

攻守兼备、价值低估的医药明珠

公司深度

◆公司简介:

吉林敖东多年深耕于医药领域,同时致力于投资各类优质资产并反哺医药工业,打造中成药和化学药品并重的大型综合医药企业。

◆公司看点:

1、“大品种、多品种群”战略动力十足:公司以中成药起步,逐步拓展到化学药品领域,大力贯彻“大品种、多品种群”战略,打造了覆盖心脑血管、肿瘤、肝病、妇科、儿科和大健康等领域的品种群。

2、化学药品迎来高速增长期:目前以安神补脑液为代表的传统中成药业务进入成熟期,近年来维持在10%-15%的增速。以注射用核糖核酸II和小牛脾提取物为代表的化学药品主攻抗肿瘤等关键领域,目前已迈入了收获期。13年化学药品板块整体实现了75%的高速增长,14-16年将维持30%-40%的较高增长水平,并维持超过80%的高毛利水平。预计14年化学药品将超过中成药的收入,成为公司未来最主要的增长极。

3、广发证券股权提供安全边际:目前持有广发证券21.03%的股权,对应市值高达高达167亿元,而吉林敖东总市值仅约为197亿元,因此广发股权提供了安全边际。随着国内金融市场的逐步回暖,公司各类资产有望逐步升值。

4、高管层增持彰显长期发展信心:公司董事长李秀林等9名高管人员于14年6月19日以约15.20元的价格增持公司股份共计1,775,066股,且多年来无高管减持公司股份的现象,体现了管理层对公司长期发展信心。

5、现金充足,外延并购值得期待:公司现金流充沛,资产负债率低。2014年度三季报显示,公司的净资产高达120亿元,而资产负债率仅为8.3%,账面现金资产高达16.3亿元。我们认为,未来公司通过外延并购引入相关产品做大医药主业的前景值得期待。

◆盈利预测与估值:我们预测,医药板块14-16年净利润为3.63亿、4.47亿和5.78亿元,给予15年25倍PE的估值为112亿元;持有广发证券股权的投资收益14-16年为7.72亿、9.06亿和10.02亿元,按证券行业给予15年18倍PE的估值为163亿元;公司总市值为275亿元,对应的目标价为30.76元,当前价为22.50元。考虑医药板块的稳健增长,以及金融市场回暖使持有广发股权带来的丰厚投资收益,我们认为公司价值被低估,攻守兼备,给予“买入”评级。

◆风险提示:药品降价;广发证券业绩不佳;对外投资出现重大损失。

业绩预测和估值指标

指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1,445	1,957	2,480	3,076	3,733
营业收入增长率	26.22%	35.38%	26.75%	24.01%	21.36%
净利润(百万元)	646	1,059	1,163	1,436	1,658
净利润增长率	-67.39%	63.79%	9.83%	23.53%	15.42%
EPS(元)	0.72	1.18	1.30	1.61	1.85
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.68%	10.01%	9.98%	11.08%	11.45%
P/E	30	18	17	13	12
P/B	2	2	2	1	1

买入(首次)

当前价/目标价:22.50/30.76元

目标期限:6个月

分析师

江维娜(执业证书编号:S0930513060003)

021-22169102

jiangwn@ebscn.com

联系人

胡银玉

021-22169171

huyinyu@ebscn.com

市场数据

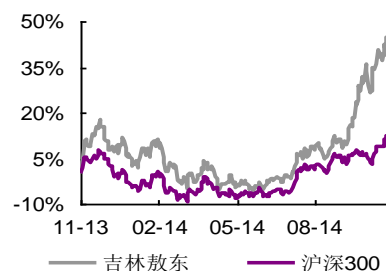
总股本(亿股):8.94

总市值(亿元):197.13

一年最低/最高(元):14.88/23.50

近3月换手率:135.08%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	6.39	21.70	30.18
绝对	11.89	32.20	42.18

相关研报

投资要件

关键假设

(1) 以安神补脑液为代表的中成药品种将继续稳健增长, 14-16 年的收入增速分别为 15.00%、12.00%和 10.00%。

(2) 以注射用核糖核酸 II 和小牛脾提取物的化学药品将加速放量, 14-16 年的收入增速分别为 40.00%、35.00%和 30.00%。

(3) 食品业务处于培育期, 基数较小, 未来有望加速放量, 14-16 年的收入增速分别为 60.00%、50.00%和 40.00%。

(4) 公路通行费及公路工程将逐步退出公司的舞台, 16 年起将不为公司贡献收入和利润。

(5) 广发证券将受益于政策支持和行业回暖带来的发展机遇, 进入稳步增长期, 广发证券将为吉林敖东贡献稳健分红收益支持其主营业务的发展。

我们区别于市场的观点

市场认为, 吉林敖东业务过于分散, 未始终专注于医药主营业务。我们认为, 公司战略性投资广发证券并获得 21.03%的股权, 恰好体现了公司的战略眼光, 为公司长期发展医药板块提供了足够的资金支持。近年来, 公司合理采用广发证券的丰厚投资收益, 促进医药板块进入快速发展车道。

市场认为, 公司的业绩受广发证券的影响过大。我们认为, 一方面广发证券受政策支持和行业回暖, 未来三年业绩逐步向好是大趋势; 另外一方面, 医药业务在快速壮大过程中, 未来公司受广发证券影响将逐步减弱。

市场认为, 吉林敖东的医药主要产品增速缓慢。我们认为, 市场对公司的理解还停留在安神补脑液等传统中药品种上, 实际上, 以注射用核糖核酸 II、小牛脾提取物为代表的化学药品自 2013 年开始实现了 40%以上的增长, 未来三年复合增速有望超过 30%, 化学药品已带来的新的强劲增长动力。

股价上涨的催化因素

短期看化学药品的放量; 中期看金融市场回暖带来的资产增值; 长期看新产品的开发和外延并购。

估值和目标价格

我们预测, 医药板块 14-16 年净利润为 3.63 亿、4.47 亿和 5.78 亿元, 给予 15 年 25 倍 PE 的估值为 112 亿元。持有广发证券股权的投资收益 14-16 年为 7.72 亿、9.06 亿和 10.02 亿元, 按证券行业给予 15 年 18 倍 PE 的估值为 163 亿元。公司总市值为 275 亿元, 对应的目标价为 30.76 元, 当前价为 22.50 元。考虑医药板块的稳健增长, 金融市场回暖使持有广发股权带来的丰厚投资收益, 我们认为公司价值被低估, 攻守兼备, 给予“买入”评级。

投资风险

药品降价; 广发证券业绩不佳; 对外投资出现重大损失。

目录

1、 公司概况——价值低估的医药企业	6
1.1、 以医药产业为主体的复合型企业	6
1.2、 医药板块在利润中的比重逐步提高	7
1.3、 加大投资和整合，做大做强医药主业	9
2、 中成药进入稳健发展期	10
2.1、 安神补脑液占据中药失眠领域销售领先地位	10
2.2、 血府逐瘀口服液剂型入选基药	12
2.3、 少腹逐瘀颗粒主攻调经零售市场	13
2.4、 利脑心胶囊等多品种布局心脑血管市场	14
2.5、 保健类产品仍处在培育期，未来增长可期	16
3、 化学药品进入收获期	17
3.1、 注射用核糖核酸 II 将加速放量	17
3.2、 小牛脾提取物助力抢占抗肿瘤药物市场	22
3.3、 新产品助力抢占抗肿瘤市场	24
3.4、 生物人工肝项目仍值得关注	24
4、 广发证券股权确保安全边际	25
4.1、 广发证券资产质量好，经营效率高	25
4.2、 广发证券各项业务稳步回升	26
4.3、 广发证券为吉林敖东提供安全边际和成长动力	29
5、 加大研发投入，助推公司长期发展	29
6、 高管增持股份彰显发展信心	30
7、 关键假设和盈利预测	31
8、 财务分析	32
8.1、 盈利能力分析	32
8.2、 营运能力分析	32
8.3、 现金充裕，外延并购值得期待	33
9、 估值水平与投资评级	33
9.1、 医药板块资产估值	33
9.2、 广发证券股权资产估值	34
9.3、 相对估值结论和评级	34
9.4、 股价驱动因素	34
10、 风险分析	34

图表目录

图 1：吉林敖东历年营业收入.....	7
图 2：吉林敖东历年净利润.....	7
图 3：吉林敖东医药板块利润与广发投资收益对比.....	7
图 4：吉林敖东历年医药板块收入和毛利率变化情况.....	7
图 5：吉林敖东历年主营业务收入的构成.....	8
图 6：吉林敖东历年主营业务毛利的构成.....	8
图 7：吉林敖东历年中成药业务收入变化情况.....	10
图 8：我国补益安神类市场消费者年龄分布.....	12
图 9：我国妇科用药近年来市场份额变化情况.....	13
图 10：深圳、北京和广州三地调经类药物消费情况.....	14
图 11：吉林敖东历年化学药业务收入变化情况.....	17
图 12：样本医院肿瘤药物增速.....	18
图 13：注射用核糖核酸 II 作用机理.....	19
图 14：延吉股份 2011 年-2014H1 营业收入和净利润及同比.....	19
图 15：注射用核糖核酸 II 抑制病人肿瘤情况（单位：例）.....	20
图 16：洮南药业 2011 年-2014H1 营业收入和净利润及同比.....	22
图 17：小牛脾提取物注射液作用机理.....	22
图 18：广发证券历年营业收入.....	25
图 19：广发证券历年净利润.....	25
图 20：广发证券的 ROE 与同行业上市公司对比（%）.....	26
图 21：广发证券历年经纪收入.....	26
图 22：广发证券历年经纪收入毛利与行业对比（%）.....	26
图 23：沪深两市成交量的变化（亿元）.....	27
图 24：广发证券历年投资银行业务收入.....	27
图 25：广发证券历年投资银行收入毛利与行业对比（%）.....	27
图 26：广发证券历年自营业务收入.....	28
图 27：广发证券历年自营业务收入毛利与行业对比（%）.....	28
图 28：广发证券历年资产管理收入.....	29
图 29：广发证券历年资产管理业务毛利与行业对比（%）.....	29
图 30：吉林敖东市值与持有广发证券股权市值的对比.....	29
图 31：来自于广发证券的投资收益（亿元）.....	29
图 32：吉林敖东历年研发费用及占比变化.....	30
图 33：吉林敖东 2009 年-2014S3 盈利指标趋势图.....	32
图 34：吉林敖东 2009 年-2014S3 利润率及费用率变化.....	32

表 1：吉林敖东子公司情况.....	6
表 2：吉林敖东主要产品及功能主治	8
表 3：我国失眠用药销售规模及市场份额情况	11
表 4：安神补脑液在各地的中标价（元/盒）	11
表 5：血府逐瘀口服液近期在各省的基本药物中标情况.....	12
表 6：少腹逐瘀颗粒近期在各省的基本药物中标情况.....	14
表 7：吉林敖东心脑血管用药近期在各省的基本药物中标情况.....	15
表 8：吉林敖东在保健品领域的主要品种.....	16
表 9：注射用核糖核酸 II 对小鼠免疫功能影响的实验结果	19
表 10：注射用核糖核酸 II 进入医保目录情况.....	20
表 11：注射用核糖核酸 II 与同类核糖核酸产品对比	21
表 12：注射用核糖核酸 II 近期在各省的基本药物中标情况	21
表 13：小牛脾提取物注射液进入医保目录情况	23
表 14：小牛脾提取物注射液近期在各省的基本药物中标情况.....	23
表 15：ELAD 人工肝项目介绍.....	24
表 16：吉林敖东高管增持公司股份情况（2014 年 6 月 19 日）	31
表 17：关键假设及盈利表预测	31
表 18：吉林敖东的营运能力指标	33
表 19：吉林敖东的偿债能力指标	33
表 20：吉林敖东相关同类公司的估值水平（2014 年 11 月 14 日收盘价为准）	34
表 21：广发证券相关同类公司的估值水平（2014 年 11 月 14 日收盘价为准）	34

1、公司概况——价值低估的医药企业

1.1、以医药产业为主体的复合型企业

吉林敖东药业集团股份有限公司注册地为吉林省敦化市，前身是 1957 年成立的国营延边敦化鹿场，于 1981 年建立敖东制药厂，1993 年 3 月经省体改委批准改制为吉林敖东药业集团股份有限公司，1996 年 10 月 28 日在深交所挂牌上市。公司现有注册资本为 8.94 亿。

表 1：吉林敖东子公司情况

业务领域	被参控公司	持股比例	注册资本(万)	投资额(万)	主营业务
医药行业	吉林敖东延边药业股份有限公司	99.97%	30,000	31,651.67	医药生产
	吉林敖东中药饮片股份有限公司	90.39%	24,980	22,580	中药材,中药饮片生产销售,物业管理
	吉林敖东生物科技股份有限公司	90%	20,000	18,000	药用明胶,食用明胶
	吉林敖东集团力源制药股份有限公司	98.05%	19,960	19,570.88	医药生产
	吉林敖东健康科技有限公司	100%	10,000	10,000	参茸制品购销加工
	吉林敖东大高酵素有限公司	51%	10,000	5,100	酵素原液产品产销
	吉林敖东世航药业股份有限公司	99.89%	8,800	8,790	中药饮片加工
	吉林敖东集团金海发药业股份有限公司	98.70%	8,000	7,896	医药生产
	吉林敖东药业集团延吉股份有限公司	99.86%	6,948	9,736.83	医药生产
	敖东洮南药业股份有限公司	94.77%	4,698	8,921.66	医药生产
	吉林敖东顺合胶囊有限公司	100%	4,390	4,315	药品包装
	吉林敖东生态药业股份有限公司	69.58%	4,024.30	2,800.22	养殖业,种植业
	吉林敖东医药有限责任公司	84.42%	3,080	2,628	医药批发零售
	吉林敖东集团大连药业股份有限公司	78.81%	2,600	2,049	医药生产
	吉林敖东林源医药营销股份有限公司	97.50%	1,600	1,560	医药批发,保健品销售
	吉林敖东鹿业有限责任公司	83.33%	1,200	1,000	梅花鹿养殖,鹿副产品加工,销售
吉林敖东医药科技有限公司	90.91%	550	500	医药,医疗器械批发	
金融领域	广发证券股份有限公司	21.03%	591,900		证券经纪
	中山市公用小额贷款有限责任公司	20%	20,000		办理各项小额贷款等
采矿行业	通钢集团敦化塔东矿业有限责任公司	30%	100,000		铁矿石采,选,冶炼,运输及销售
公路行业	延边公路建设有限责任公司	100%	2,000	2,000	公路建设及收费
孙公司	北京英伟奇信息咨询有限公司	80%	11.25	9	信息咨询;广告设计,制作

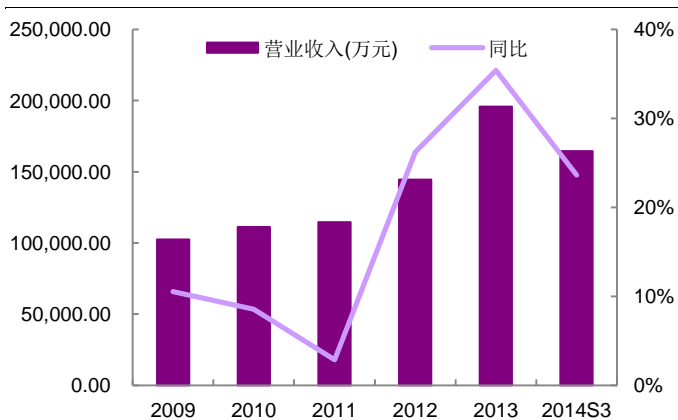
资料来源：公司公告

如表 1 所示，公司共有多家控股公司从事中成药和化学药品的制造，同时持有了广发证券、中山市公用小额贷款有限责任公司和通钢集团敦化塔东矿业有限责任公司的股权，因此公司已成为以医药为主体，集金融、矿产和基建等产业为一体的复合型企业。

1.2、医药板块在利润中的比重逐步提高

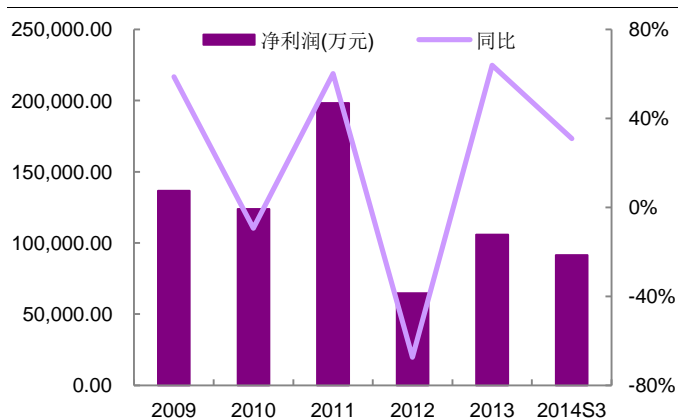
公司近年来一直保持了良好的成长性，2009 年-2013 年，营业收入的复合增长率为 17.53%。公司的净利润由于很大一部分来自于广发证券的投资收益，因此多年来受广发证券业绩的波动影响相对较大。

图 1：吉林敖东历年营业收入



资料来源：公司公告

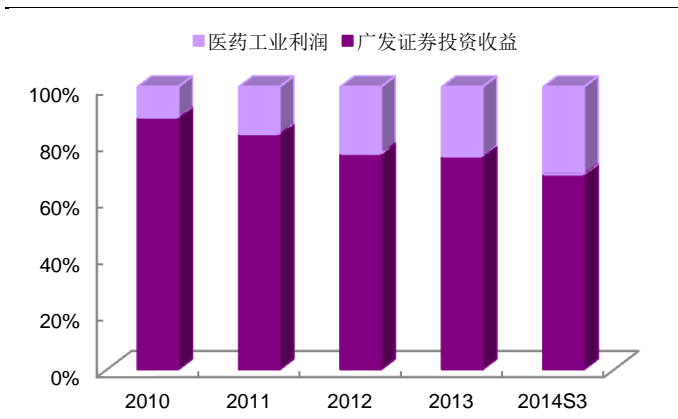
图 2：吉林敖东历年净利润



资料来源：公司公告

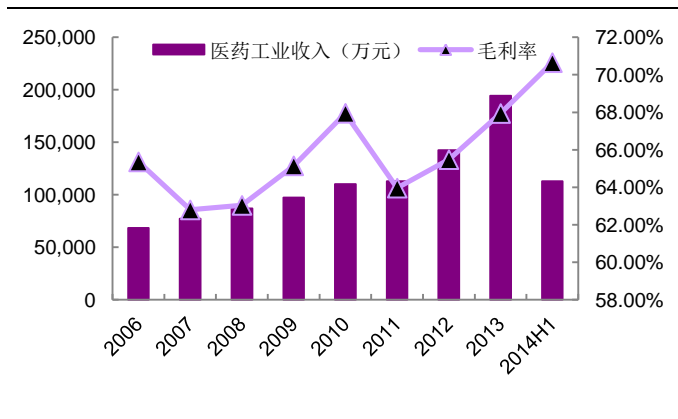
自 2010 年开始，医药板块净利润相比广发证券投资收益呈上升趋势。2010 年，医药板块净利润占两者之和的比例仅为 10.90%；2013 年该数值上升至 24.64%；2014 年前三季度，该比例攀升至 30.99%。未来随着医药业务的不断推进，医药占比将会逐步提高。

图 3：吉林敖东医药板块利润与广发投资收益对比



资料来源：公司公告

图 4：吉林敖东历年医药板块收入和毛利率变化情况

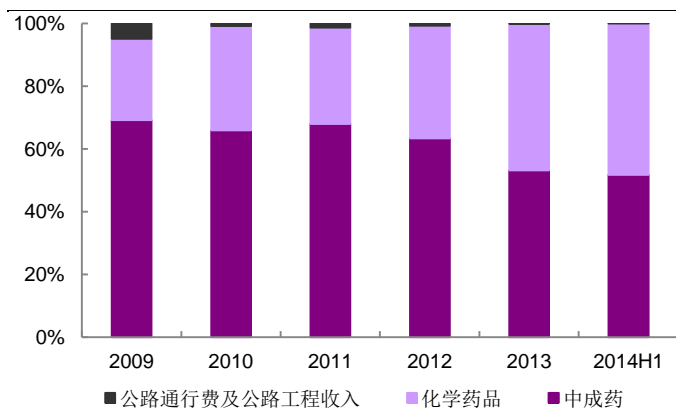


资料来源：公司公告

2006 年以来，吉林敖东的医药板块收入从未出现下滑，均实现了稳步增长的态势，并保持了较高的毛利率，均在 62% 以上。2011 年以来，随着化

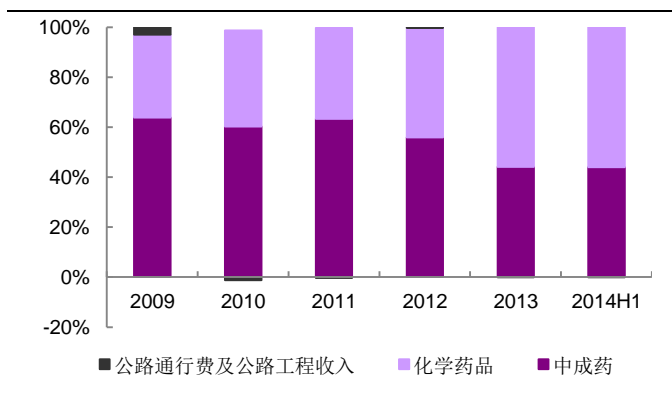
学药品占比的不断上升，公司的毛利率也逐步提高，未来几年随着化学药品逐步放量，毛利率预计还会继续攀升。

图 5：吉林敖东历年主营业务收入的结构



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 6：吉林敖东历年主营业务毛利的构成




资料来源：公司公告，光大证券研究所

在公司的医药板块中，近年来中成药的比例在逐步下降，化学药品占比不断上升。2014 年上半年，公司中成药收入的占比为 51.1%，化学药品收入的占比为 47.6%。利润方面，化学药品比例更高，占比高达 55.7%。吉林敖东主要产品及功能主治如表 2 所示。

表 2：吉林敖东主要产品及功能主治

治疗领域	名称	原料	功能主治	产品
神经科	安神补脑液	鹿茸、制何首乌、淫羊藿、干姜、甘草、大枣、维生素 B1、蔗糖、苯甲酸、苯甲酸钠、羟苯乙酯	生精补髓，益气养血，强脑安神。用于肾精不足、气血两亏所致的头晕、乏力、健忘、失眠；神经衰弱症见上述证候者。	
	血府逐瘀口服液	桃仁、红花、当归、川芎、地黄、赤芍、牛膝、柴胡、枳壳、桔梗、甘草	活血化瘀，行气止痛。用于瘀血内阻，头痛或胸痛，内热憋闷，失眠多梦，心悸怔忡，急躁善怒。	
心脑血管	利脑心胶囊	丹参、川芎、葛根、地龙、赤芍、红花、郁金、制何首乌、泽泻、枸杞、酸枣仁（炒）、远志、九节菖蒲、牛膝、甘草	活血祛瘀，行气化痰，通络止痛。用于气滞血瘀，痰浊阻络，胸痹刺痛、绞痛，固定不移，入夜更甚，心悸不宁，头晕头痛，以及冠心病，心肌梗塞，脑动脉硬化，脑血栓等见上述证候者。	
	愈心痛胶囊	延胡索、红参、三七	益气活血，通脉止痛。用于气虚血瘀证的劳累型冠心病心绞痛患者，症见胸部刺痛或绞痛，痛有定处，胸闷气短，倦怠乏力等。	
	心脑血管舒通胶囊	呋甾皂苷	活血化瘀，舒利血脉。用于胸痹心痛，中风恢复期的半身不遂；语言障碍和动脉硬化等心脑血管缺血性疾患，以及各种血液高粘症。	
妇科	少腹逐瘀颗粒	当归、蒲黄、五灵脂、赤芍、小茴香、延胡索、没药、川芎、肉桂、炮姜	活血逐瘀，祛寒止痛。用于血瘀有寒引起的月经不调，小腹胀痛，腰痛，白带。	

肝病	复方熊胆乙肝胶囊	熊胆粉、龙胆、丹参、柴胡、虎杖、板蓝根等	清热利湿。用于慢性乙型肝炎、湿热中阻证。症见：胸胁脘闷、口粘口苦、恶心厌油、纳呆、倦怠乏力、肢体困重或身目发黄等。	
保健品	大高酵素	苹果、胡萝卜、卷心菜、萝卜、梨、黄瓜、香蕉、洋葱、菠菜、南瓜、西红柿、圆辣椒、豆芽、茄子、藕、生香菇、生姜、玩豆芽、窝苣笋、蒜、橘子皮、海带、菠萝、葡萄、草莓、韭菜、绿紫苏、裙带菜	改善记忆力、食欲，增强身体解毒和排毒能力，护肤美容养颜，促进新陈代谢，促进细胞再生和修复，改善睡眠，抗氧化，增强免疫等	
	养血饮口服液	当归、黄芪、鹿角胶、阿胶、大枣；辅料：蔗糖、苯甲酸、羟苯乙酯、枸橼酸、枸橼酸钠	补气养血，益肾助脾。用于气血两亏，体虚羸弱	
抗肿瘤	注射用核糖核酸 II	核糖核酸	免疫调节药。适用于胰腺癌、肝癌、胃癌、肺癌、乳腺癌、软组织肉瘤及其它癌症的辅助治疗，对乙型肝炎的辅助治疗有较好的效果。本品亦可用于其他免疫功能低下引起的各种疾病。	
	小牛脾提取物注射液	多肽、核糖	用于提高机体免疫力。可在治疗再生障碍性贫血、原发性血小板减少症、放射线引起的白细胞减少症、各种恶性肿瘤、改善肿瘤患者恶液质时配合使用。	

资料来源：公司公告，招股说明书，公司网站

1.3、加大投资和整合，做大做强医药主业

近年来，公司通过整合增资子公司和加大投资等方式，做大做强医药主业。2013 年来的主要事项包括：

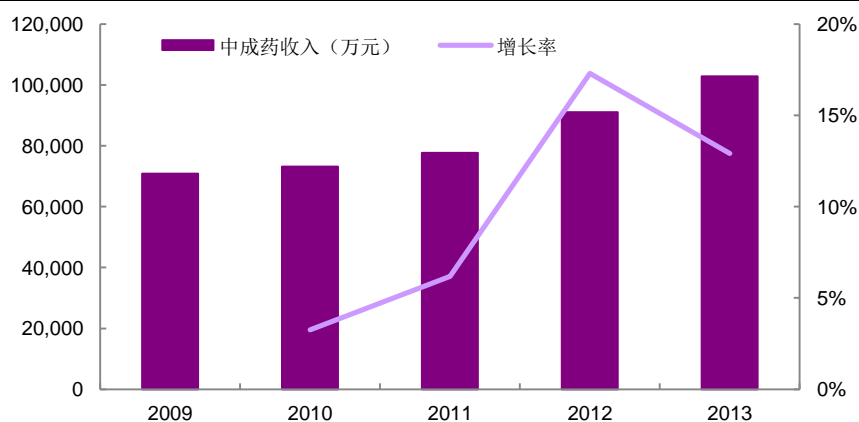
- 2013 年，以自有资金投资 5120 万元收购控股子公司吉林敖东延边药业股份有限公司所持吉林敖东林源医药营销股份有限公司 960 万股、吉林敖东世航药业股份有限公司 4160 万股。
- 2013 年，以自有资金 600 万元收购控股子公司吉林敖东集团力源制药股份有限公司所持吉林敖东林源医药营销股份有限公司 600 万股。
- 2013 年，以自有资金 500 万元收购控股子公司吉林敖东医药有限责任公司所持吉林敖东医药科技有限公司 500 万股。
- 2013 年，以自有资金对控股子公司吉林敖东集团金海发药业股份有限公司和吉林敖东顺合胶囊有限公司分别增资 5000 万元、3790 万元。
- 2013 年，以自有资金 18000 万元新设吉林敖东生物科技股份有限公司。
- 2014 年 9 月，以自有资金人民币 2,050 万元对医药科技公司增资，增资完成后，占医药科技公司注册资本的 98.08%，表决权比例为 100%。
- 2014 年 9 月，投资 10,000 万元，认购信邦制药非公开发行的股票 5,865,102 股，占信邦制药非公开发行股票后总股本的 1.02%。

- 2014年10月，拟出资2,000万元，在吉林省敦化市成立全资子公司吉林敖东红洋卫生用品有限公司，涉足卫生用品行业完善公司大健康产业布局。通过经销卫生用品探索市场，为下一步公司健康产业的产品开发及产业化经营奠定基础。

2、中成药进入稳健发展期

吉林敖东以安神补脑液为代表的中成药起步，历经多年的发展，形成以中成药为稳健增长极的医药体系。自2009年以来，中成药收入均保持增长态势，历年增速波动范围为4%-17%。随着公司产品在市场中逐步深入人心，预计未来三年，中成药仍将保持10%-15%的稳健增速。

图7：吉林敖东历年中成药业务收入变化情况



资料来源：公司公告

2.1、安神补脑液占据中药失眠领域销售领先地位

安神补脑液是吉林敖东的主导产品，为中药保护品种，其主要成分为鹿茸、制何首乌、淫羊藿、干姜、甘草、大枣、维生素、蔗糖、苯甲酸、苯甲酸钠、羟苯乙酯，用于生精补髓，益气养血，强脑安神。症见肾精不足、气血两亏所致的头晕、乏力、健忘、失眠；神经衰弱症见上述证候者。凭借上市20年来积聚的口碑效应和良好药效，2014年预计销售规模接近5亿元，占据中药失眠领域销售领先地位。

中成药毒副作用小，标本兼治，且失眠患者普遍认为失眠属于神经衰弱（植物性神经紊乱），因而广受欢迎。表3中我国失眠用药销售规模及市场份额情况统计显示，2012年销售前十位均为中成药。而吉林敖东的安神补脑液作为较早推出的中成药类改善睡眠类药物，在疗效和口碑方面占据优势。

表 3：我国失眠用药销售规模及市场份额情况

排名	药名	市场份额	备注
1	安神补脑液	21.08%	中成药
2	古汉养生精口服液	13.61%	中成药
3	养血清脑颗粒	10.83%	中成药
4	脑心舒口服液	6.29%	中成药
5	乌灵胶囊	5.40%	中成药
6	归脾丸	4.56%	中成药
7	补肾益脑胶囊	2.99%	中成药
8	健脑补肾口服液	2.50%	中成药
9	柏子养心丸	2.40%	中成药
10	百乐眠胶囊	2.15%	中成药
	其他	28.19%	
	合计	100.00%	

资料来源：健康网

安神补脑液在当前药品降价的大背景下仍然一直保持着良好的价格优势。我们整理了安神补脑液有招标情况的 2007-2013 年内，安神补脑液在各地的中标价，进行对比。可以发现这 8 年间，安神补脑液在全国的平均中标价几乎没有太大变化，10mL/支*10 支规格包装的价格在 17.75 元-18.10 元之间波动，保持相对稳定。

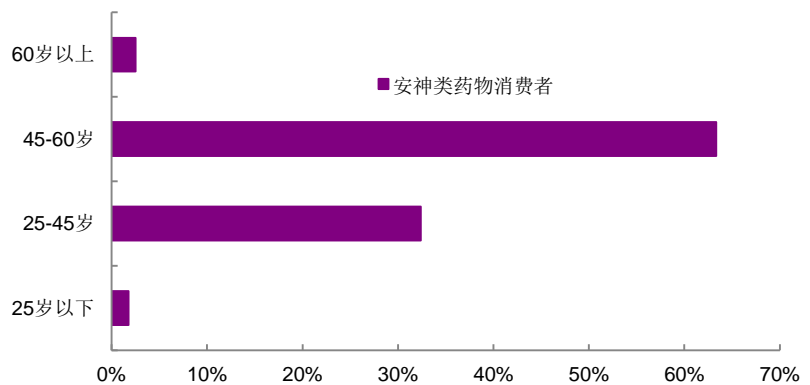
表 4：安神补脑液在各地的中标价（元/盒）

项目	省份	省份	省份	省份	省份	省份	省份	平均价
年份	河南	广西	湖北	浙江				
2007	18.19	18.00	17.90	16.90				17.75
年份	湖北	吉林	江西	安徽	山西	黑龙江	辽宁	
2008	17.92	18.40	17.60	17.20	18.39	17.90	18.15	17.94
年份	辽宁	海南	天津	贵州	云南			
2009	18.35	18.00	18.30	17.98	17.75			18.08
年份	浙江	辽宁	新疆	江苏	山东			
2010	17.50	18.10	18.10	18.48	18.30			18.10
年份	新疆	广西	上海	重庆	内蒙古	河北		
2011	18.10	17.80	17.83	18.19	18.03	18.19		18.02
年份	安徽	新疆						
2012	18.16	18.00						18.08
年份	安徽	江苏	青海	海南				
2013	18.16	17.50	18.29	17.98				17.98

资料来源：各省招标网站

随着现代社会人口老龄化严重、工作压力剧增、生活节奏加快和不良生活习惯普遍，睡眠障碍越来越成为困扰人们的一个健康问题。据中华医学会精神病学分会发布的“世界睡眠日”调查显示，中国有 5 亿的人口存在睡眠障碍，而且这个数字还在不断地上升。睡眠障碍人群的年龄分布越来越广泛，老年人、更年期患者、上班族等都会存在一定的睡眠功能障碍。并且调查显示目前仍有众多的失眠患者没有采取治疗手段，睡眠障碍症市场仍有巨大潜在消费群。未来随着人们对睡眠知识的了解和健康意识的提高以及失眠症群体基数的扩大，在今后一段时间内，改善睡眠药品的市场需求会逐步增大。由于市场相对成熟，预计安神补脑液未来三年的复合增速为 10%。

图 8：我国补益安神类市场消费者年龄分布



资料来源：健康网

2.2、血府逐瘀口服液剂型入选基药

头痛是一种临床常见症状，病因繁多，神经痛、颅内感染、颅内占位病变、脑血管疾病、颅外头面部疾病、以及全身疾病如急性感染、中毒等均可导致头痛。发病年龄分布广泛，常见于青年、中年和老年。

血府逐瘀口服液以桃仁、红花、当归、川芎、地黄、赤芍、牛膝、柴胡、枳壳、桔梗、甘草为主要原料，用于活血化瘀，行气止痛。症见瘀血内阻，头痛或胸痛，内热憋闷，失眠多梦，心悸怔忡，急躁善怒。在针对头痛、失眠、更年期综合征等神经类病症上有良好效果。血府逐瘀口服液是在原有针对神经性头痛的中药汤剂——血府逐瘀汤进行剂型改进，使得其在保证疗效的前提下应用上更为简便，使得患者依从性更高，大大拓宽了药物销售前景。

此外，血府逐瘀口服液的适应症广泛，针对的症状包括瘀血内阻，头痛或胸痛，内热憋闷，失眠多梦，心悸怔忡，急躁善怒等，包含了头痛、失眠、更年期综合征等多种神经类病症。

血府逐瘀口服液入选《国家基本药物目录》（2012年版），入选的目录为祛瘀类品种，功能为理气活血。血府逐瘀口服液规格为每支装10ml。

表 5：血府逐瘀口服液近期在各省的基本药物中标情况

地区	招标性质	是否中标	中标公告日期	规格	价格/元
宁夏	基本药物	是	2014-6-17	10mL/支*12支	26.70
吉林	基本药物	是	2014-5-26	10mL/支*10支	22.61
上海	基本药物	是	2014-4-23	10mL/支*10支	22.47
青海	基本药物	是	2013-12-23	10mL/支*10支	23.00
海南	非基本药物	是	2014-8-8	10mL/支*10支	23.36

资料来源：各地招标网站

吉林敖东的血府逐瘀口服液的主要竞争对手为山东宏济堂产品血府逐瘀口服液，两者为类独家剂型，在配方和疗效上无明显差别。在近期已完成招标的各地基药招标情况来看，吉林敖东血府逐瘀口服液的中标数量比山东宏济堂的血府逐瘀口服液中标数量略胜一筹，说明敖东牌血府逐瘀口服液的市场认可度更高，招标情况更好，未来敖东牌血府逐瘀口服液有望抢占更

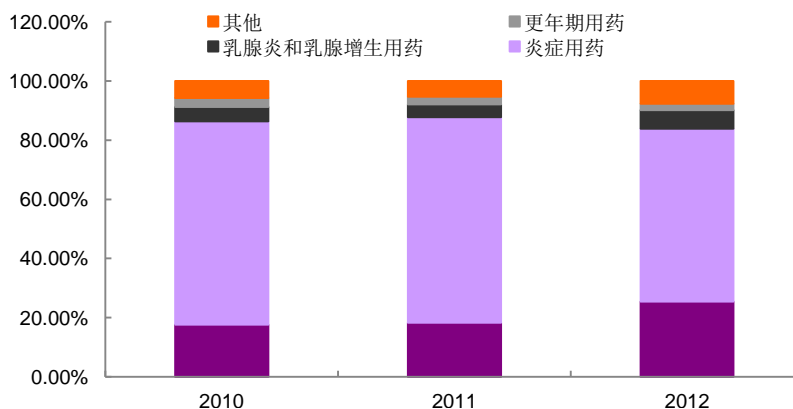
多市场份额。血府逐瘀口服液 2013 年的收入预计为 8000 万元，2014 年有望达到 1 亿元，未来三年的复合增速预计为 20%。

2.3、少腹逐瘀颗粒主攻调经零售市场

现代生活节奏比较快，熬夜、压力大、寒冷等因素导致月经不调发病率不断增高，严重影响和制约女性患者的生活和工作，降低女性患者的生活质量，因此受到越来越多女性患者的高度重视。70%以上的女性或多或少经历过月经不调，对月经不调症状有快速消除症状的迫切需求。妇科调经止痛用药市场近年来增长较快，每年以两位数的增速上升。数据显示，近两年我国妇科调经止痛用药增幅在 15%以上，高于医药行业总体市场的增幅水平。2008 年，妇科调经止痛用药市场规模达到 77.55 亿元。到 2010 年，市场规模已突破 90 亿元。

妇科用药是零售药店中市场份额比较大的品类之一，而调经用药作为妇科五大用药类别之一，近年来市场份额不断上升。通过零售药品销售数据可以看出，2010-2012 年三年间，在北京、广州、深圳三城市妇科用药的零售市场中，这五个大类的份额占比正在调整。2010-2011 年，妇科炎症用药一直占据着 60%左右的市场份额，但在 2012 年市场份额出现了下滑；而调经用药的市场份额却在近三年中逐步攀升，增加了近 9%的市场份额。调经类用药正成为妇科用药的一个增长点，具有广阔的发展前景。

图 9：我国妇科用药近年来市场份额变化情况



资料来源：健康网

中药在治疗女性痛经、月经不调、经期腹痛等方面有悠久的传统，加上其毒副作用小的特点，所以女性在调经止痛用药方面更倾向于选择中成药，这在药店调经止痛药的销售上就能得到很好的体现。数据显示，在调经止痛药物中，传统中成药以 71%的市场份额占据绝对优势，而化学药物制剂仅占 29%。在 2012 年对北京、广州、深圳三个城市的零售终端销售调查中发现，调经用药主要分为中成药、化学药和其他类。传统中成药占据了 96.98%的市场份额，以炔诺酮片（妇康片）为代表的化学药仅占了 0.22%的市场份额，其他外用贴剂类则占据了剩下的 2.81%的市场份额。

少腹逐瘀颗粒主要成分为当归、蒲黄、五灵脂（醋制）、赤芍、小茴香（盐炒）、延胡索（醋制）、没药（炒）、川芎、肉桂、炮姜，功能主治活血逐瘀、祛寒止痛，用于血瘀有寒引起的月经不调、小腹胀痛、腰痛、白带。

作为中药二级保护品种，少腹逐瘀颗粒入选国家基药目录（2012版），入选种类为妇科类药物理气活血剂。

少腹逐瘀颗粒为类独家产品，在近期已完成基药招标的5个省市的4个省市中招标中标率高达80%；另在陕西和海南非基药中标。除吉林敖东外另有北京北卫药业有限责任公司生产，但在已完成中标的省市两个公司均中标，竞争较小。

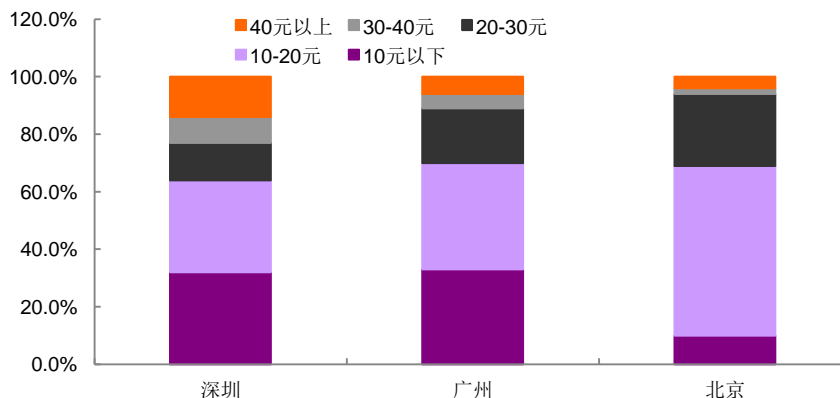
表 6：少腹逐瘀颗粒近期在各省的基本药物中标情况

地区	招标性质	是否中标	中标公告日期	规格	价格/元
宁夏	基本药物	是	2014-6-17	20袋/盒	26.60
吉林	基本药物	是	2014-5-26	20袋/盒	27.43
上海	基本药物	是	2014-4-23	20袋/盒	24.87
山东	基本药物	是	2014-3-14	20袋/盒	24.91
陕西	非基本药物	是	2014-3-14	20袋/盒	26.50
海南	非基本药物	是	2014-8-8	20袋/盒	26.21

资料来源：各地招标网站

在调经药零售中少腹逐瘀颗粒有价格优势。妇科调经止痛药的整体销售规模较大，消费者对于产品价格比较敏感。从数据来看，对于调经用药北京消费者青睐10-30元的产品，而广州、深圳消费者则更青睐20元以下的产品。由此可见，消费者对该品类的产品价格呈现一致的敏感性，中低价格产品更受消费者欢迎。少腹逐瘀颗粒零售价格大约为2元/袋，按照说明书一日3次服用，则日均服用价格为6元，对于消费者来说价格低接受度大。

图 10：深圳、北京和广州三地调经类药物消费情况



资料来源：健康网

少腹逐瘀颗粒2013年销售额约为7000万元，未来随着现代社会生活工作压力的增大、生存环境的恶化以及女性自我保健意识的增强，妇科调经止痛用药市场会持续增长，预计2014年有望达到1亿元，未来三年的复合增速预计为25%。

2.4、利脑心胶囊等多品种布局心脑血管市场

据2012年卫生部倡导的“中国血管健康工程”统计显示，中国心脑血管疾病患者已超过2.3亿人，每年的死亡人数近300万。而截至到目前，我

国心脑血管疾病的人数超过了 2.5 亿人。根据 2008 年全国卫生服务调查结果，2003 年至 2008 年间，我国慢性病总病例数增加了 0.7 亿，患病率较高的五种疾病分别是高血压、胃肠炎、糖尿病、类风湿性关节炎和脑血管病，占慢病患病总数的 48.3%。其中高血压和脑血管病占据高患病率慢性的第一位和第五位。

吉林敖东在心脑血管这个用药核心领域一直深耕不辍，利脑心胶囊、愈心痛胶囊和心脑血管舒通胶囊等心脑血管用药涵盖包括动脉硬化、心肌梗塞、冠心病、脑血栓及中风一系列心脑血管症状用药，涵盖范围广、药品种类多。在 2014 年基药（非基药）招标中，吉林敖东完成利脑心胶囊、愈心痛胶囊和心脑血管舒通胶囊三个心脑血管产品在吉林省和海南省的招标布局，两个省份三种产品全部中标。

利脑心胶囊主要成分为丹参、川芎、葛根、地龙、赤芍、红花、郁金、制何首乌、泽泻、枸杞、酸枣仁（炒）、远志、九节菖蒲、牛膝、甘草，有活血祛瘀，行气化痰，通络止痛的功效。用于气滞血瘀，痰浊阻络，胸痹刺痛、绞痛，固定不移，入夜更甚，心悸不宁，头晕头痛，以及冠心病，心肌梗塞，脑动脉硬化，脑血栓等见上述证候者。作为医保乙类产品，利脑心胶囊药效明确，品牌受到消费者认可，在近期各省的地方基药招标种逐步入选。2013 年 7 月，“利脑心胶囊”入选《广东省基本药物增补品种目录（2013 年版）》。在 2014 年的广东省 9 月份基药招标中，利脑心胶囊以 0.4898 元/粒的价格中标；在 2014 年 5 月的吉林省基药招标中，利脑心胶囊以 36 元（72 粒/瓶）的价格中标；在 2014 年的海南省 2012 年非基药招标中以 36.54 元（72 粒/瓶）的价格中标。

心脑血管舒通胶囊为纯中药制剂，中药保护品种、医保乙类，主要成分为蒺藜，有活血化瘀，舒利血脉的功效，用于胸痹心痛，中风恢复期的半身不遂；语言障碍和动脉硬化等心脑血管缺血性疾患，以及各种血液高粘症，为动脉硬化、心脑血管用药。心脑血管舒通胶囊作为国内独家生产制剂，是治疗心脑血管疾病的首选药物，被列入国家首批中药保护品种。2013 年 7 月，“心脑血管舒通胶囊”入选《广东省基本药物增补品种目录（2013 年版）》。在 2014 年的广东省 9 月份基药招标中，心脑血管舒通胶囊以 0.592 元/粒的价格中标；在 2014 年 5 月的吉林省基药招标中，心脑血管舒通胶囊以 24.672 元（30 粒/盒）的价格中标；在 2014 年的海南省 2012 年非基药招标中以 24.78 元（30 粒/盒）的价格中标。

愈心痛胶囊为医保乙类，主要成分为延胡索、红参、三七，功效为益气活血，通脉止痛。用于气虚血瘀证的劳累型冠心病心绞痛患者，症见胸部刺痛或绞痛，痛有定处，胸闷气短，倦怠乏力等。在 2014 年 5 月的吉林省基药招标中，愈心痛胶囊以 34.08 元（36 粒/盒）的价格中标；在 2014 年的海南省 2012 年非基药招标中以 34.16 元（36 粒/盒）的价格中标。

表 7：吉林敖东心脑血管用药近期在各省的基本药物中标情况

地区	招标性质	中标日期	规格	（价格，统一转化为粒/元）		
				利脑心胶囊	心脑血管舒通胶囊	愈心痛胶囊
广东	基本药物	2014-10-9		0.49	0.59	-
吉林	基本药物	2014-5-26	粒	0.50	0.82	0.95
海南	非基本药物	2014-8-8		0.51	0.83	0.95

资料来源：各地招标网站

根据零售终端监测数据显示,2012年上半年52城市零售终端最畅销的前20品类中,近三年持续增长的心脑血管类用药和降血压药用药分别位居第4和第8,市场份额分别为5.1%和4.2%。同时,这二个品类的同比增长均超过20%(2012年上半年零售终端药品的同比增长率为13.8%),属增长最快的二大品类。而在占据零售终端接近35%市场份额的处方药中,降血压药和心脑血管类的销售规模分别占据第二名和第三位。未来随着人口老龄化、生活节奏加快和不良生活习惯普遍,心脑血管用药将保持持续的高增长率,心脑血管市场空间广阔。

2.5、保健类产品仍处在培育期,未来增长可期

我国保健品市场需求巨大,不同年龄阶层的群体对不同功能的保健品都有很大程度的需求量。对于老年人群体来说,由于肥胖症、糖尿病、高血压、冠心病等慢性病的发病率逐年上升,对于可以预防和改善此类慢性疾病的功能性保健品受到了中老年消费者的欢迎。而近年来由于生活习惯的改变和生活节奏的加快,慢性病的发病人群越来越呈现年轻化的趋势,这就扩大了预防和改善慢性疾病的保健品的消费群体,整个慢性病保健品形成了一个庞大的消费市场。

此外,针对青少年和婴幼儿群体的维生素、矿物质等营养补充元素保健品也在中国慢慢形成巨大空间。据统计,我国85万所中小学校的1.76亿在校学生中,其蛋白质、钙、锌、维生素A、维生素B2摄取普遍不足,缺铁性贫血比例高达30%至40%。针对女性消费群体的美容保健品有后来居上的势头,已成为拉动保健品成长的一个新的增长点。据京、沪等地的市场调查,目前有93%的儿童、78%的老人和近50%的中青年消费保健食品,95%以上家庭常备有不同类型的营养保健食品。

当前,中国人均保健品消费支出仅为美国的1/20、日本的1/15,这也从另一方面显示出医药保健品市场巨大的成长空间和发展潜力。与此同时,中国的经济发展和居民收入水平在过去五年里,一直以9%以上的速度高速增长,预计在未来十年内将以6%以上的速度持续增长。医药保健品消费水平与居民可支配收入具有很强的相关性,按GDP和可支配收入的发展趋势,可以估计,保健品在未来十年内会有持续增长,达到目前的2至3倍。另外,城乡居民对医疗保健重视程度与日俱增,医疗保健费用支出逐步上升,全国城镇居民医疗保健总支出已超过1500亿元,年增长30%,农村超过700亿元,占总数的1/3,年增长14%。

吉林敖东在多年的市场培养中已经形成了以大高酵素、鹿筋壮骨酒和养血口服液等为主的一系列保健品产品。目前,保健类产品整体上仍处在培育期,未来三年有望逐步成为新的增长极。

表8: 吉林敖东在保健品领域的主要品种

名称	功能主治	主要成分	规格	价格(元)
鹿筋壮骨酒	祛风除湿、舒筋活血。用于四肢麻木,风湿性关节炎	鹿筋、鹿骨、当归、木瓜、党参、玉竹、黄芪、重楼、虎杖、桂枝、续断、肉桂、红花、枸杞子、秦艽、制川乌、制草乌	300mL	200

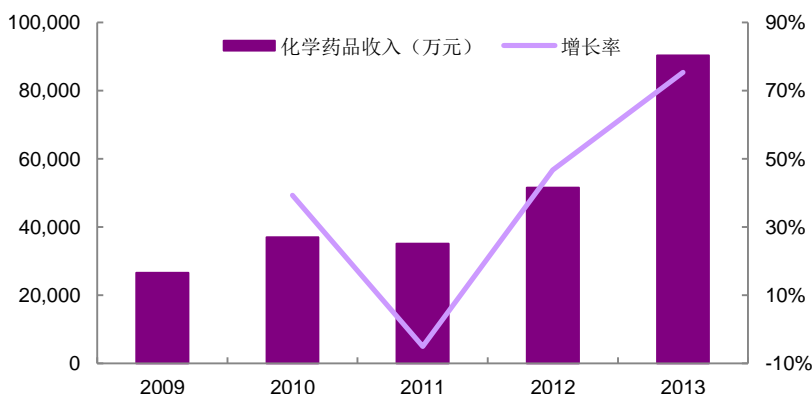
养血饮口服液	补气养血，益肾助脾。用于气血两亏，体虚羸弱。	当归、黄芪、鹿角胶、阿胶、大枣；辅料：蔗糖、苯甲酸、羟苯乙酯、枸橼酸、枸橼酸钠	10mL*10支	21.5
大高酵素	记忆力改善，改善食欲，增强身体解毒和排毒能力，护肤美容养颜，促进新陈代谢，促进细胞再生和修复，改善睡眠，抗氧化，增强免疫等	苹果、胡萝卜、卷心菜、萝卜、梨、黄瓜、香蕉、洋葱、菠菜、南瓜、西红柿、圆辣椒、豆芽、茄子、藕、生香菇、生姜、玩豆芽、窝苕芦笋、蒜、橘子皮、海带、菠萝、葡萄、草莓、韭菜、绿紫苏、裙带菜	1200mL	1088

资料来源：健客网

3、化学药品进入收获期

化学药品是公司新培育的重点方向，2009年化学药品的收入仅为2.65亿元，2013年则上升至9.03亿元，年复合增速达35.8%。随着注射用核糖核酸Ⅱ和小牛脾提取物注射液等产品的逐步放量，化学药品将进入收获期，并有望在未来几年维持高增长态势。

图 11：吉林敖东历年化学药业务收入变化情况



资料来源：公司公告

3.1、注射用核糖核酸Ⅱ将加速放量

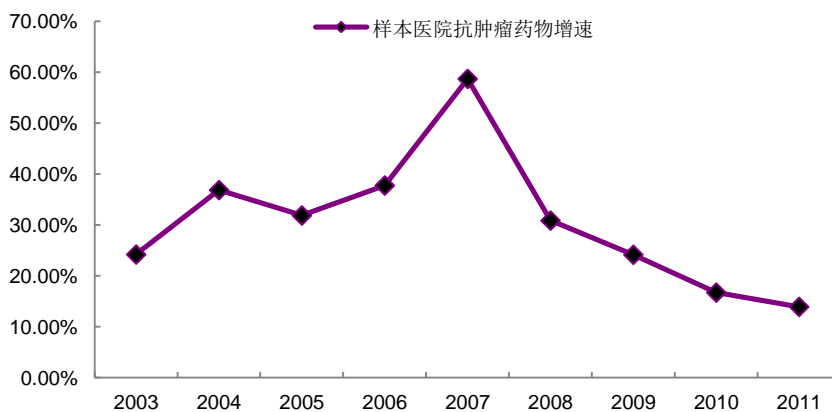
在中国每10万人就有286人患癌，有181人因患癌死亡。随着人类平均寿命的延长、生存环境恶化和生活习惯改变等各种因素影响加深，癌症的发病率不断增长。目前的医学水平尚未能根治恶性肿瘤，抗肿瘤药物市场受关注程度极高。

自2003年起，抗肿瘤药物市场一直保持20%以上的增速，最高时2007年达到了58.71%的高增长，2009年之后抗肿瘤药物市场的增速放缓。2012年受《国家发展改革委关于调整免疫抗肿瘤和血液系统类等药品价格及有关问题的通知》影响，部分高价抗肿瘤药的最高零售价进行了降价调整，价格平均降幅达17%。因此整体增速放缓。但整体市场规模仍在不断增长是毋庸置疑。

置疑的，2012年，我国抗肿瘤药物市场规模达到775亿元，2014年将突破1175亿元，到2016年，规模将约达1760亿元；未来几年的市场增速将保持在23%左右。

随着肿瘤发病率的提高和肿瘤发生谱的变化（原高发的胃癌、宫颈癌、食管癌和鼻咽癌等有不同程度的下降，而肺癌、乳腺癌、结肠癌等发病率明显上升），各肿瘤药物的市场空间也发生变化。吉林敖东主打的两个抗肿瘤注射液药物注射用核糖核酸Ⅱ和小牛脾提取物注射液针对的适应症恰恰分别是胰腺癌、肝癌、胃癌、肺癌、乳腺癌和血癌，依托于肿瘤发生谱的人群变化，迎来新一轮的增长。

图 12：样本医院肿瘤药物增速



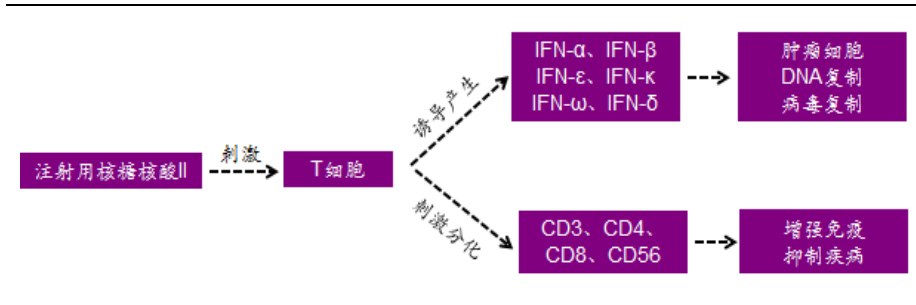
资料来源：健康网

在抗肿瘤免疫调节方面，公司形成了以注射用核糖核酸Ⅱ（BP素）、小牛脾提取物注射液、贞芪扶正颗粒、注射用转移因子、注射用胸腺肽和固元颗粒为主的抗肿瘤提高人体免疫系列药。

据CMH数据显示，2013年在抗肿瘤药物中，化学药约占整个终端销售额的76.91%，其余基本为中成药。化学药的终端销售额同比增长达到了26.98%，远高于中成药的16.65%。在抗肿瘤领域，注射液作为主要的剂型增长稳定，而注射用核糖核酸Ⅱ和小牛脾提取物注射液作为吉林敖东的两大独家产品也将依托于行业发展趋势稳定增长。

注射用核糖核酸Ⅱ是采用现代生物工程技术从健康的24小时未进食乳牛胰脏中提取核糖核酸作为主要成分的冻干粉针剂。作为免疫调节药使用，适用于胰腺癌、肝癌、胃癌、肺癌、乳腺癌、软组织肉瘤及其它癌症的辅助治疗，对乙型肝炎的辅助治疗有较好的效果。能有效提高机体细胞免疫功能和抑瘤作用，并且可用于其他免疫功能低下引起的各种疾病，如病毒性乙型肝炎、慢性喘息性支气管炎、重度萎缩性胃炎、造血功能低下及趾甲癣等。

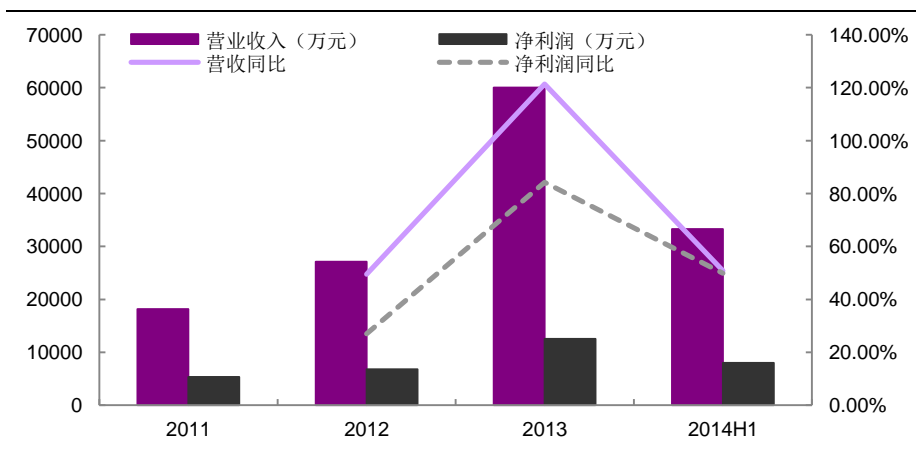
图 13: 注射用核糖核酸 II 作用机理



资料来源: 搜搜医药网, 光大证券研究所

注射用核糖核酸 II 为公司控股子公司吉林敖东药业集团延吉股份有限公司的主导产品, 约占该公司收入的 90%。依靠注射用核糖核酸 II 的放量, 2011 年-2014H1 延吉股份实现营业收入保持快速增长, 13 年营业收入为 6.0 亿元, 同比增长达到了 121.30%; 截止 2014 年上半年, 营业收入为 3.33 亿元, 同比增长 50.83%。在净利润方面, 2013 年净利润为 1.25 亿, 增长率为 84.19%; 2011 年-2014H1 一直保持了 27% 以上的增长率。

图 14: 延吉股份 2011 年-2014H1 营业收入和净利润及同比



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

注射用核糖核酸 II 的制备方法和产品活性测定方法分别于 2003 年和 2007 年获得国家专利, 是国内首批进入临床应用的大剂量抗肿瘤核糖核酸, 被公认为目前国内治疗各类癌症安全有效的生化药物, 与放疗化疗相比具有毒副作用小、给药途径多种、疗效显著等优点。已公开的实验研究结果表明, 注射用核糖核酸 II 在提高免疫力、改善肿瘤等方面有显著效果。

表 9: 注射用核糖核酸 II 对小鼠免疫功能影响的实验结果

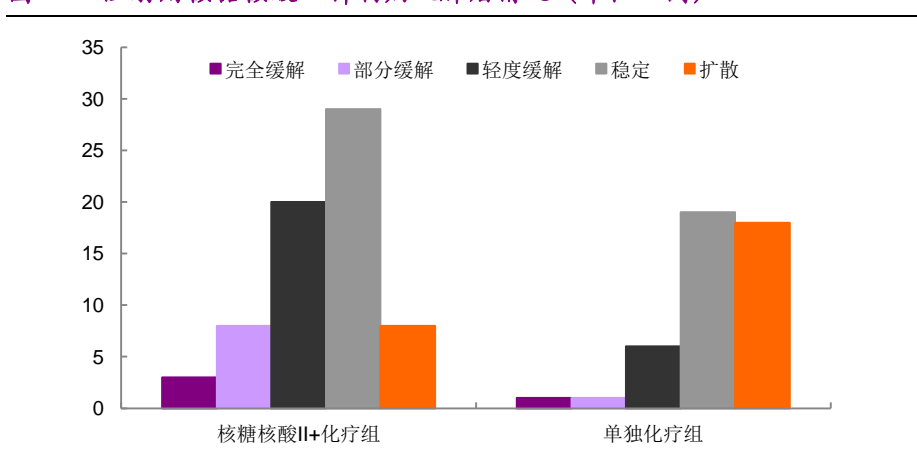
组别	ConA 刺激的淋巴细胞转化(A 增加值)	DTH 足增加厚度(mm)	IgM-PFC(5 × 10 ⁶ 脾细胞)
对照组	0.34 ± 0.15	0.24 ± 0.09	2335 ± 442
0.2mg/kg 组	0.44 ± 0.12	0.34 ± 0.18	3444 ± 842
1mg/kg 组	0.52 ± 0.14	0.47 ± 0.14	4652 ± 1114
5mg/kg 组	0.56 ± 0.09	0.53 ± 0.17	5656 ± 1569
25mg/kg 组	0.60 ± 0.12	0.52 ± 0.20	6560 ± 18121

资料来源: CNKI

免疫系统机能包括细胞免疫和体液免疫两方面。在细胞免疫方面，注射用核糖核酸Ⅱ能明显促进 ConA 诱导的脾淋巴细胞增殖能力，而且具有剂量依赖性。迟发型超敏反应是反应机体 T 细胞对外源物质敏感性的指标，其值高低代表机体的 T 细胞免疫能力。结果表明，注射用核糖核酸Ⅱ能提高小鼠迟发型变态反应，增强 T 细胞免疫，且有良好的量效关系。在体液免疫方面，IgM-PFC 的提高反映了注射用核糖核酸可以增加脾脏抗体生成细胞的数目，且有良好的量效关系。这表明，注射用核糖核酸Ⅱ能显著提高免疫力。

临床数据统计显示，与单独使用化疗法相比，注射用核糖核酸Ⅱ和化疗联用可以使病人的肿瘤缓解率达到 47% (31 例/68 例)，与化疗组的 18% (9 例/45 例) 肿瘤缓解率相比，治疗成效整整提高了 29%。表明注射用核糖核酸Ⅱ能有效抑制肿瘤，治疗效果十分显著。

图 15: 注射用核糖核酸Ⅱ抑制病人肿瘤情况 (单位: 例)



资料来源: CNKI

注射用核糖核酸Ⅱ现已逐步进入各省医保增补目录。我们统计了医保目录的各省增补情况，发现注射用核糖核酸Ⅱ已经进入包括山东、河北、广东等人口大省在内的 24 个省市，医保覆盖率高。实际上，目前真正贡献收入的集中在 10 个省市，其他地区销售渠道未铺设完全，未来随着余下省市的开发，注射用核糖核酸Ⅱ销量有望呈现加速增长。

表 10: 注射用核糖核酸Ⅱ进入医保目录情况

地区	医保	限制支付范围
北京	乙类	1.恶性肿瘤患者使用,费用需由个人负担 10%; 2.其他疾病患者使用,费用需由个人负担 50%。限二级以上医院使用。
天津	乙类	限肿瘤患者配合化疗使用
山西	乙类	
吉林	乙类	
江苏	乙类	
黑龙江	乙类	
山东	乙类	
河南	乙类	限恶性肿瘤治疗
湖北	乙类	
广东	乙类	
海南	乙类	
贵州	乙类	
陕西	乙类	

青海	乙类	限乙型肝炎和工伤保险
云南	乙类	
辽宁	乙类	
福建	乙类	
江西	乙类	
内蒙古	乙类	
西藏	乙类	
甘肃	乙类	
重庆	乙类	
新疆	乙类	
湖南	乙类	限恶性肿瘤放、化疗辅助用药
合计	共 24 个省市的医保增补目录收录	

资料来源：药源网，光大证券研究所整理

吉林敖东作为注射用核糖核酸Ⅱ的国内首批生产厂家，生产工艺水平和质控水平高，在国内基本为独家产品，在市场竞争中优势明显。与其他同类核糖核酸产品相比，注射用核糖核酸Ⅱ适用科室包括肿瘤科、肝胆外科、消化科、胸外科、ICU、烧伤科等多个科室，几乎覆盖医院所有重大科室；一次用量最高可达 300mg，可以足量到达靶细胞从而完全不受体内核糖核酸酶影响；进入多地医保，价格优势明显。

表 11：注射用核糖核酸Ⅱ与同类核糖核酸产品对比

名称	原料来源	药理作用	适用范围	用法用量	医保状况
注射用核糖核酸Ⅱ	健康牛胰脏	增强免疫力、多模式抑制癌症、抑制病毒复制	全科室用药	静脉注射或肌肉注射。100mg-300mg，一日一次。	24 省市医保，包括免疫调节、抗肿瘤和肝炎医保
注射用核糖核酸	健康猪肝脏	通过提高机体免疫功能产生作用	仅限肝脏疾病	肌肉或皮下注射。一次 6mg，隔日一次。	非医保，极少地区仅限肝炎医保
注射用核糖核酸Ⅰ	健康猪肝脏	通过提高机体免疫功能产生作用	仅限肝脏疾病	肌肉注射。一次 6mg，隔日一次。	非医保，极少地区仅限肝炎医保
注射用核糖核酸Ⅲ	羊（兔）肝脾	通过提高机体免疫功能产生作用	用于支气管炎、哮喘、银屑病、肿瘤的辅助治疗	腋窝、腹股沟处皮下或肌肉注射，一次 10-20mg。	极少地区医保

资料来源：光大证券研究所

由于疗效确定，受到市场认可，注射用核糖核酸Ⅱ进入部分地方药物中标目录。在 2014 年基药（非基药）招标中，注射用核糖核酸Ⅱ在吉林省和海南省中标，中标规格和价格如表 8 所示。

表 12：注射用核糖核酸Ⅱ近期在各省的基本药物中标情况

地区	招标性质	是否中标	中标日期	规格	价格/元
吉林	基本药物	是	2014-5-26	10mg*1 支	25.6
				50mg*1 支	95
				100mg*1 支	149
海南	非基本药物	是	2014-8-8	50mg*1 支	100
				100mg*1 支	170

资料来源：各地招标网站

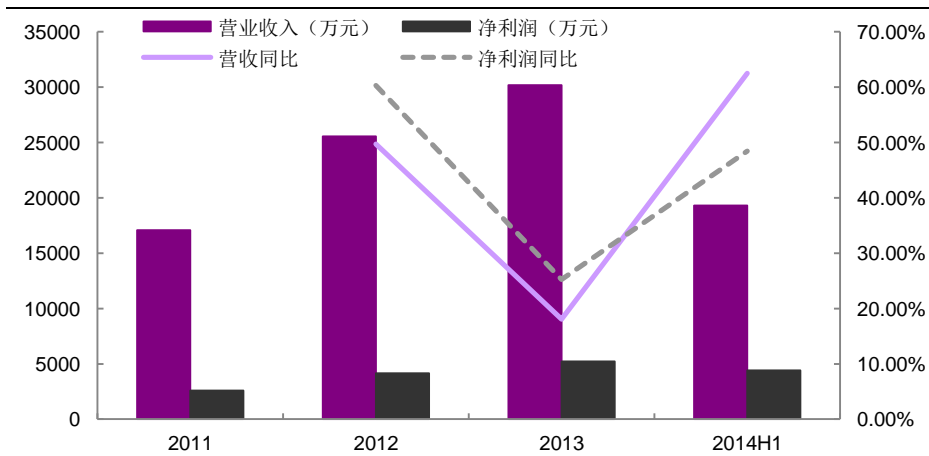
我们预计，未来三年，随着更多进入医保省市的销售渠道完成、更多县级医院开发以及医院内部横向多科室的拓展，注射用核糖核酸 II 有望保持 35%-40% 的年复合增速，成为公司增长最为强劲的药品。

3.2、小牛脾提取物助力抢占抗肿瘤药物市场

小牛脾提取物注射液是以健康乳牛（出生 24 小时内）脾脏为原料提取而成的无菌水溶液，其主要成分为多肽及核糖，规格为 2ml:5mg 多肽:380ug 核糖。同样作为用于提高机体免疫力的免疫系统用药，小牛脾提取物注射液可在治疗再生障碍性贫血、原发性血小板减少症、放射线引起的白细胞减少症、各种恶性肿瘤、改善肿瘤患者恶液质时配合使用。

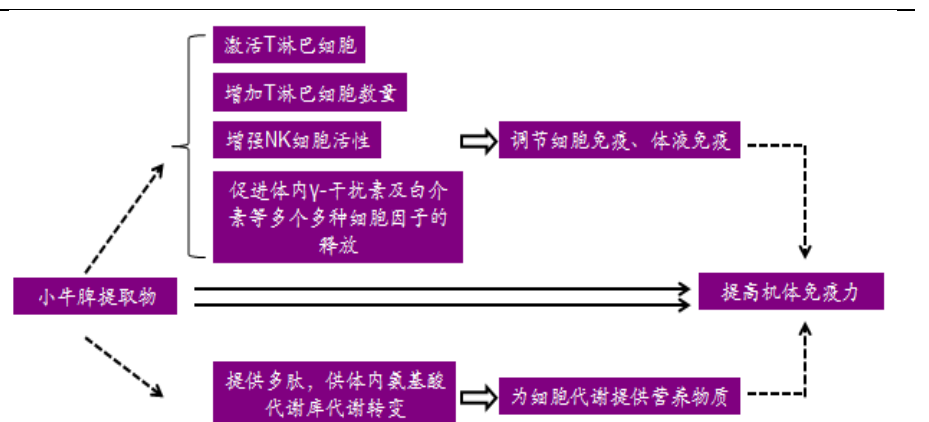
小牛脾提取物注射液由公司控股子公司洮南药业股份有限公司生产，为独家产品。2011 年-2014H1 洮南药业在营业收入方面保持快速增长，13 年营业收入为 3.018 亿元，截止 2014 年上半年营业收入为 1.93 亿元，同比增长 63%。在净利润方面，2011 年-2014H1 一直保持了 25% 以上的增长率，2014 年上半年同比增长率为 48.46%，表现出了良好的增长趋势。

图 16：洮南药业 2011 年-2014H1 营业收入和净利润及同比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 17：小牛脾提取物注射液作用机理



资料来源：搜搜医药网，光大证券研究所

作为一种免疫调节剂，小牛脾提取物注射液具有增强或者抑制细胞免疫和体液免疫的双向调节作用。它通过提高机体免疫力，增强机体抗病能力，可用于治疗各种恶性肿瘤、免疫缺陷病及免疫低下疾病，也可用于各种慢性消耗性疾病（如呼吸系统疾病、肾病、肝病）的治疗。小牛脾提取物注射液的作用机理明确，能明显增加 T 淋巴细胞数目，提高 NK 细胞活性和调节各种细胞因子释放。

小牛脾提取物注射液进入医保增补目录情况良好。我们统计了医保目录的各省增补情况，发现小牛脾提取物注射液已经进入 15 个省市。

表 13: 小牛脾提取物注射液进入医保目录情况

地区	医保	限制支付范围
天津	乙类	限肿瘤患者配合化疗使用
山西	乙类	
内蒙古	乙类	
黑龙江	乙类	
江苏	乙类	
河南	乙类	
湖北	乙类	
广东	乙类	
海南	乙类	
贵州	乙类	
青海	乙类	限白细胞减少症和恶性肿瘤的辅助治疗和工伤保险
河北	乙类	
福建	乙类	限脑出血、颅脑外伤使用
广西	乙类	限工伤保险
西藏	乙类	
合计	共 15 个省市的医保增补目录收录	

资料来源：药源网

虽然没有进入国家基药目录，但是小牛脾提取物注射液仍然在地方药物招标中发力。在 2014 年基药（非基药）招标中，小牛脾提取物注射液在吉林省和海南省中标，中标规格和价格如表 9 所示。

表 14: 小牛脾提取物注射液近期在各省的基本药物中标情况

地区	招标性质	中标日期	规格	价格/元
吉林	基本药物	2014-5-26	2ml:5mg 多肽:380ug 核糖*1 支	48.97
海南	非基本药物	2014-8-8	2ml:5mg 多肽:380ug 核糖*1 支	52.06

资料来源：各地招标网站

注射用核糖核酸 II 和小牛脾提取物注射液作为公司在抗肿瘤类免疫调节药物方面的两个拳头产品，适应症包含了从胰腺癌、肝癌、胃癌、肺癌、乳腺癌、软组织肉瘤等的固体瘤到包括再生障碍性贫血、原发性血小板减少症、放射线引起的白细胞减少症在内的白血病等血液癌，全面涵盖了癌症分类中的固体肿瘤和血液癌两大组成，在抗肿瘤化药市场布局方面稳占优势。

我们预计，小牛脾提取物注射液也将逐步放量，尤其是在基层县级及以下的医院会逐步加快销售，未来三年的复合增速有望达到 30%，与注射用核糖核酸 II 一道，成为公司化学药品的重要看点。

3.3、新产品助力抢占抗肿瘤市场

公司针对抗肿瘤领域在注射剂之外还具备了颗粒制剂产品——贞芪扶正颗粒。贞芪扶正颗粒主要成分为黄芪、女贞子，有提高人体免疫功能、保护骨髓和肾上腺皮质功能，可用于各种疾病引起的虚损和配合手术、放射线、化学治疗，促进正功能的恢复。贞芪扶正颗粒为医保乙类，入选《国家基本药物目录》（2012年版），入选的目录为扶正剂，功能为益气养阴。规格多种，颗粒剂为每袋装5g、15g。作为类独家剂型，修正药业以及通化神源药业的贞芪扶正颗粒为其竞争产品。

2014年上半年，控股子公司延吉药业以总计人民币3100万元受让取得了国家化药一类新药抗肿瘤抗生素“注射用盐酸博安霉素”，原料药“盐酸博安霉素”，“注射用盐酸平阳霉素”，原料药“盐酸平阳霉素”共四个品种，为公司持续发展创造了有利条件。其中，注射用盐酸博安霉素作为一类具有抗癌谱广、疗效显著、毒副作用低的抗肿瘤抗生素，主要适应症为头颈部恶性肿瘤，且申请了肝癌、食道癌、恶性淋巴瘤等增补适应症。

3.4、生物人工肝项目仍值得关注

随着生活节奏的加快，人们的不良生活习惯和不良饮食习惯增多，周围环境恶劣导致辐射加剧等都会引发肝病。肝病发展到后期为肝衰竭、肝硬化和原发性肝癌(HCC)。世界卫生组织(WHO)统计，全球慢性肝衰竭患者的数量接近1200万例。我国是肝病大国，每年死于肝病的患者数量超过40万人。内科综合治疗、人工肝支持治疗和肝脏移植是重型肝炎及肝脏衰竭的三种基本治疗方法。内科综合治疗并不能够永久性地逆转肝衰竭，而肝移植除了费用昂贵以外存在供肝短缺的巨大问题。肝衰竭以急性为主，而供肝在时间上无法满足要求，大部分患者无法得到手术机会而在等待中死亡。

人工肝是借助体外机械、化学或生物性装置，暂时及部分替代肝脏功能，从而协助治疗肝功能不全、肝衰竭或相关疾病的方法。ELAD人工肝项目是吉林敖东与Vital Therapies, Inc.（美国）合作在研的项目。在美国、英国及中国完成的临床研究证明，ELAD人工肝不但可以明显提高重型肝炎肝衰竭患者的生存率，而且安全性良好。

吉林敖东曾于2011年4月投资200万美元给VTI公司，当时获得VTI公司5.89%的股权，该公司已于2014年4月在美国纳斯达克上市。因VTI为持续经营发行了E系列股票及上市公开发行股票，吉林敖东持有VTI股票被转化成21,508股普通股，约占VTI公司上市后总股本的0.11%。

表 15: ELAD 人工肝项目介绍

项目	ELAD 人工肝
生产厂家	Vital Therapies, Inc. (美国)
成分	永生化细胞株 C3A 细胞
原理	生物人工肝 (ELAD) 由四个含有 32,000 根中空纤维的反应器组成，和血液透析装置连接，四个反应器的纤维外间隙培养有 440 克人体肝细胞。永生化的肝细胞可在此间隙中培养扩增，患者的血浆流过特定孔径的中空纤维膜，从而实现毒素和营养物质的双向输送。生物人工肝 (ELAD) 辅助装置中的细胞功能与人体肝脏类似：能代谢毒物，并合成蛋白质和其它维系生命所需的基本肝脏产物。一组反应器并联在患者床边的血透装置中，可以

	提供长达 17 天的不间断治疗，同时保证反应器内细胞不会丧失活性和正常肝细胞的代谢及合成功能。
优点	能够显著延长不同类型重型肝炎肝衰竭患者的生存时间，使众多重症患者避免肝移植而自发恢复，安全性良好

资料来源：Vital Therapies，光大证券研究所

VTI 研发的 ELAD 生物人工肝项目已在欧美进行三期临床试验计划。公司对 ELAD 生物人工肝项目的临床计划预计 VTI-208 项目(酒精诱导肝代谢失调, AILD) 在 2015 年上半年获得三期初步数据, 而 VTI-210 项目(急性酒精性肝炎, AAH) 则预期在 2016 年获得三期初步数据。在 2015 年或者 2016 年获得 ELAD 生物人工肝针对暴发性肝衰竭和手术引起肝功能衰竭的二期临床初步实验结果。ELAD 生物人工肝项目一旦获准在中国销售, 将成为我国医药市场上重型肝炎/肝衰竭患者的有效疗法之一, 成为肝病巨大市场的一个重磅产品。

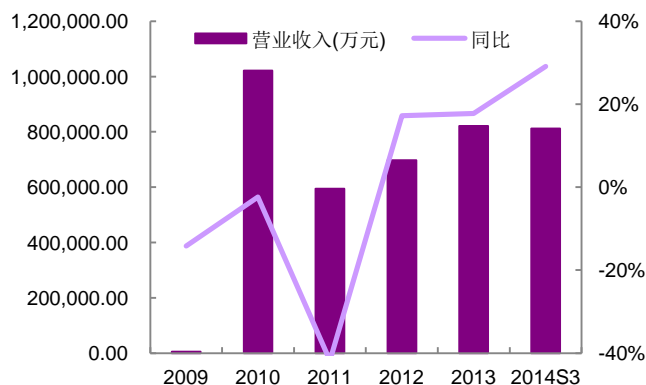
虽然 VTI 上市后吉林敖东的股权被稀释, 但公司投资 VTI 正值其最困难的时期, 因此一直与之保持了良好的沟通和联系。一旦在欧美的临床试验获得通过, 吉林敖东有望获得先机, 极有可能成为其战略合作伙伴, 在中国建厂并开展人工肝项目造福大众。

4、广发证券股权确保安全边际

4.1、广发证券资产质量好，经营效率高

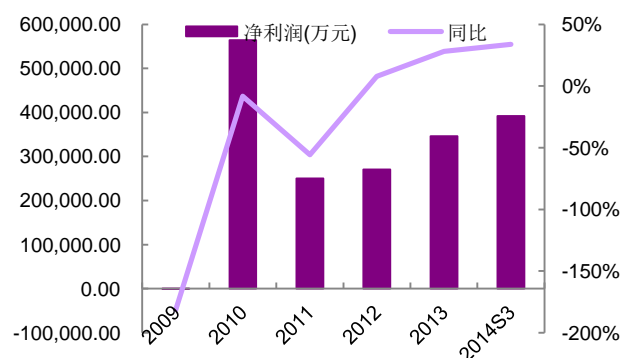
广发证券是一家民营券商，经营活力强。截止到 2014 年三季度，广发证券的前三大股东分别为辽宁成大、吉林敖东和中山公用，持股比例分别为 21.12%、21.03%和 11.60%。

图 18：广发证券历年营业收入



资料来源：广发证券公告

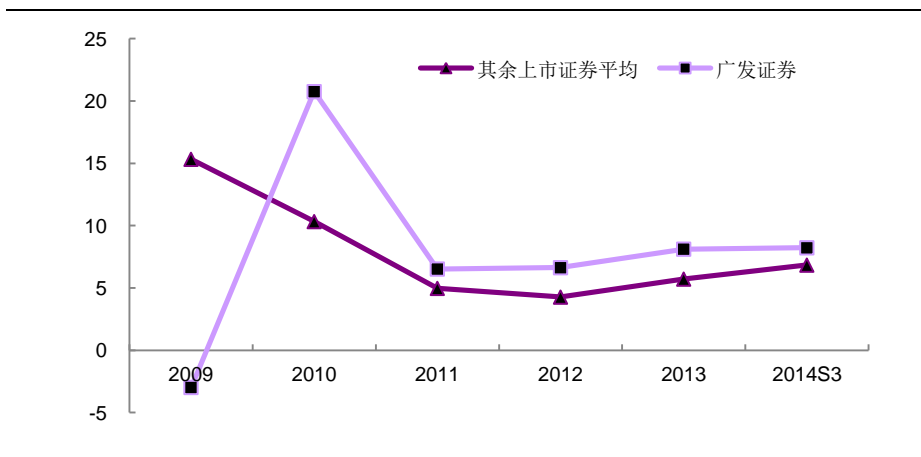
图 19：广发证券历年净利润



资料来源：广发证券公告

广发证券近年来经营效率不断提升, 自 2011 年来, 公司的 ROE 处于稳步回升的趋势。同时, 自 2010 年以来, ROE 一直高于行业的平均水平, 体现了公司良好的经营水平。

图 20: 广发证券的 ROE 与同行业上市公司对比 (%)



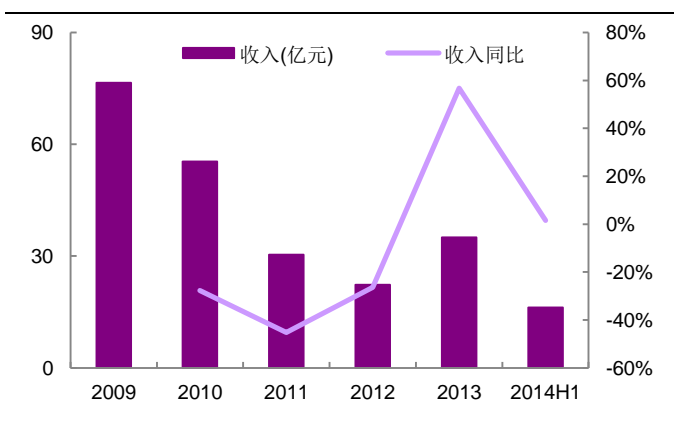
资料来源: 广发证券公告

4.2、广发证券各项业务稳步回升

(1) 经纪业务

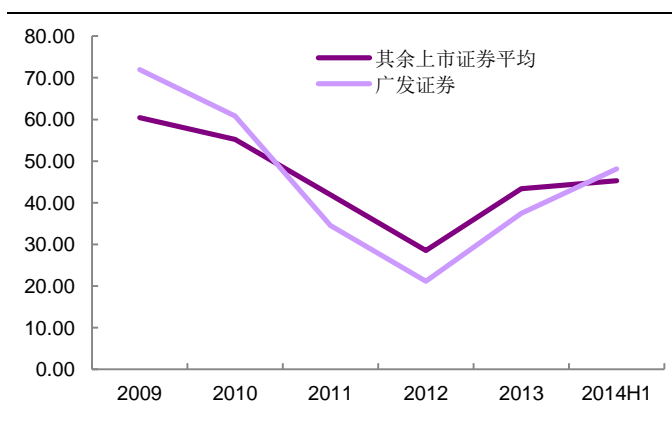
公司的经纪业务随着 A 股市场的疲软, 自 2009 年起至 2012 年不断下滑, 主要是两方面的原因: 一是市场交易量的逐步萎缩, 二是经纪业务的佣金呈现下滑态势。2013 年开始, 经纪业务逐步好转, 收入大幅增加 56.77%。2014 年上半年与 2013 年上半年基本持平, 随着市场的逐步回暖, A 股市场交易量在不断攀升, 截止到 2014 年 10 月 31 日, 沪深两市的成交量接近 2013 年全年的水平, 预计 2014 年两市的成交量将超出 2013 年成交量的 20%。我们预计未来三年市场逐步回暖, 年成交量的复合增速在 20% 以上。虽然行业的佣金水平存在下降的压力, 但市场目前的平均佣金水平已经过低, 大幅下降的可能性不大, 经纪业务有望逐步向好。

图 21: 广发证券历年经纪收入



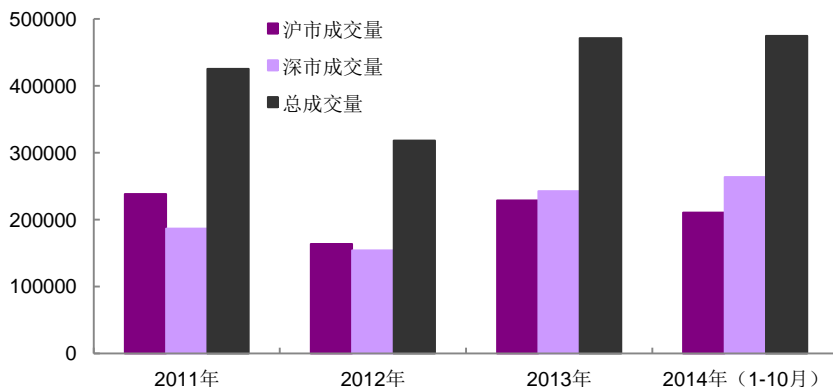
资料来源: 广发证券公告

图 22: 广发证券历年经纪收入毛利与行业对比 (%)



资料来源: 广发证券公告

图 23: 沪深两市成交量的变化 (亿元)

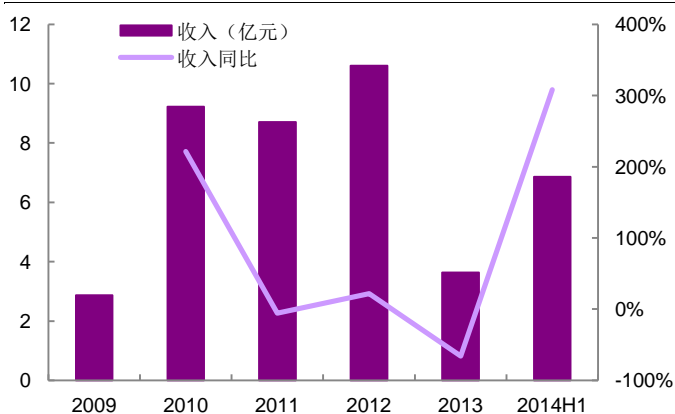


资料来源: 光大证券研究所

(2) 投资银行业务

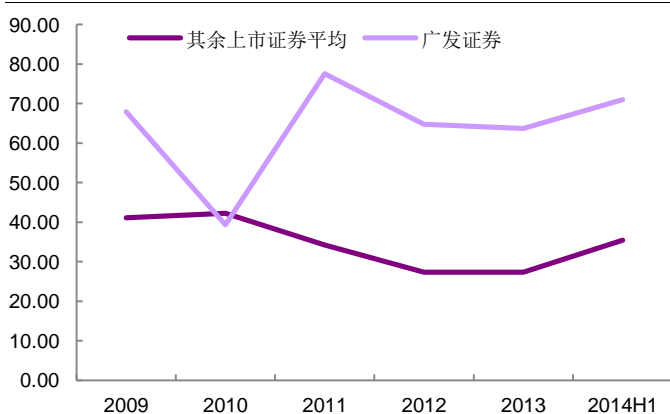
投资银行业务板块主要包括股权融资业务、债权融资业务、兼并收购和海外投资银行业务领域。广发证券的投资银行业务处于稳步回升期。2009年至2012年是投资银行业务发展的高速增长期,2013年由于IPO暂停,使投资银行业务收入大幅降低,2014年新股IPO再次重启,2014年上半年投资银行业务大幅回暖,实现收入达6.86亿元,同比增加308.59%。

图 24: 广发证券历年投资银行业务收入



资料来源: 广发证券公告

图 25: 广发证券历年投资银行收入毛利与行业对比 (%)



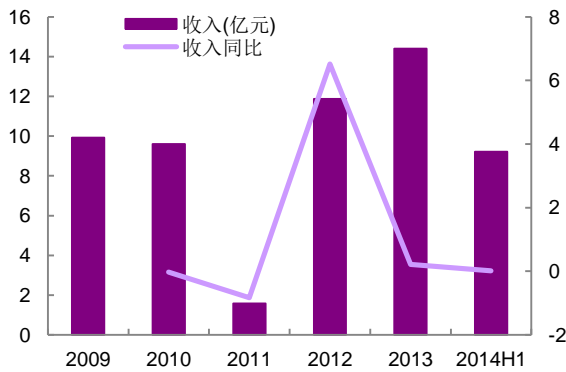
资料来源: 广发证券公告

2014年上半年,A股市场一共发行了205个股权融资项目,同比增加88.07%。广发证券上半年完成股权融资项目11个,排名行业第5;主承销金额为120.61亿元,排名行业第9(含并购配套融资项目)。此外,公司投行还完成1个结构化融资项目,融资金额为29.70亿元。实现股票承销及保荐收入35,462.20万元,市场排名及收入比去年同期显著提升。完成发行企业债券25只、承销总额230.55亿元,公司企业债券和公司债券合并承销期数和承销总额排名分别列行业第4、第5位。另外,广发证券参与了主承销2单中期票据和1期短期融资券。实现债券承销及保荐业务收入达1.77亿元,同比增长80.27%。

(3) 证券自营业务

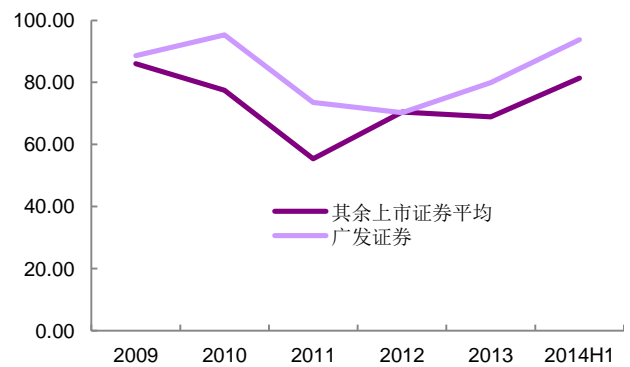
广发证券的自营业务近年来逐步回升,随着 2013 年起市场行情的回暖,自营业务收入不断提升,2013 年自营收入达到 14.41 亿元,同比增长 21.30%,2014 年上半年达 9.21 亿元。随着市场行情的逐步向好,未来我们预计自营业务会保持稳健增长。

图 26: 广发证券历年自营业务收入



资料来源: 广发证券公告

图 27: 广发证券历年自营业务收入毛利与行业对比(%)



资料来源: 广发证券公告

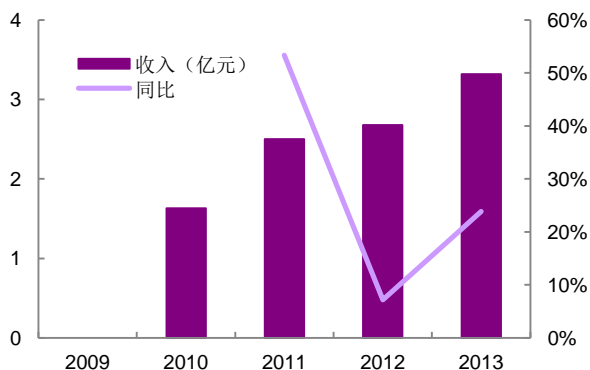
(4) 资产管理业务

资产管理业务板块主要包括广发资管、广发期货资产管理业务、广发控股香港资产管理业务、广发基金对应权益归属、易方达基金对应权益归属领域。2014 年上半年,大资产管理业务板块合计实现营业收入 3.97 亿元,同比增长 34.61%。

截止 2014 年 6 月底:广发资管共发行集合资产管理计划 43 个,广发资管资产管理总规模为 1,828.01 亿元;广发期货于 2012 年 11 月首批获得资产管理业务资格,并积极开展期货资产管理业务,资产管理规模为 7.51 亿元;在广发基金对应权益归属领域,广发基金管理的资产规模合计 1,555.29 亿元,比 2013 年末上升 6.89%;持有广发基金 48.33% 的股权,简单以对应广发基金权益计算的资产管理规模为 751.67 亿元;广发基金实现净利润 3.14 亿元,同比增长 13.36%。易方达基金管理的资产规模合计 2,342.33 亿元,比 2013 年末下降 4.71%;持有易方达基金 25% 的股权,简单以对应易方达基金权益计算的资产管理规模为 585.58 亿元。

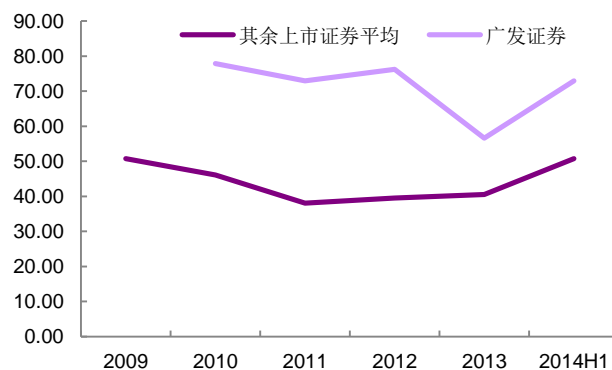
根据以上的分析,我们看好广发证券的发展前景。据 Wind 一致性预测,2014 年-2016 年广发证券的净利润增长率分别为 30.79%、17.31%和 10.63%,三年的复合增长率为 19.1%。我们认为,随着国内证券市场的逐步回暖,广发证券未来三年业绩超预期的可能性很大。

图 28：广发证券历年资产管理收入



资料来源：广发证券公告

图 29：广发证券历年资产管理业务毛利与行业对比 (%)

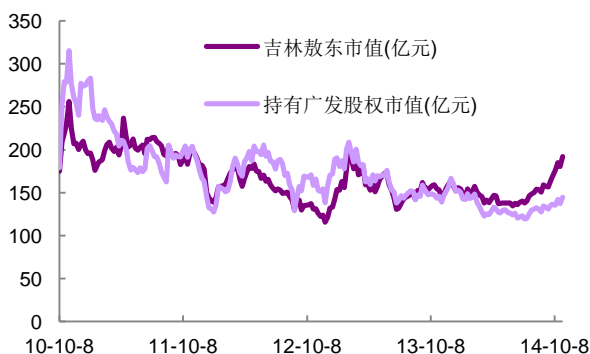


资料来源：广发证券公告

4.3、广发证券为吉林敖东提供安全边际和成长动力

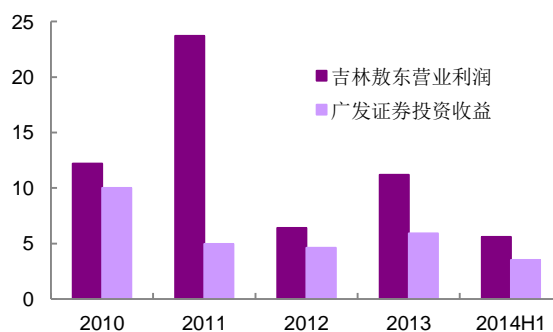
公司战略性持有广发证券的股权，为公司提供了足够的安全边际。我们认为，吉林敖东的价值过去一直被市场低估，吉林敖东总市值仅围绕广发股权的价值附近波动。即使近期敖东的股价有所回暖，仍然低估明显，以2014年11月14日收盘价计算，广发股权的价值高达167亿元，而吉林敖东的市值仅为197亿元，相当于市场对吉林敖东的医药板块和其他资产的业务估值仅为30亿元，因此我们认为公司的价值被市场显著低估。

图 30：吉林敖东市值与持有广发证券股权市值的对比



资料来源：wind

图 31：来自于广发证券的投资收益 (亿元)

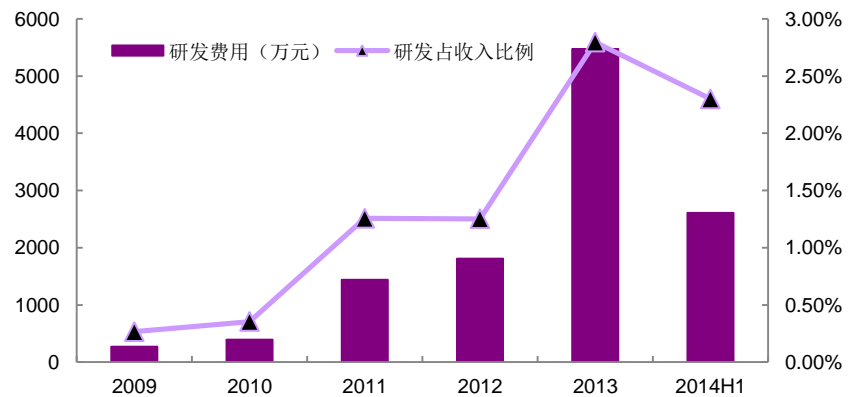


资料来源：公司公告

5、加大研发投入，助推公司长期发展

公司坚持由“技术领先”支撑“大品种，多品种群”发展战略，针对发展战略大幅度提高研发资金的投入，研发费用占收入的比例历年逐步上升，自2012年的1.25%增加到2013年的2.80%，增长达到了123.24%。2014年上半年，研发投入为2,608.26万元，占营业收入的2.30%，同比增长9.81%。

图 32：吉林敖东历年研发费用及占比变化



资料来源：公司公告

公司的研发投入着重于两个方面，一是对于现有主导品种的二次开发，如针对安神补脑液进行二次开发、针对心脑血管中成药大品种心脑血管舒通胶囊和利脑心胶囊进行二次开发等。二是针对新产品和研发成果进行开发和技术转化，如针对抗高血压三类新药地舍平复方进行制剂研发、针对关白附总生物碱提取物抗房颤口服制剂研究进行成果转化，先后取得中药第六类新药小儿芪楂口服液、参泽舒肝胶囊的新药证书和生产文号，双黄肠炎分散片正式生产并投放市场。

参泽舒肝胶囊是针对脂肪肝人群的新药。脂肪肝是指由于各种原因引起的肝细胞内脂肪堆积过多的病变。脂肪性肝病正严重威胁人们的健康，成为仅次于病毒性肝炎的第二大肝病，约有 25% 的人可能发生脂肪肝。参泽舒肝胶囊一旦完成物价审批等工作，上市后将为公司肝病销售带来明显增长。

小儿厌食症是指小儿（主要是 3~6 岁）较长期食欲减退或食欲缺乏为主的症状。根据卫生部资料，5 岁以下消化系统疾病患病率为 20.43%，5-14 岁儿童患病率为 9.15%。小儿消化道用药发展潜力巨大，根据 MDC 零售终端监测数据显示，近年来我国儿童专用药品规模呈增长趋势，儿童专用胃肠道用药 2011 年市场规模增长率在 10% 左右。小儿芪楂口服液上市，将在月销售额在 394 万元左右的小儿消化道用药市场分得一杯羹。

此外，公司逐步加快完善生产工艺和车间改造，如针对安神补脑液进行口服液制剂生产技术的提升与优化、针对儿科产品小儿柴桂退热口服液进行技术创新，改善人参优质饮片生产工艺，并且改进固体车间和针剂车间，顺利完成了水针和冻干针车间新版 GMP 技术改造。

6、高管增持股份彰显发展信心

目前，公司董事长李秀林及一致行动人控股 73.89% 敦化市金诚实业有限责任公司，而敦化市金诚实业有限责任公司为吉林敖东药业集团股份有限公司的第一大股东，持股比例为 24.09%。因此，董事长李秀林为公司实际控制人。

公司自股改上市至今，无高管减持股份的现象，体现了管理层对公司长期发展的信心。2014 年 6 月 19 日，公司高管李秀林、朱雁、郭淑芹等 9 名

董事、监事、高级管理人员以自有资金增持公司股票共 1,775,066 股，增持价为 15.19 元-15.29 元，共耗资约 2700 万元。这表明公司管理层对公司未来持续稳定发展充满信心，管理层的利益与公司健康发展密切相关，必将致力于公司的长期稳健发展。

表 16: 吉林敖东高管增持公司股份情况 (2014 年 6 月 19 日)

姓名	职务	增持股数	增持后持股	增持均价 (元)	增持后占股本比例
李秀林	董事长	1,000,000	1,332,187	15.19	0.14894%
朱雁	总经理	200,000	366,094	15.29	0.04093%
郭淑芹	董事	305,000	388,049	15.24	0.04338%
李利平	监事长	100,000	266,093	15.19	0.02975%
陈永丰	董秘	50,000	50,000	15.29	0.00559%
杨凯	内控总监	50,000	50,000	15.29	0.00559%
张淑媛	财务总监	50,000	50,000	15.29	0.00559%
许东林	监事	10,066	10,690	15.20	0.00120%
王振宇	证代	10,000	10,000	15.23	0.00112%
合计		1,775,066	2,523,113		0.28209%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

7、关键假设和盈利预测

关键假设：

(1) 以安神补脑液为代表的中成药品种将继续稳健增长，14-16 年的收入增速分别为 15.00%、12.00%和 10.00%。

(2) 以注射用核糖核酸 II 和小牛脾提取物的化学药品将加速放量，14-16 年的收入增速分别为 40.00%、35.00%和 30.00%。

(3) 食品业务处于培育期，基数较小，未来有望加速放量，14-16 年的收入增速分别为 60.00%、50.00%和 40.00%。

(4) 公路通行费及公路工程将逐步退出公司的舞台，2016 年以后将不为公司贡献收入和利润。

(5) 广发证券将受益于政策支持和行业回暖带来的发展机遇，进入稳步增长期，广发证券将为吉林敖东贡献稳健分红收益支持其主营业务的发展。

表 17: 关键假设及盈利表预测

项目	2013A	2014E	2015E	2016E
总收入 (万元)	195,686.12	248,025.46	307,577.32	373,281.39
YOY	22.97%	26.75%	24.01%	21.36%
总成本 (万元)	62,743.87	70,329.80	82,126.74	96,674.57
毛利率	67.94%	71.64%	73.30%	74.10%
分项明细				
中成药				
收入 (万元)	102,879.08	118,310.94	132,508.26	145,759.08
YOY	12.92%	15.00%	12.00%	10.00%
成本 (万元)	44,598.26	46,141.27	50,353.14	55,388.45

毛利率	56.65%	61.00%	62.00%	62.00%
化学药品				
收入 (万元)	90,292.88	126,410.03	170,653.54	221,849.61
YOY	75.31%	40.00%	35.00%	30.00%
成本 (万元)	16,570.92	22,121.76	29,011.10	37,714.43
毛利率	81.65%	82.50%	83.00%	83.00%
食品				
收入 (万元)	1,094.25	1,750.80	2,626.20	3,676.68
YOY		60.00%	50.00%	40.00%
成本 (万元)	756.69	1,225.56	1,838.34	2,573.68
毛利率	30.85%	30.00%	30.00%	30.00%
公路相关				
收入 (万元)	214.58	107.29	53.65	0.00
YOY	-80.07%	-50.00%	-50.00%	-100.00%
成本 (万元)	285.56	118.02	56.33	0.00
毛利率	-33.08%	-10.00%	-5.00%	0.00%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

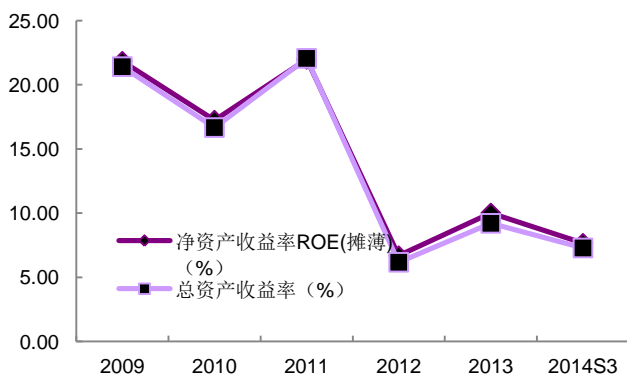
8、财务分析

8.1、盈利能力分析

由于吉林敖东的负债率较低，历年的资产收益率和净资产收益率较为接近。由于吉林敖东过去的业绩受广发证券的分红影响较大，因此资产收益率和净资产收益率波动相对较大，预计未来随着医药业务的不断壮大，这种影响有望逐步削弱。

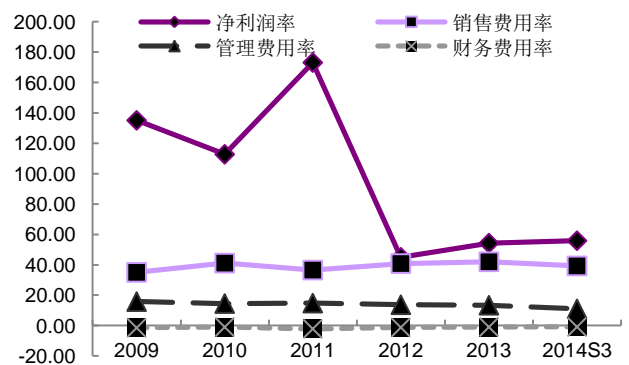
在费用率方面，近年来公司总体控制较为合理，销售费用率、管理费用率均稳中有降。由于公司持有大量现金，财务费用率一直维持在负的水平，预计未来随着外延并购的拓展，财务费用率将回到合理水准。

图 33：吉林敖东 2009 年-2014S3 盈利指标趋势图



资料来源：公司年报

图 34：吉林敖东 2009 年-2014S3 利润率及费用率变化



资料来源：公司年报

8.2、营运能力分析

公司近年来的应收账款周转率经历了一个逐步下降过程，2009 年-2014S3 分别为 135.10 次、112.75 次、173.15 次、44.96 次、54.28 次和 55.88 次，表明公司在近年来将收账速度减慢，账龄逐渐变长，一定程度上

加大了坏账损失的风险。这也一定程度上表明公司将较严苛的信用政策和付款条件进行了改变，一定程度上促进了销售规模的扩大和终端份额的提升，导致账款回收时间加长。

与此同时，存货周转率在 2009 年-2014S3 处于不断震荡攀升，总资产周转率在逐步下降，表明公司的经营处于稳定健康发展的阶段。

表 18：吉林敖东的营运能力指标

指标	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014S3
应收账款周转率（次）	135.10	112.75	173.15	44.96	54.28	55.88
存货周转率（次）	35.04	41.13	36.55	40.84	42.02	39.28
总资产周转率（次）	15.80	14.51	14.80	13.74	13.41	11.03

资料来源：公司年报

8.3、现金充裕，外延并购值得期待

公司 2009 年-2014S3 的流动比率、速动比率都在小幅上升，资产负债率一直在 8%-11% 波动，与公司高达 120 亿元的净资产相比，表明公司的偿债能力较好。

表 19：吉林敖东的偿债能力指标

指标	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014S3
流动比率	2.8012	2.8601	3.5309	3.5542	3.7201	3.7336
速动比率	2.5383	2.5523	3.0776	3.1349	3.2415	3.2083
资产负债率（%）	8.4029	8.2605	9.7797	11.0211	11.9830	8.3643

资料来源：公司年报

2014 年度三季报显示，公司的净资产高达 120 亿元，而资产负债率仅为 8.3%，账面现金资产高达 16.3 亿元。公司近年来坚持做大做强医药产业的态度，我们认为，结合公司过去两年在医药领域的重要举措，未来大有可能通过外延并购，进一步丰富产品体系和完善产业链布局。

9、估值水平与投资评级

考虑公司医药业务的不断成长和广发证券带来的丰厚投资收益，我们认为需要对两部分业务分别进行估值。

根据我们的预测，吉林敖东医药板块 14-16 年的净利润为 3.63 亿、4.47 亿和 5.78 亿元。根据 Wind 一致性预测，广发证券的净利润为 36.78 亿、43.14 亿和 47.73 亿元，吉林敖东持有股权对应的投资收益为 7.72 亿、9.06 亿和 10.02 亿元。

9.1、医药板块资产估值

我们选取了中药上市企业中，与吉林敖东类似的中成药的企业进行对比，包括天士力、云南白药、同仁堂、片仔癀、以岭药业和康缘药业等。

以上几家上市公司目前价格对应的 15 年平均 PE 为 25.93 倍，因此吉林敖东的医药板块可给予 25 倍的估值，按我们测算的 15 年医药板块 4.47 亿元的净利润，给予医药板块的估值为 112 亿元。

表 20: 吉林敖东相关同类公司的估值水平 (2014 年 11 月 14 日收盘价为基准)

公司名称	当前价	EPS			PE		净利润增速 (%)		PEG	
		13 年	14 年	15 年	14 年	15 年	14 年	15 年	14 年	15 年
天士力	41.59	1.07	1.38	1.75	30.10	23.72	30.09	26.89	1.00	0.88
云南白药	55.16	3.34	2.37	2.91	23.31	18.98	6.15	22.79	3.79	0.83
同仁堂	19.43	0.49	0.59	0.70	32.95	27.76	17.84	18.73	1.85	1.48
片仔癀	90.85	2.73	2.97	3.63	30.61	25.05	11.12	22.22	2.75	1.13
以岭药业	31.14	0.44	0.69	0.95	45.14	32.95	59.11	37.03	0.76	0.89
康缘药业	25.82	0.71	0.75	0.95	34.64	27.13	25.20	27.87	1.37	0.97
平均值	——	——	——	——	32.79	25.93	24.92	25.92	1.92	1.03

资料来源: wind 一致预期

9.2、广发证券股权资产估值

我们选取了证券类上市企业中,与广发证券类似的规模较大的企业进行对比,包括中信证券、海通证券、华泰证券和招商证券等。

表 21: 广发证券相关同类公司的估值水平 (2014 年 11 月 14 日收盘价为基准)

公司名称	当前价	EPS			PE		净利润增速 (%)		PEG	
		13 年	14 年	15 年	14 年	15 年	14 年	15 年	14 年	15 年
中信证券	15.38	0.48	0.72	0.82	21.36	18.76	51.12	13.52	0.42	1.39
海通证券	12.15	0.42	0.61	0.72	19.92	16.88	45.30	11.71	0.44	1.44
华泰证券	12.66	0.39	0.55	0.65	23.02	19.48	39.87	16.82	0.58	1.16
招商证券	13.59	0.48	0.58	0.69	23.43	19.70	49.96	19.16	0.47	1.03
平均值	——	——	——	——	21.93	18.70	46.56	15.30	0.48	1.25

资料来源: wind 一致预期

以上几家上市公司目前价格对应的 15 年平均 PE 为 18.70 倍,因此广发证券股权的可给予 18 倍 PE 的估值,按我们测算的 15 年持有广发证券股权的投资收益为 9.06 亿,给予股权的估值为 163 亿元。

9.3、相对估值结论和评级

根据以上分析,按 15 年的财务数据测算吉林敖东医药板块的估值为 112 亿元,持有广发证券股权的估值为 163 亿元,总市值为 275 亿元。按当前股本 8.94 亿股测算,给予目标价为 30.76 元。

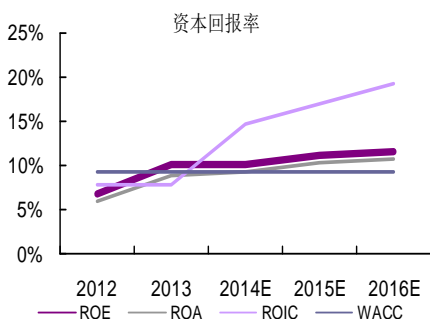
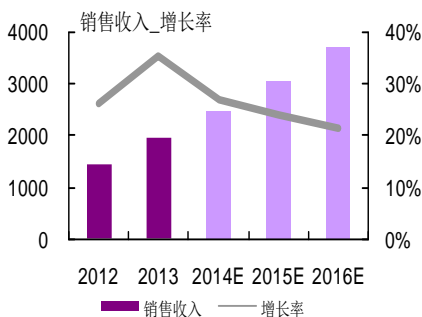
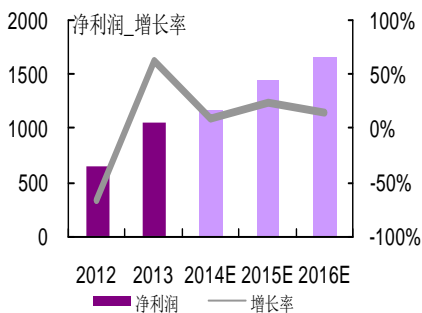
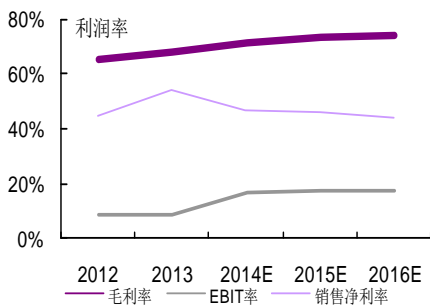
考虑吉林敖东未来医药板块的稳健增长,以及金融市场回暖给广发证券带来的丰厚投资收益,而且吉林敖东当前价格仅为 22.50 元,我们认为公司价值被低估,攻守兼备,给予“买入”评级。

9.4、股价驱动因素

短期看化学药品的放量;中期看 A 股逐步回暖带来的资产增值;长期看新产品的开发和外延并购。

10、风险分析

药品降价;广发证券业绩不佳;对外投资出现重大损失。



利润表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,445	1,957	2,480	3,076	3,733
营业成本	499	627	703	821	967
折旧和摊销	83	95	149	159	168
营业税费	21	27	32	40	49
销售费用	590	822	1,017	1,276	1,568
管理费用	199	262	308	406	493
财务费用	-18	-19	-56	-74	-105
公允价值变动损益	13	1	0	0	0
投资收益	483	931	800	989	1,080
营业利润	639	1,125	1,280	1,591	1,838
利润总额	683	1,191	1,292	1,601	1,848
少数股东损益	3	3	0	0	0
归属母公司净利润	646.42	1,058.79	1,162.82	1,436.41	1,657.84

资产负债表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
总资产	10,961	12,106	12,596	13,997	15,599
流动资产	2,017	2,592	3,144	4,554	6,166
货币资金	1,183	1,308	1,891	3,032	4,338
交易型金融资产	66	93	0	0	0
应收帐款	153	219	283	351	426
应收票据	205	314	446	554	672
其他应收款	48	283	124	154	187
存货	238	334	352	411	483
可供出售投资	0	1	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	7,255	7,638	7,718	7,817	7,925
固定资产	1,080	1,294	1,269	1,213	1,135
无形资产	221	227	223	219	215
总负债	1,208	1,451	867	947	1,036
无息负债	1,196	1,439	867	947	1,036
有息负债	12	12	0	0	0
股东权益	9,753	10,656	11,729	13,049	14,563
股本	894	894	894	894	894
公积金	1,079	1,113	1,113	1,113	1,113
未分配利润	7,699	8,568	9,641	10,961	12,475
少数股东权益	81	80	80	80	80

现金流量表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	272	201	-173	344	423
净利润	646	1,059	1,163	1,436	1,658
折旧摊销	83	95	149	159	168
净营运资金增加	-82	395	292	308	349
其他	-375	-1,348	-1,777	-1,560	-1,752
投资活动产生现金流	146	22	802	840	922
净资本支出	-292	-242	-18	-51	-51
长期投资变化	7,255	7,638	-80	-99	-108
其他资产变化	-6,816	-7,374	900	989	1,080
融资活动现金流	-136	-98	-46	-42	-39
股本变化	206	0	0	0	0
债务净变化	2	0	-12	0	0
无息负债变化	220	243	-572	81	88
净现金流	283	125	583	1,141	1,306

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	26.22%	35.38%	26.75%	24.01%	21.36%
净利润增长率	-67.39%	63.79%	9.83%	23.53%	15.42%
EBITDA 增长率	56.13%	29.56%	112.57%	19.89%	19.37%
EBIT 增长率	100.46%	39.56%	143.24%	24.54%	23.57%
估值指标					
PE	30	18	17	13	12
PB	2	2	2	1	1
EV/EBITDA	54	40	18	13	10
EV/EBIT	89	61	24	17	12
EV/NOPLAT	94	69	27	19	13
EV/Sales	8	5	4	3	2
EV/IC	7	5	4	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	65.48%	67.94%	71.64%	73.30%	74.10%
EBITDA 率	14.41%	13.79%	23.13%	22.36%	21.99%
EBIT 率	8.65%	8.92%	17.11%	17.18%	17.50%
税前净利润率	47.22%	60.85%	52.09%	52.06%	49.51%
税后净利润率 (归属母公司)	44.72%	54.11%	46.88%	46.70%	44.41%
ROA	5.93%	8.77%	9.23%	10.26%	10.63%
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.68%	10.01%	9.98%	11.08%	11.45%
经营性 ROIC	7.69%	7.73%	14.60%	16.84%	19.22%
偿债能力					
流动比率	3.55	3.72	5.63	7.12	8.48
速动比率	3.13	3.24	5.00	6.48	7.81
归属母公司权益/有息债务	786.37	894.70	-	-	-
有形资产/有息债务	867.99	1001.12	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.72	1.18	1.30	1.61	1.85
每股红利	0.10	0.10	0.13	0.16	0.19
每股经营现金流	0.30	0.22	-0.19	0.38	0.47
每股自由现金流(FCFF)	0.00	-0.38	0.24	0.31	0.40
每股净资产	10.81	11.82	13.02	14.50	16.19
每股销售收入	1.62	2.19	2.77	3.44	4.17

资料来源：光大证券、上市公司

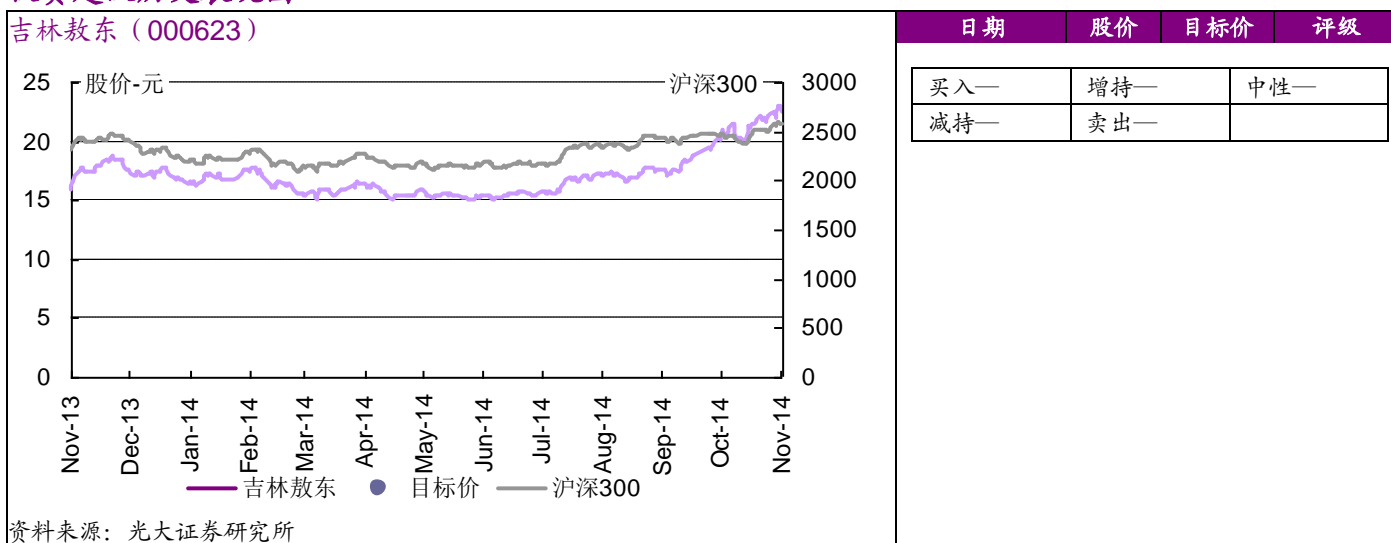
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

江维娜，上海交大医学院临床医疗（法语班）普外科硕士，光大研究所医药行业研究员，此前历任海通、东方证券医药行业研究员。主要覆盖公司：天士力、康美药业、科伦药业、海正药业、恩华药业、科华生物、和佳股份等

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 - 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 - 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 - 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 - 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
 - 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
- 市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易部 机构业务部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
北京	郝辉	010-58452028	-	haohui@ebsecn.com	
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebsecn.com	
	梁晨	-	-	liangchen@ebsecn.com	
上海	刘公直	010-58452029	-	liugongzhi@ebsecn.com	
	严非	021-22169086	-	yanfei@ebsecn.com	
	周薇薇	021-22169087	-	zhouww1@ebsecn.com	
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebsecn.com	
	李强	021-22169131	-	liqiang88@ebsecn.com	
	奚亦扬	021-22169091	-	xiyy@ebsecn.com	
	张弓	021-22169083	-	zhanggong@ebsecn.com	
	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebsecn.com	
	深圳	黎晓宇	0755-83553559	-	lixxy1@ebsecn.com
		黄鹂华	0755-83553249	-	huanglh@ebsecn.com
李潇		0755-83559378	-	lixiao1@ebsecn.com	
张亦潇		0755-23996409	-	zhangyx@ebsecn.com	
王渊锋		-	-	wangyuanfeng@ebsecn.com	
机构客户业务部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	濮维娜(总经理)	021-62152373	13611990668	puwn@ebsecn.com	
	张辉	021-22167108	13611990668	zhanghui1@ebsecn.com	
	计爽	021-22167101	18621181721	jishuang@ebsecn.com	
北京	吉喆	021-22169129	18918212345	jizhe@ebsecn.com	
	朱林	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebsecn.com	
	徐放	010-56513051	18618469955	xufang@ebsecn.com	
国际业务	陶奕(副总经理)	021-62152393	18018609199	taoyi@ebsecn.com	
	威德文(执行董事)	021-22169152	13585893550	qidw@ebsecn.com	
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebsecn.com	