是因为正柴胡饮用于流行性感冒初起、轻度上呼吸道感染等疾患治疗，同类品种较多，竞争激烈所致。
- 季德胜蛇药片 10 年没有提价，导致毛利率从 09 年 65% 水平下降 5% 到 60%。不过由于还是自然销售，销量没有增加。

表 1：10 年分行业销售收入和毛利率变化情况

分行业	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年增减	营业成本比上年增减	毛利率比上年增减值
主要中药制剂	13274	3646	72.53%	3.53%	0.82%	0.74%
主要原料药	9237	6109	33.86%	14.40%	10.54%	2.31%
其他	4715	3557	24.56%	-3.90%	-14.62%	9.47%
合计	27226	13313	51.10%	5.52%	0.02%	2.68%

资料来源：公司资料

表 2：公司主要产品分类

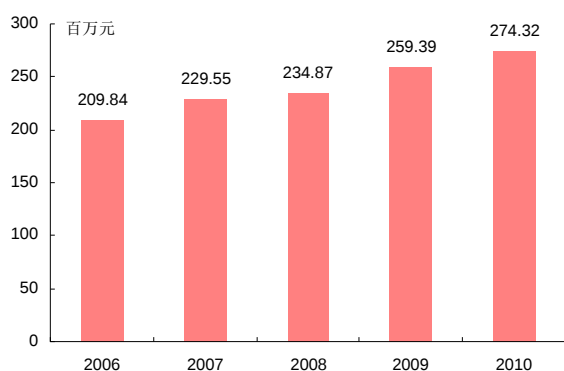
	品名	保护类型	保护期限	适应症	销售收入 (万元)	毛利率
中成药	王氏保赤丸	国家中药保密品种、国家二级中药保护品种	2014 年 5 月 1 日	助消化药	5366	82.67%
	季德胜蛇药片	国家中药保密品种、卫生部绝密品种		清热解毒	1801	59.55%
	正柴胡颗粒	国家二级中药保护品种	已过期	抗感冒	4180	63.12%
	金荞麦片	国家二级中药保护品种	2013 年 5 月 1 日	止咳平喘	1927	76.84%
	固本咳喘片	国家二级中药保护品种	已过期			
	大柴胡饮颗粒	中药新药四年行政保护	2012 年 2 月 1 日	急慢性胆囊炎		
化学原料药	苯巴比妥	独家批量生产		镇静催眠	5633	39.47%
	保泰松			抗关节炎	2111	8.21%
	氟尿嘧啶			抗肿瘤	1493	48.95%

资料来源：招股说明书 东方证券研究所

1.2 业绩保持稳定增长

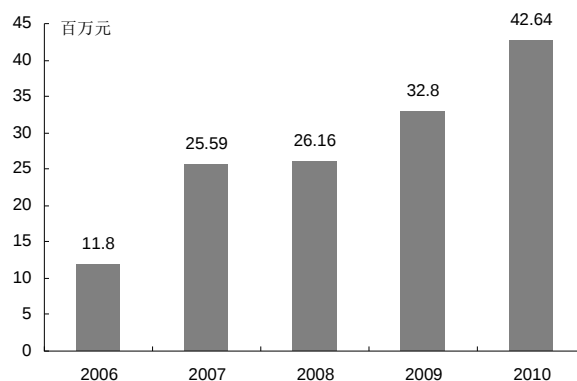
公司自上市以来业绩保持了较平稳的增长，最近五年营业收入复合增长率为 6.93%，归属于母公司所有者的净利润的复合增长率为 37.87%，公司的盈利水平在不断提升。

图 2：公司 2006-2010 年销售收入增长情况



资料来源：WIND

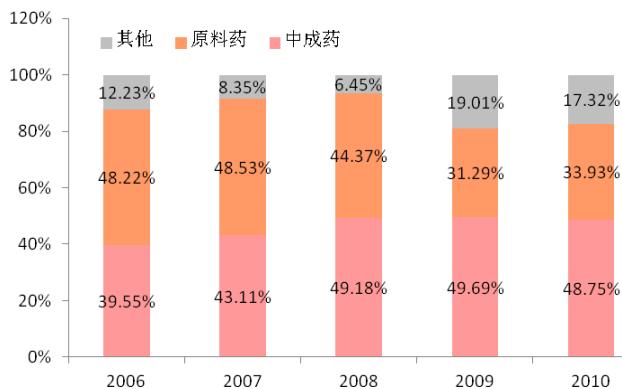
图 3：公司 2006-2010 年净利润增长情况



资料来源：WIND

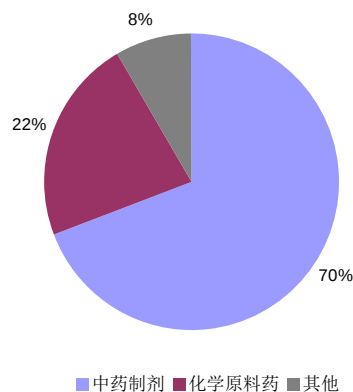
其中中成药业务收入和利润贡献的比重稳步上升，在最近三年内保持了较稳定的比例，2010 年营业收入中 49% 来自于中成药业务、营业利润中 70% 来自于中成药业务。

图 4：公司 2006-2010 年销售收入中成药业务占比逐渐上升



资料来源：WIND

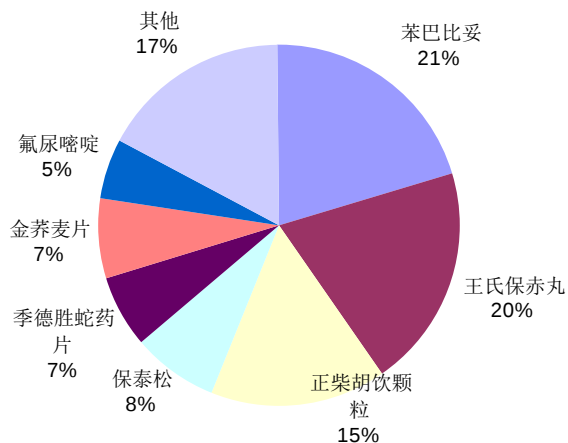
图 5：公司 2010 年营业利润中各项业务构成



资料来源：WIND

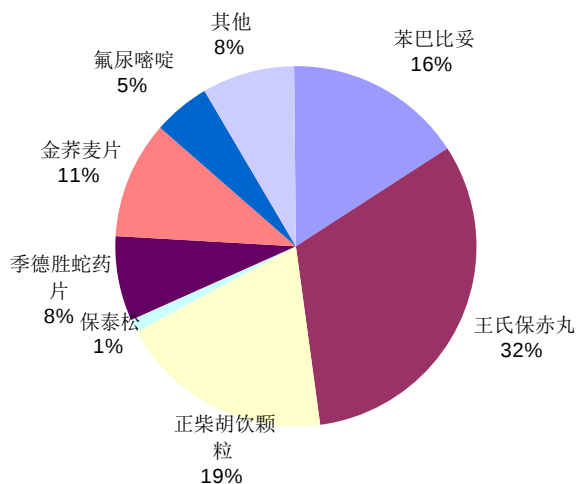
分产品收入中，苯巴比妥、王氏保赤丸和正柴胡饮颗粒三者占比较大，合计占到营业收入的 56%，在分产品毛利中，三者占到总毛利的 67%，是公司的核心三大品种。

图 6：公司 2010 年分产品销售收入构成



资料来源：WIND

图 7：公司 2010 年分产品营业利润构成



资料来源：WIND

1.3 管理层持股、激励到位

公司的管理层持有一定公司股票，根据 2011 年中报显示，董事长及总经理等 6 名高管合计持有公司 290 万股，占公司总股本的 2.9%；除高级管理人员外，公司各部门的销售经理、生产经理及众多部门负责人均持有上市公司股权，激励比较到位。

表 3：公司高级管理人员持股情况

	职位	持股（万股）	持股比例
朱春林	董事长	120	1.20%
周云中	董事长	57.5	0.58%
吉正坤	监事	45	0.45%
宋皞	副总经理	7.5	0.08%
徐跃	副总经理	52.5	0.53%
杨小军	副总经理	7.5	0.08%
总计		290	2.90%

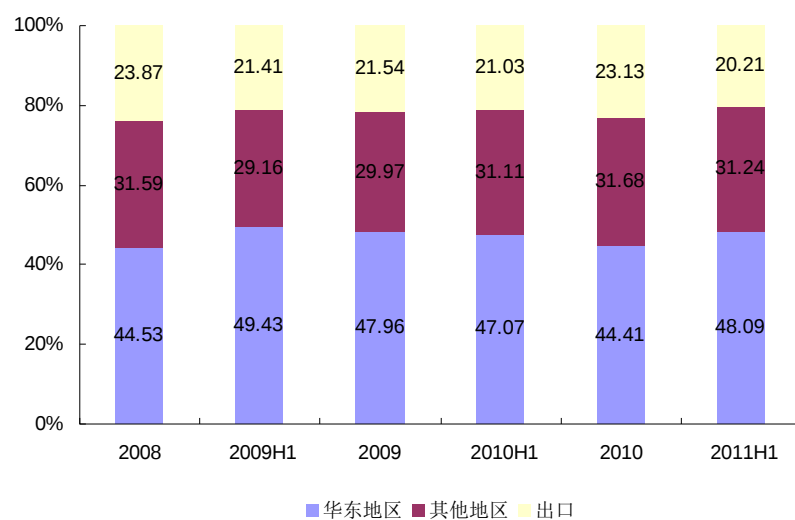
资料来源：WIND

2 投资亮点

2.1 营销改革，有望带领拳头品种走向全国

营销之前是公司的弱项，不仅人员少，而且单产品的销售收入规模很小，基本上集中在江苏地区，几大主要产品的销售规模也就维持在 5000 万左右，销售亟待改善，这可能与公司国企的氛围和不够市场化的机制有关，以往的考核机制很不到位。

图 8：2008-2011 年上半年公司销售收入区域分布



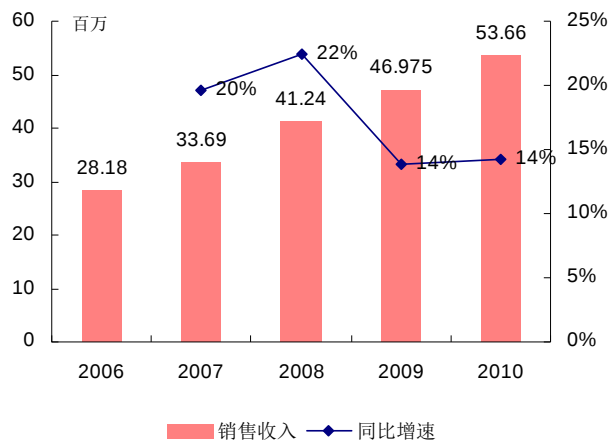
资料来源：WIND

公司 2010 年四季度开始下大力度进行营销改革，建立并真正开始落实营销人员的考核机制，采用底薪+奖金+超额奖金的方式；部分二线品种进行代理；大柴胡颗粒全国代理+区域自主销售相结合的方式市场开拓，以求快速增长。如果公司能够改革成功，出现王氏保赤丸，金荞麦片和大柴胡三个过亿品种是可以期待的，成长空间很大。

● 王氏保赤丸：适应证有望扩大到降血脂领域，扩大市场容量 4 亿元

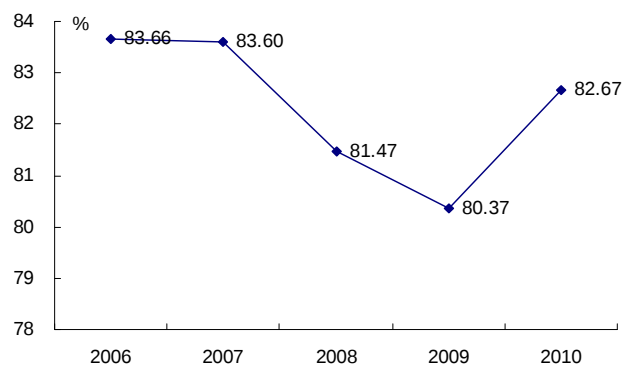
王氏保赤丸是根据清代道光年间，通州著名中医王牖卿祖传秘方，并由其嫡孙北京中医药大学终身教授王绵之先生监制的纯中药制剂。该品种主治小儿消化系统疾病，分属儿科类用药市场，儿童体质弱，对药品的使用方式和副作用等方面有更为苛刻的要求，王氏保赤丸性情较为温和，适宜儿童使用而且在新的配方中已经不含朱砂，更有利于健康。未来有望适应证扩大到成年人群，进一步带动产品需求。

图 9：王氏保赤丸 2006-2010 年销售收入增长情况



资料来源：WIND

图 10：王氏保赤丸 2006-2010 年毛利率波动情况



资料来源：WIND

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，良好的疗效和安全性有望帮助该产品走向广大空白区域。

表 4：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	南通精华制药有限公司
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

资料来源：招股说明书

王氏保赤丸未来另一重大的发展空间在于产品适应证有望扩大到降血脂领域，公司目前正致力于该产品治疗高脂血症、高粘滞血症的临床应用研究，并被列为国家科技部支撑计划项目，公司已经获得国家发明专利“王氏保赤丸作为制备治疗高脂血症、高粘滞血症、高血糖、高血压药物的应用”。由于王氏保赤丸已经具备了一定的市场影响力，推出治疗高脂血症等新功能将有望得到更多消费者的认可，同时降血脂市场更容易培养出中药大品种如复方丹参滴丸等，这是因为中药往往副作用低，同时治标治本，容易得到消费者的认可，因此王氏保赤丸未来在降血脂领域的发展将非常值得期待。

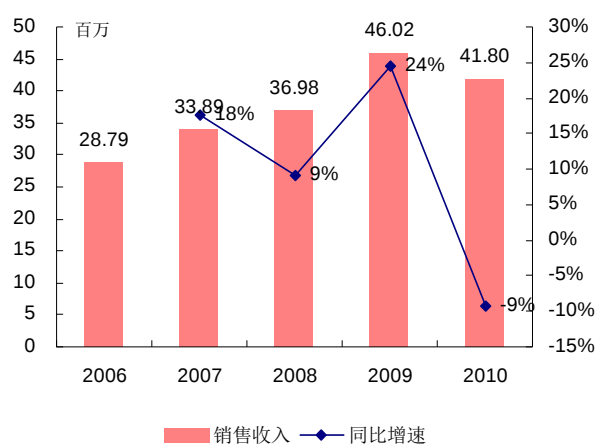
按照卫生部的统计，18 岁以上居民的高血脂率达 18.6%。全国患者总人数达 1.6 亿。我们按三个月一疗程计算，1.6 亿患者中如果有 0.2% 服用王氏保赤丸，其市场空间即可达到 4 亿元以上。09

年高血脂药的销售额达 92.3 亿元，过去 7 年的年均增长率在 22% 左右，其中中药血脂康（红曲提取物）市场份额 4% 左右，09 年销售额 4 亿元，4000 万盒。

● 正柴胡饮颗粒：主治风寒感冒

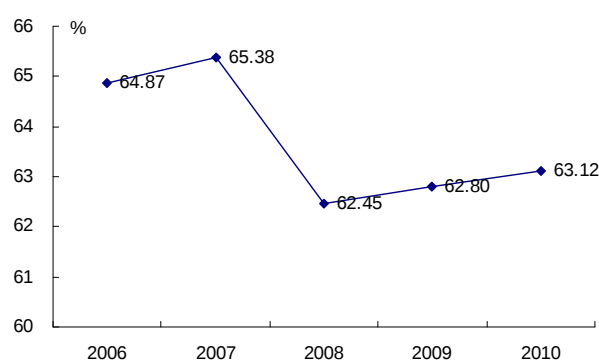
正柴胡饮颗粒为主治风寒感冒的非处方药物，并多次被卫生部等各级卫生行政部门列入相关抗病毒中医药产品参考目录，该产品系根据明代名医张景岳验方运用现代科学方法研制而成，原为国家二级中药保护品种，并被列入甲类医保目录。

图 11：正柴胡饮颗粒 2006-2010 年销售收入增长情况



资料来源：WIND

图 12：正柴胡饮颗粒 2006-2010 年毛利率波动情况



资料来源：WIND

公司的正柴胡饮颗粒目前主要销售区域也是在江浙沪一带，在该区域市场具有较强的竞争能力，通过学术营销进行推广，其他区域则主要是自然销售。该药虽然目前已经度过了保护期，但是获得批文的生产厂家仍然只有公司和中国中医科学院实验药厂，由于新药审批未来将更为严格，公司仍能保持较强的市场地位。

表 5：南京地区 2009 年 3 月呼吸系统疾病类中成药采购金额排名

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	南通精华制药有限公司
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	南通精华制药有限公司

资料来源：招股说明书

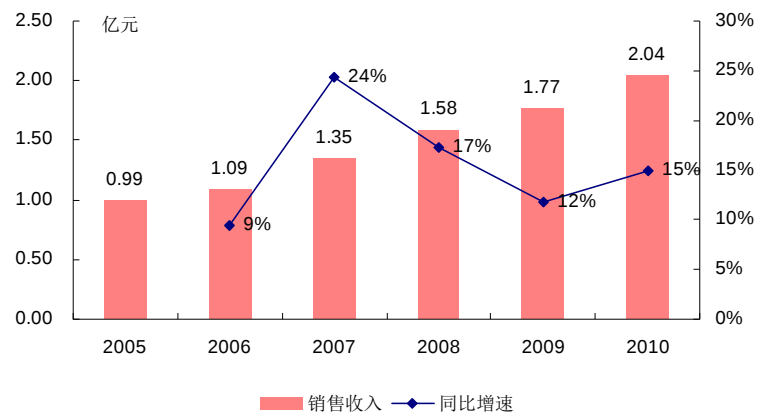
2.2 大柴胡颗粒：潜力重磅品种

“大柴胡颗粒”系针对我国急慢性胆囊炎这一重大疾病的治疗，根据东汉著名的医药学家张仲景创立的“大柴胡汤”，经过公司科技人员深化研究开发，作为“未曾在中国境内上市销售的由中药、天然药物制成的复方制剂”并拥有独立知识产权的国家级中药新药，目前由公司独家生产，享有四年行政保护期保护。

● 急慢性胆囊炎特效药：目前推广顺利

大柴胡颗粒已经被列入国家医保目录清利肝胆剂乙类，为专治急、慢性胆囊炎的特效良药。之前慢性胆囊炎等多采用手术方式。近年来，随着对健康和生活质量要求的不断提高，人们越来越倾向于用非手术方法治疗胆道疾病，因而治疗胆囊炎的临床用药金额稳步上升，目前国内胆病用药市场规模预计在 10 亿元以上，大柴胡颗粒每盒装 6 袋、一日三次，一次一袋，患者两日便消费一盒，一个疗程 3 个月，一个疗程的消费金额 5000-6000 元，如果有 1 万位患者服用，即可贡献 5000 万营业收入。

图 13：样本医院胆病用药市场增长情况



资料来源：PDB

大柴胡颗粒的推广工作进展顺利，2009 年 11 月被列入国家医保目录，2011 年在全国十多个省中标，且中标价格较高，足够的利润空间有利于学术推广和招商工作。

表 6：大柴胡颗粒在全国部分地区的中标情况

地区	年份	通用名	剂型	规格	报价单位	中标价
江苏	2010	大柴胡颗粒	颗粒剂	8g	盒	106.05
浙江	2010	大柴胡颗粒	颗粒剂	8g	盒	134.85
河南	2010	大柴胡颗粒	颗粒剂	8g	盒	106.04
广西	2010	大柴胡颗粒	颗粒剂	8g	盒	101.8
河北	2010	大柴胡颗粒	颗粒剂	8g	袋	17.67
山西	2011	大柴胡颗粒	颗粒剂	8g	盒	96.2

资料来源：GBI

● 二次开发空间无限

大柴胡颗粒在日本早于 1986 年上市，现已作为非处方药销售，销售规模达到 30 亿元左右，主要用于胆囊炎、胆结石、黄疸、肝功能障碍、高血压、糖尿病、失眠等症，公司目前正以日本为榜样，积极扩大大柴胡颗粒的适应症范围，目前已经申请了 10 多个药物应用专利，并已经获得了在制备治疗荨麻疹药物中的应用等专利，未来尽管大柴胡颗粒面临被仿制风险，但多个应用专利的保护将明显保障公司的竞争力。

● 大柴胡饮颗粒保守估算的市场容量 17.5 亿元。

消炎利胆片是一款治疗急性胆囊炎、胆管炎的中成药，在国内上市已经 30 多年了，由于疗效较佳，售价低于 10 元，因此深受市民欢迎。由于其成分主要含有穿心莲、溪黄草等，而这些原材料的主产地又都来自广东，因此该药主要以广东药企生产为主。目前白云山和黄、罗浮山国药以及万年青占据了 80% 的市场份额。消炎利胆片糖衣片每瓶装 100 片，每盒装 1 瓶，一次 6 片，一日 3 次。一瓶用 5 天。终端销售价格 5.5 元/瓶。整个消炎利胆片销售收入约在 6 亿元左右。预计年销量 1 亿瓶以上，2010 年罗浮山国药消炎利胆片不到 5000 万元，2011 年与南京医药合作后，将在 11 年突破 2 亿元收入。2010 年白云山和黄消炎利胆片销量 1 亿元。

大柴胡饮颗粒出厂价 70 元/盒，一盒 6 包，一日三次，一次一包。如果使用人群只有消炎利胆片的 1/10，销量 1000 万瓶消炎利胆片，相当于每年 2500 万盒大柴胡饮颗粒的销量。折合 17.5 亿元的市场容量。考虑到大柴胡饮其他的适应症，整体市场容量应该在 30 亿元左右。

2.3 季德胜蛇药片开拓日化领域，潜在市场容量 15-20 亿元

季德胜蛇药片主要成分七叶一枝花、蟾蜍皮、蜈蚣、地锦草等。10 年销售收入 1800 万元。说明书中适应症主要为清热，解毒，消肿止痛。用于毒蛇、毒虫咬伤。市场价格 20-23 元（规格 0.4 克×10 片×2 板×3 袋）。季德胜蛇药片抗病毒作用较为突出，临床前研究其抗病毒作用不亚于对照西药阿昔洛韦。08,09 年这个产品就已经总结了临床前资料申报临床，目前尚未获得国家药监局的临床批复。但实际应用上，该产品已经在上海市第六人民医院用于治疗带状疱疹，效果非常突出。

目前公司主要目标是开拓季德胜蛇药片的日化产品。8 月 16 号董事会会议已经通过了收购季德胜中药研究所和季德胜蛇药片衍生品公司。回收了季德胜在日化和药品上的品牌。为日后的日化，药品产品拓展奠定了基础工作。未来会开发香皂，沐浴露等系列产品。定位日化产品中的药，走高端路线。预计品牌培育和产品获得许可证需要 2-3 年的时间。但一旦做大，销售收入会增长很快。参

照上海家化六神系列 10 年的销售收入 13 亿元测算，季德胜日化开发的市场容量在 15-20 亿元左右。

云南白药 03 年才开始启动牙膏的生产销售，04 年云南白药牙膏销售额就过亿元，10 年云南白药牙膏销售收入 10 亿元，利润总额 3.5 亿元，净利润 2.9 亿元，净利率 30% 左右。上海家化的六神系列：六神系列 2005 年销售额 2500 万元，05 年采用广告营销后（斯琴高娃和李冰冰代言）销售额有较大增速。10 年销售收入 13 亿元，毛利率 45%，近年销售增长率 5%-8% 左右。净利率 10%-15% 左右。

2.4 中药材价格有望下降、提升毛利率水平

公司几个关键中药品种的出厂价格最近三年一直保持稳中有升态势，这主要得益于公司是自建销售团队进行推广、渠道只负责送货所致，另外几个品种均基本没有竞争对手，掌握了比较明显的定价权。

表 7：公司主要产品价格变动情况（单位：元）

产品名称	单位	2010 年平均售价	2009 年平均售价	2008 年平均售价
季德胜蛇药片 0.4g/10sx2 板 x3 小盒	盒	13.68	13.57	12.92
金荞麦片 15 片 × 2	盒	10.62	10.91	8.91
金荞麦片 15 片/板*6 板/中盒*100 中盒	盒	31.59	31.28	-
王氏保赤丸 0.15g/10 支 x2 板 x200 盒	盒	22.35	19.07	-
王氏保赤丸 0.15g/10 支 x2 板 x100 盒	盒	19.41	18.43	18.41
王氏保赤丸 0.15g/10 支 x300 盒	盒	-	11.1	10.55
正柴胡饮颗粒 10 克 × 6	盒	6.54	6.5	6.5
正柴胡饮颗粒 5 克 × 6	盒	7.97	7.02	6.94
正柴胡饮颗粒 3 克 × 10 × 200	盒	9.24	9.22	9.23
正柴胡饮颗粒 5g*10	盒	12.66	11.45	-

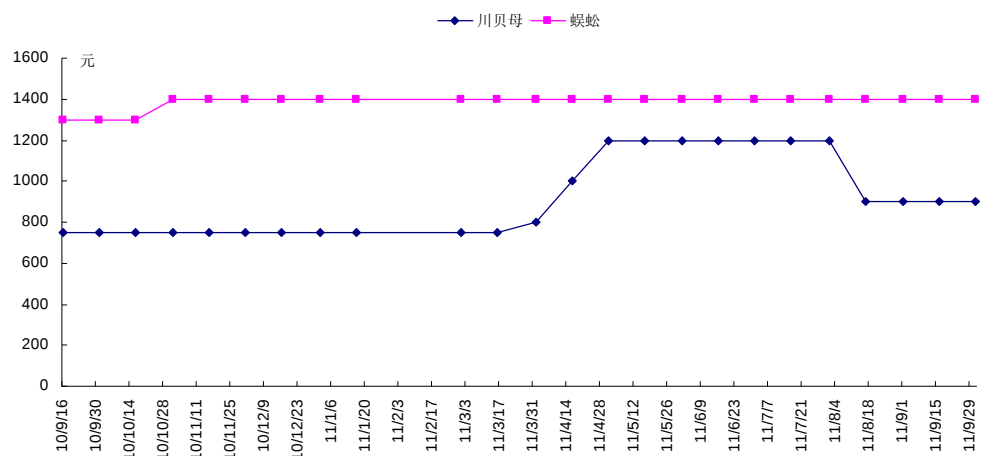
资料来源：公司年报

今年上半年公司受累于中药材和化工原料的大幅涨价，整体毛利率水平相比去年同期下降了 1.78 个点，其中中药制剂的毛利率水平相比去年同期下降了 4.61 个点，拖累了全年的业绩水平。目前公司中药材主要使用的品种包括北柴胡、川贝、蜈蚣等，或为两年生植物、或为 6 个月即可性成熟，随着收购价格最近两年一直较高，农户的种养热情高涨，因此我们判断明年价格下降将成为大概率事件，这将重新提升毛利率水平。

表 8：公司主要原材料价格变动情况（单位：元/公斤）

产品名称	2011 年预计平均售价	2010 年平均售价	2009 年平均售价	2008 年平均售价
甲醇钠	4.5	3.9	3.29	4.62
乙醇	6.5	5.61	4.2	4.9
苯乙基酯	N/A	45.19	43.97	44.2
川贝	950	817.27	707.99	699.75
蜈蚣	1350	973.45	805.63	725.66
北柴胡	45	40.98	20.73	21.11

资料来源：公司年报

图 14：部分中药材最近一年的价格走势


资料来源：中药价格信息网

3 盈利预测

未来随着销售改革的推进、中药材价格的回稳以及原料药业务的恢复，有望确定业绩拐点、迎来一轮快速增长期，展望 2012 年业绩，关键因素在于中药材价格的回落程度以及主要中药品种的增速提快到何种程度，为此我们进行敏感性分析，悲观预计下（中药毛利率水平下降 1 个点，中药收入增速只有 10%），2012 年主业的每股收益为 0.56 元，同比增长 51%，中性预计下（中药毛利率水平上升 2 个点，中药收入增速为 20%），2012 年主业的每股收益为 0.63 元，同比增长 70%，乐观预计下（中药毛利率水平上升 5 个点，中药收入增速为 35%），2012 年主业的每股收益为 0.73 元，同比增长 97%。

表 9：预计公司 2012 年主业每股收益的敏感性分析

2012 主业 EPS		中药品种销售收入同比增速		
		10%	20%	35%
中药材毛利率上下波动	-1%	0.56 元	0.58 元	0.61 元
	2%	0.61 元	0.63 元	0.67 元
	5%	0.66 元	0.69 元	0.73 元

资料来源：东方证券研究所

在中性预计下，

- 公司主要中药品种自去年四季度开始营销改革后，初步效果已经显现，今年增速正在恢复，我们认为这种趋势有望得到延续；主要原料药是老品种兽药，需求比较稳定，竞争对手也较少，今年受到订单波动影响，明年预计恢复常态；

表 10：主要产品的销售收入假设

项目	类别		2009	2010	2011E	2012E	2013E
主要中药	王氏保赤丸	销售收入	46.98	53.66	61.70	74.05	92.56
		同比增速	13.91%	14.22%	15.00%	20.00%	25.00%
	正柴胡饮颗粒	销售收入	46.02	41.80	48.07	57.69	72.11
		同比增速	24.45%	-9.17%	15.00%	20.00%	25.00%
	季德胜蛇药片	销售收入	17.90	18.01	20.72	24.86	31.07
		同比增速	13.02%	0.62%	15.00%	20.00%	25.00%
	金荞麦片	销售收入	17.31	19.27	22.16	26.59	33.24
		同比增速	40.87%	11.30%	15.00%	20.00%	25.00%
	大柴胡饮	销售收入	0.00	0.00	5.00	30.00	100.00
		同比增速				500.00%	233.33%
主要原料药	保泰松	销售收入	17.84	21.11	17.94	19.74	20.72
		同比增速	-23.80%	18.36%	-15.00%	10.00%	5.00%
	苯巴比妥	销售收入	49.50	56.33	47.88	52.67	55.30
		同比增速	22.04%	13.81%	-15.00%	10.00%	5.00%
	氟尿嘧啶	销售收入	13.41	14.93	12.69	13.96	14.66
		同比增速	19.67%	11.33%	-15.00%	10.00%	5.00%
	合计	销售收入	80.74	92.37	78.52	86.37	90.69
		同比增速	7.41%	14.40%	-15.00%	10.00%	5.00%

中药饮片与贸易	销售收入	60.00			200.00	300.00
	同比增速				191.67%	14.29%
其他	销售收入	50.43	49.21	60.00	70.00	80.00
	同比增速	-5.47%	-2.42%	21.93%	16.67%	14.29%

资料来源：东方证券研究所

- 中药材在经过两年的上涨后预计明年将有所回落，从而带动主要中药品种毛利率水平的回升；

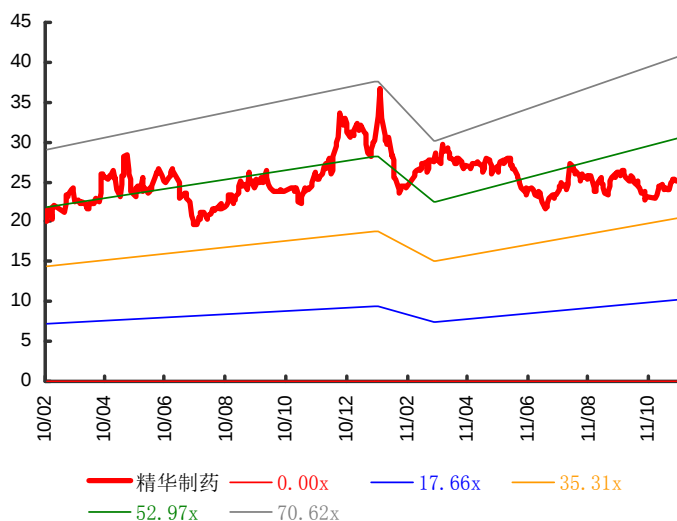
表 11：主要产品的毛利率假设

项目	类别	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主要中药	王氏保赤丸	80.37%	82.67%	78.00%	80.00%	80.00%
	正柴胡饮颗粒	62.81%	63.12%	59.00%	61.00%	61.00%
	季德胜蛇药片	64.74%	59.55%	55.00%	57.00%	57.00%
	金荞麦片	79.68%	76.84%	72.00%	74.00%	74.00%
	大柴胡饮			80.00%	82.00%	82.00%
	合计	71.79%	72.53%	68.40%	71.71%	73.66%
主要原料药	保泰松	-1.35%	8.21%	7.00%	9.00%	8.00%
	苯巴比妥	37.71%	39.47%	38.00%	40.00%	40.00%
	氟尿嘧啶	52.58%	48.95%	46.00%	48.00%	49.00%
	合计	31.55%	33.86%	32.21%	34.21%	34.14%
中药饮片与贸易				20.00%	22.00%	22.00%
其他		16.84%	20.00%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源：东方证券研究所

在中性预计下，我们预计 2011-2013 年每股收益为 0.51 元（主业为 0.37 元）、0.78 元（主业为 0.63 元）和 0.98 元，2012-2013 年主业的复合增速在 50% 以上，乐观预计下公司主业增速在 2012 年有望翻倍，产品中王氏保赤丸，大柴胡饮，季德胜系列未来市场容量超过 40 亿元，市值有望达到 200-300 亿规模，对应 11 年 24 亿元市值，还有 10 倍的成长空间。公司 11 年业绩拐点清晰，具有较明确的长期发展潜力，公司历史估值水平一直稳定在 50 倍左右，因此按 2012 年主业 50 倍市盈率给予目标价 31.5 元，上调公司评级至买入。

图 15：精华制药历史 PE-BAND



资料来源：WIND

4 风险因素

新药投放市场低于预期

尽管大柴胡颗粒的推广工作进展顺利，2009 年 11 月被列入国家医保目录，2011 年在全国十多个省中标，但仍不排除未来在市场未取得预期效果，对公司收入增长造成影响。

国内竞争加剧，原料药价格大幅波动

近年来原料药价格基本平稳，但不排除未来因国内市场竞争加剧造成原料药价格的大幅波动。

附表：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	513	521	572	658	营业收入	274	356	570	800
现金	402	409	389	404	营业成本	133	199	328	443
应收账款	32	40	64	90	营业税金及附加	3	4	6	9
其它应收款	0	1	1	1	营业费用	51	64	88	125
预付账款	28	4	7	9	管理费用	37	47	67	97
存货	51	67	112	154	财务费用	0	(3)	(3)	(3)
其他	-	-	-	-	资产减值损失	1	-	-	-
非流动资产	98	155	216	262	公允价值变动收益	-	-	-	-
长期投资	-	-	-	-	投资净收益	-	-	-	-
固定资产	78	121	206	253	营业利润	49	46	83	128
无形资产	10	9	8	7	营业外收入	2	17	17	-
其他	11	26	2	2	营业外支出	1	-	-	-
资产总计	611	676	788	921	利润总额	50	62	100	128
流动负债	58	82	110	134	所得税	8	10	16	20
短期借款	-	25	25	25	净利润	43	52	84	108
应付账款	30	40	66	89	少数股东损益	0	1	7	10
其他	29	17	20	21	归属于母公司净利润	43	51	78	98
非流动负债	9	5	5	5	EBITDA	58	55	103	160
长期借款	-	-	-	-	EPS (元)	0.43	0.51	0.78	0.98
其他	9	5	5	5	主要财务比率				
负债合计	67	87	115	139	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	1	8	18	成长能力				
股本	80	100	100	100	营业收入	5.8%	29.8%	59.9%	40.4%
资本公积	375	355	355	355	营业利润	23.8%	-6.8%	82.3%	54.3%
留存收益	87	130	208	306	归属于母公司净利润	30.0%	19.6%	52.8%	26.3%
归属母公司股	544	587	665	764	获利能力				
负债和股东权	611	676	788	921	毛利率	51.4%	44.1%	42.5%	44.6%
现金流量表					净利率	15.5%	14.3%	13.7%	12.3%
单位:百万元					ROE	7.8%	8.7%	11.7%	12.9%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	7.7%	5.8%	9.7%	13.2%
经营活动现金	41	57	77	93	偿债能力				
净利润	43	52	84	108	资产负债率	11.0%	12.9%	14.6%	15.1%
折旧摊销	9	13	23	34	净负债比率				
财务费用	0	(3)	(3)	(3)	流动比率	8.78	6.35	5.20	4.91
投资损失	-	-	-	-	速动比率	7.89	5.53	4.18	3.76
营运资金变动	(11)	(2)	(46)	(49)	营运能力				
其它	(0)	(3)	18	2	总资产周转率	0.66	0.55	0.78	0.94
投资活动现金	(36)	(71)	(100)	(80)	应收账款周转率	8.23	9.29	10.25	9.73
资本支出	(36)	(71)	(100)	(80)	应付账款周转率	4.61	5.73	6.22	5.75
长期投资	-	(0)	-	-	每股指标 (元)				
其他	0	0	-	-	每股收益	0.43	0.51	0.78	0.98
筹资活动现金	339	21	3	3	每股经营现金流	0.41	0.57	0.77	0.93
短期借款	(25)	25	-	-	每股净资产	5.44	5.87	6.65	7.64
长期借款	-	-	-	-	估值比率				
普通股增加	20	20	-	-	P/E	59.8	50.0	32.7	25.9
资本公积增	352	(20)	-	-	P/B	4.7	4.3	3.8	3.3
其他	(8)	(4)	3	3	EV/EBITDA	36.8	38.9	20.8	13.5
现金净增加额	345	7	(20)	15					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；

散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；

当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；

60 日累计：当日净量的 60 日累计值；

10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn