

2014-11-11

公司研究(深度报告)

 评级 **推荐** 维持

丰原药业 (000153)
如虎添翼，腾飞在即

当前股价: 14.01 元

分析师: 刘舒畅

 (8621)68751065

 liusc@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490512020004

联系人: 黄伟轩

 (8621)68751065

 huangwx2@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490513070004

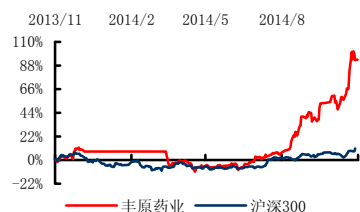
联系人: 杨靖凤

 (8621)68751636

 yangjf@cjsc.com.cn

公司基本数据	2014.11.10
总股本(万股)	31214
流通A股/B股(万股)	29665/0
资产负债率	46.78%
每股净资产(元)	3.38
市盈率(当前)	159.91
市净率(当前)	4.15
12个月内最高/最低价	14.92/6.40

市场表现对比图(近12个月)



资料来源: Wind

相关研究

《内生增长加速，新品空间广阔》2014-10-29

报告要点

■ 管理机制转换，内生增长逐步恢复

公司 2011 年完成 MBO 后，大股东、管理层利益与公司发展高度绑定，经营活力逐渐释放，内生增长逐步恢复。公司连续三年利润增速保持在 50% 以上，整体净利率已由 1% 提升至 3%。医药工业板块，果糖注射液等核心品种增长较快，是当前业绩的主要贡献者；医药商业板块，公司已与蚌埠医学院二附院签订了 8 年 15 亿的药房配送合同，后续有望发挥安徽省地缘优势，拓展省内其他医院资源。

■ 斩获塑料安瓿平台，畅享广阔替代空间

公司将通过并购获得普什制药 100% 股权，成为国内少数拥有塑料安瓿包材批件的企业。收获的塑料安瓿克林霉素磷酸酯为医保类独家品种，凭借包材优势享受区别定价权，较高的价格壁垒将树立渠道优势，我们强烈看好其对传统玻璃瓶产品巨大的替代空间。随着各省步入招标加速期，该产品有望迅速上量。我们保守测算 2015 年、2016 年的销售量有望至少达到 3000 万支、6000 万支，将贡献极大业绩弹性。此外，公司未来还将依托普什制药的研发平台，进行其他安瓿包装药品的开发，为长期发展奠定基础。

■ 内生外延并举，维持“推荐”评级

公司是安徽省内医药标杆企业，工商一体化协同发展，机制转换后，经营活力释放，内生增长恢复，外延扩张不断。收购普什制药后，获取塑料安瓿克林霉素磷酸酯新产品，替代空间广阔，将贡献极大的业绩弹性。考虑到 2015 年新产品放量，预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.15 元、0.60 元、0.82 元，业绩还有较大的弹性。我们看好公司未来的成长发展，当前是很好的布局时点，维持“推荐”评级。

主要财务指标

	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1530	1889	2302	2767
增长率(%)	-8%	23%	22%	20%
归属母公司所有者净利润(百万元)	27.3	45.2	186.5	254.6
增长率(%)	44%	66%	313%	37%
每股收益(元)	0.088	0.145	0.598	0.816
净资产收益率(%)	2.7%	4.3%	15.0%	17.0%

目录

多年积淀，经营管控力逐渐提升	4
传统业务也不乏亮点	4
化药：果糖注射液盈利稳健	4
医药批发：剥离低毛利业务，打造药房托管平台	5
内生增长恢复，盈利质量提升	6
小品种，大金矿	7
价格壁垒造就渠道优势	7
产品临床应用成熟	10
基层广泛使用的抗生素品种	10
市场容量稳健，医保压力不存在	11
契合招标放量势在必行	13
安瓿包材具有较大的平台性	14

图表目录

图 1：丰原药业股权结构清晰	4
图 2：公司的收入结构	4
图 3：公司的毛利结构	4
图 4：公司的收入结构	5
图 5：公司的毛利结构	5
图 6：医药批发业务毛利率由 4.39%大幅提升至 11.43%	6
图 7：公司的收入增速出现回升	6
图 8：公司的毛利率逐步企稳，净利率提升明显	6
图 9：公司的净利润保持高速增长	7
图 10：公司的扣非净利润延续高速增长	7
图 11：血栓通连续多年保持高速增长态势	8
图 12：海南海灵的头孢拉定市场份额大幅提升	9
图 13：克林霉素的分类	10
图 14：注射剂占克林霉素药物销售额的 52.69%	11
图 15：全国样本医院抗感染药物销售额稳步回升	11
图 16：林可酰胺类抗生素所占比重约为 0.75%	12
图 17：克林霉素占林可酰胺类销售额的比重高达 99.93%	12
图 18：克林霉素终端销售规模仅占医保支出总额的 0.082%	13
 表 1：今年以来公司果糖注射液各地中标情况	5
表 2：公司签订的 8 年 15 亿药房配送合同	6

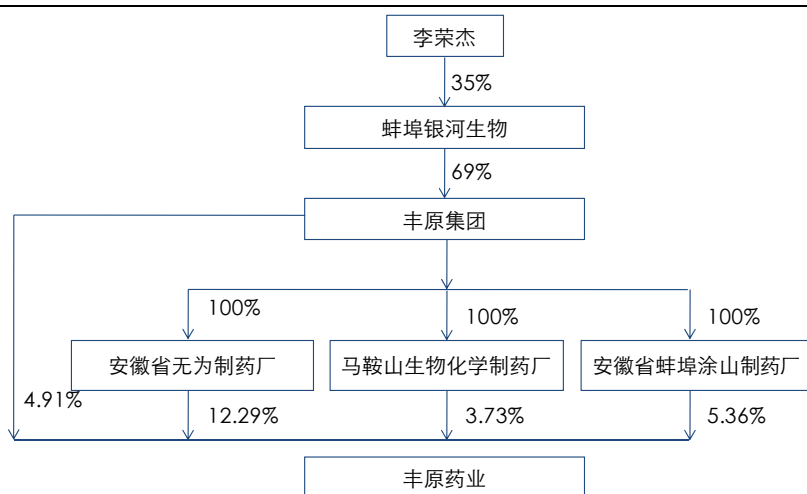
表 3: 公司收购普什制药进程.....	7
表 4: 公司收购普什制药 100%股权及募集配套资金方案	7
表 5: 塑料安瓿与玻璃安瓿的对比	7
表 6: 安徽省克林霉素磷酸酯注射液中标价格一览	9
表 7: 2011 年国内前十大克林霉素注射剂生产企业情况	12
表 8: 目前启动或在执行非基药招标的 10 个省份	13
表 9: 塑料安瓿克林霉素磷酸酯随招标带来的业绩增量	14

机制转换，经营管控力逐渐提升

公司最早为国有企业，2000 年上市后，股权几经更迭，2011 年，公司高管所有的公司银河生物受让第三大股东新华信托股份有限公司持有的 24% 的股权而跃升成为丰原集团第一大股东，持股 49%，从而间接控股上市公司，公司 MBO 顺利完成，实现高管利益与公司发展高度绑定。

目前公司的股权结构为：丰原集团控股上市公司，银河生物持有丰原集团 69% 的股权，为上市公司实际控制人。其中银河生物股东共 142 人，全是公司高管，李荣杰持有银河生物 35% 的股权，为公司实际控制人。

图 1：丰原药业股权结构清晰

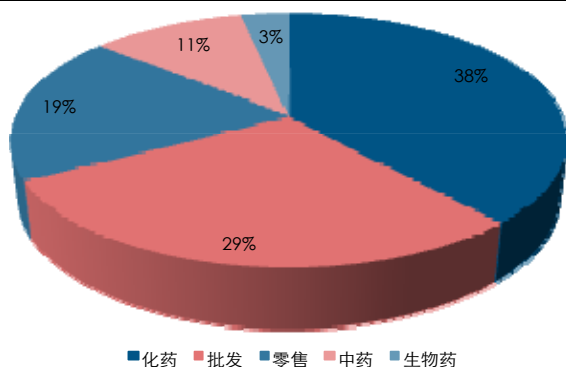


资料来源：公司公告，长江证券研究部

本部业务不乏亮点

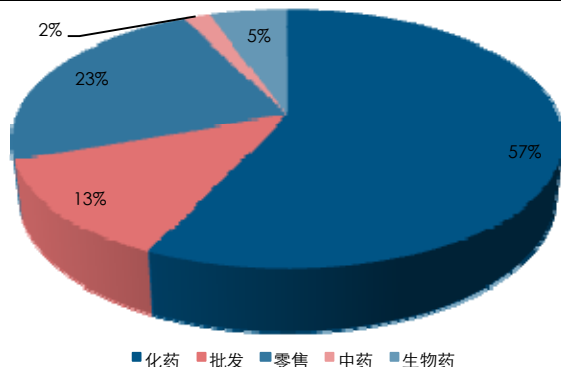
在公司的毛利结构中，化学药居首，占比达 57%；医药零售次之，占比 23%；医药批发居第三位，占比 13%；其他业务占比较小。

图 2：公司的收入结构



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 3：公司的毛利结构



资料来源：Wind，长江证券研究部

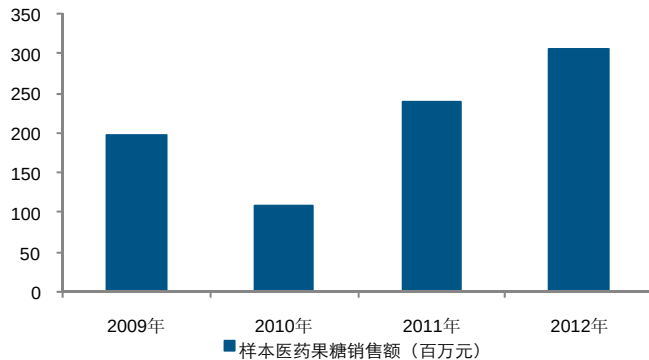
医药工业板块：果糖注射液盈利稳健

果糖注射液主要用于注射剂的稀释剂或者用于烧创伤、术后及感染等胰岛素抵抗状态下或不适宜使用葡萄糖时需补充水分或能源的患者的补液治疗，具有不依赖于胰岛素的调

节、代谢速度快、热源利用率高等优点，在临床应用上远比葡萄糖、木糖醇等传统营养类输液品种范围广阔，为继葡萄糖输液之后的第二大糖类输液。

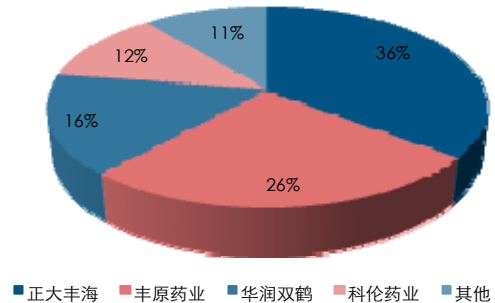
据 PDB 样本医院数据，果糖注射液的用药金额连年递增，2012 年已达到 3 亿元，竞争格局较好，国内目前仅正大丰海、丰原药业、科伦药业和华润双鹤在产，其中丰原药业市场份额居第二位，占比 26%。

图 4：公司的收入结构



资料来源：PDB，长江证券研究部

图 5：公司的毛利结构



资料来源：PDB，长江证券研究部

作为公司的主力品种，果糖注射液产品一直保持稳健的发展态势，今年以来已在广东、重庆、海南及安徽等省中标，且价格维护能力强劲，中标价高出竞争对手 18-50%。我们预计，未来三年公司的果糖注射液总体销售规模有望过亿，利润贡献可达 5000 万。

表 1：今年以来公司果糖注射液各地中标情况

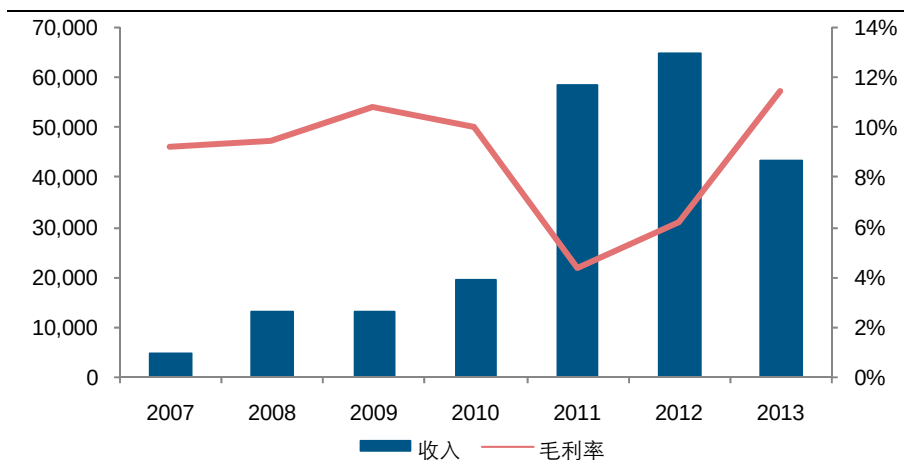
中标省份	剂型	规格	价格	竞争企业价格
广东	大容量注射液	250ml:12.5g	30.27	22.78（华润双鹤）
		250ml:25g	52.35	34.28（华润双鹤）； 46.3（四川科伦）
	注射液	250ml:25g	60.35	-
海南	注射液	250ml:12.5g	34.5	34.5（正大丰海）
		250ml:25g	50	50（正大丰海）
安徽	注射液（软袋）	250ml:12.5g	34.7	29.38（正大丰海-普通）
	注射液（软袋双阀）	250ml:12.5g	34.7	28.6（华润双鹤-塑瓶）
		250ml:25g	58.99	48.47（科伦-直立软袋） 30.38（正大丰海-软袋）
重庆	大容量注射液	250ml:12.5g	32.32	33.78（正大丰海）
		250ml:25g	53.89	45.64（华润双鹤）

资料来源：各地招标网站，长江证券研究部

医药商业板块：剥离低毛利业务，打造药房托管平台

公司的医药批发业务中过去包含较多的调拨业务，因为利润较低而逐渐放弃。2011 年以来，公司主要集中于代理和药房托管等高毛利率业务，目前医药批发业务的毛利率已由 2011 年的 4.39% 大幅回升至 11.43%。

图 6：医药批发业务毛利率由 4.39%大幅提升至 11.43%



资料来源：公开信息，长江证券研究部

2013 年 12 月，公司与蚌埠医学院二附院签订药房供货合同，配送药品涵盖化学药制剂（麻醉药品、一类精神药品、疫苗、大输液除外）、化学原料药、中成药及部分消毒灭菌制剂，供货期限为 8 年，供货总金额不低于 15 亿元。蚌埠医学院二附院目前有 800 余张床位，新建院区有 1500 张床位，预计将于 2015 年投入运营。我们预计，公司后续有望发挥安徽的地缘优势，拓展省内其他医院资源。

表 2：公司签订的 8 年 15 亿药房配送合同

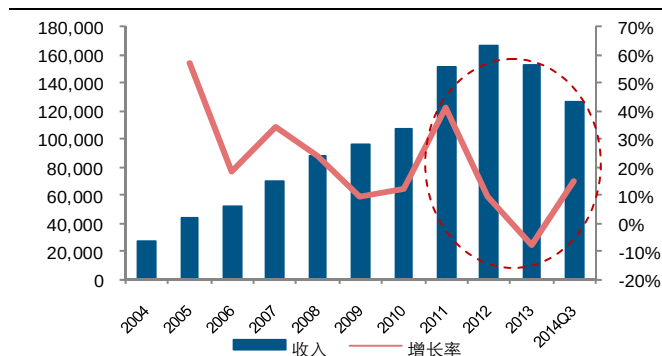
年度	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
金额	1.0	1.2	1.6	1.8	2.0	2.2	2.4	2.8

资料来源：公司公告，长江证券研究部

内生增长恢复，盈利质量提升

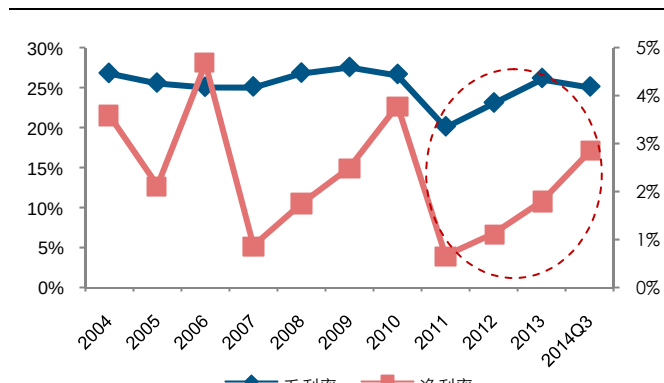
自 2011 年完成 MBO 后，公司经营步入正轨，增长动力逐渐恢复。从收入端来看，受批发业务缩减影响，公司的收入规模与 2013 年出现了些许下滑，而 2014 年度起，公司的收入重拾正增长的态势，收入增速达到 15% 左右；从盈利质量来看，公司的毛利率及净利率均从 2011 年的最低点到现在出现了明显好转，尤其是净利率已从底部的不足 1% 提升至接近 3%。

图 7：公司的收入增速出现回升



资料来源：Wind，长江证券研究部

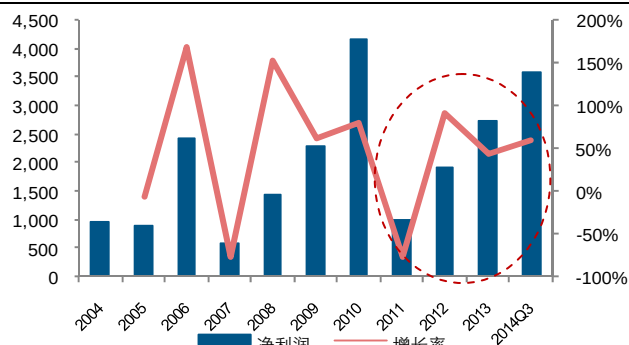
图 8：公司的毛利率逐步企稳，净利率提升明显



资料来源：Wind，长江证券研究部

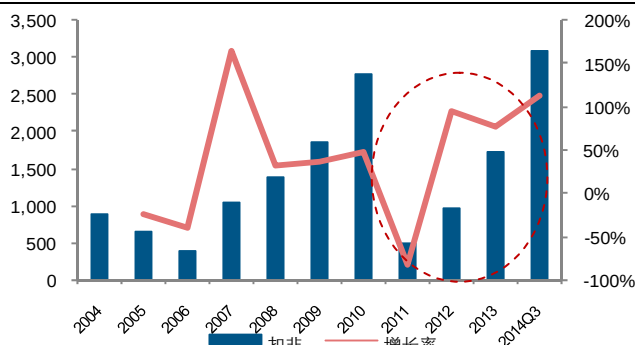
从利润端来看，公司的净利润/扣非净利润也均从 2011 年起得到了爆发式增长，增速保持在 50% 以上，我们认为，公司的内生性增长仍有望延续。

图 9：公司的净利润保持高速增长



资料来源：Wind, 长江证券研究部

图 10：公司的扣非净利润延续高速增长



资料来源：Wind, 长江证券研究部

小品种，大金矿

丰原药业通过并购获得普什制药 100% 股权。普什制药为国内少数拥有塑料安瓿的药包材批件的企业，旗下的塑料安瓿克林霉素磷酸酯为医保类独家品种，后续双方还将进行其他安瓿包装药品的开发。我们强烈看好塑料安瓿克林霉素磷酸酯对传统玻璃瓶产品巨大的替代空间，随着各省招标工作陆续开展，该品种有望迅速上量，为公司贡献巨大业绩弹性。

表 3：公司收购普什制药进程

时间	事件
2014/3/25	披露发行股份购买资产并募集配套资金预案
2014/4/16	普什制药塑料安瓿生产线通过 GMP 认证
2014/9/23	披露发行股份购买资产并募集配套资金报告书(草案)
2014/10/17	因未收到四川省国资委批复，临时股东会延期至 30 日召开
2014/10/28	收到四川省国资委关于收购普什制药事项的批复，收购已无障碍
2014/10/31	发行股份购买资产并募集配套资金方案议案获股东会全票通过
预计 2015 年初	完成对普什制药 100% 股权收购

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 4：公司收购普什制药 100% 股权及募集配套资金方案

交易方/定增方	收购价格/定增金额	发行价	发行股票数量
普什集团	24,864.45 万元	7.81 元/股	31,836,684 股
特定投资者 (<10 人)	8,288.15 万元	7.03 元/股	11,789,687 股

资料来源：公司公告，长江证券研究部

价格壁垒造就渠道优势

普什制药成立起始，即引进了国外最先进的 BFS 无菌生产线，经历几年的研发沉淀，已陆续取得了多项塑料安瓿相关的专利技术、药包材证和塑料安瓿瓶克林霉素磷酸酯注射液的生产批件。我们认为，塑料安瓿克林霉素磷酸酯的上市，将对玻璃瓶克林霉素磷酸酯产生较大的替代。

表 5：塑料安瓿与玻璃安瓿的对比

	塑料安瓿	玻璃安瓿
耐冲击性	不易损坏	易碎
重量	较轻	较重
生产过程	简单、时间短	复杂、时间长

异物混入	可能性小	可能性大
金属离子析出	无	有、不可控
生产和开启产生不溶性微粒	少量、可控	大量、不可控
临床使用安全	安全	危险
运输中产生安全隐患	不容易	容易
环保	易处理	难处理
防伪性	商标可通过模具注塑在瓶子上	不易实现

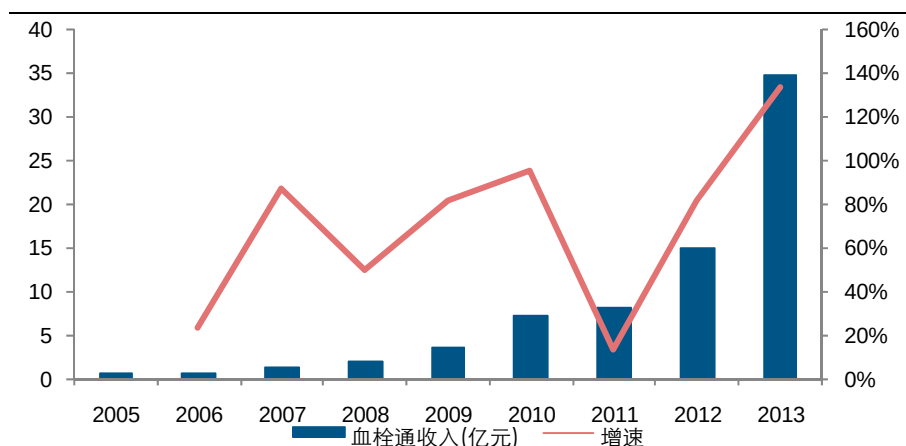
资料来源：公司公告，长江证券研究部

根据医药产品的监管要求，如采用 BFS 技术生产注射剂产品，需要取得相关的塑料安瓿药包材批件、适合 BFS 工艺生产的药品品种生产批件，且生产企业的三合一生产线还需要通过新版 GMP 认证。目前国内仅有少数企业取得了塑料安瓿瓶的药品包材批件，就克林霉素磷酸酯而言，国内仅普什制药与江苏大红鹰药业拥有其塑料安瓿包装的生产批件，即该产品属于医保类独家产品，竞争格局优异。我们认为在工艺和审批的双重壁垒下，安瓿包装的克林霉素磷酸酯生产厂家在未来 3-5 年内不会再增大。

由于塑料安瓿的包材的因素，公司产品在招标过程中赢得了巨大的价格屏障。我们认为在当前的医药环境下，价格保障将为公司产品带来渠道中的巨大优势。

例如，中恒集团的血栓通（冻干）为基药独家品种，拥有发改委单独定价权，中标价格远高于丽珠利民、广东远大等竞争对手，2008-2013 年，该产品的销量 2 亿由增至 34.8 亿元，复合增长率高达 76%，市场份额不断提升，目前已达 95% 以上。

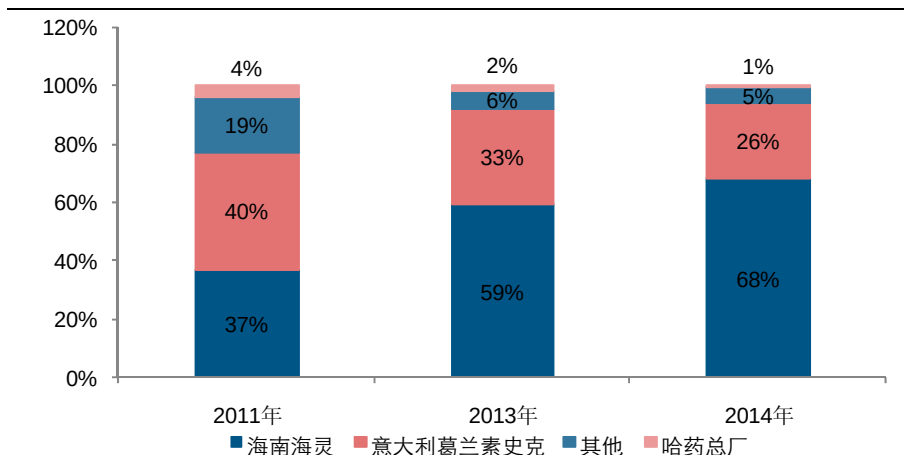
图 11：血栓通连续多年保持高速增长态势



资料来源：康缘药业公告，长江证券研究部

海南海灵的头孢拉定通过工艺改进获得单独定价资格，中标价 40 元左右，较哈药总厂等竞争对手中标价溢价 523%，价格优势明显，其市场份额连年递增，由 2011 年的 37% 大幅提升至 2014 年的 68%。

图 12: 海南海灵的头孢拉定市场份额大幅提升



资料来源: PDB, 长江证券研究部

目前公司已取得四川省发改委区别定价批文, 且从已公布的招标区域看, 同种剂型下的克林霉素磷酸酯, 塑瓶包材的价格远远高于普通玻璃品种, 这将为产品的销售预留较大的推广空间。如 2ml:0.3g 的规格, 其他厂商的平均中标价为 2.86 元, 普什制药的中标价格为 17.05 元, 溢价率为 496%; 如 4ml:0.6g 的规格, 其他厂商的平均中标价为 8.21 元, 普什制药的中标价格为 29.02 元, 溢价率为 253%。

表 6: 安徽省克林霉素磷酸酯注射液中标价格一览

规格	单位	价格	厂家
1ml:0.15g	支	6.14	山东新华制药
2ml:0.15g	支	1.23	广州白云山天心制药
2ml:0.15g	支	0.9	辰欣药业
2ml:0.3g	支	0.79	江西赣南海欣药业
2ml:0.3g	支	0.79	济南利民制药
2ml:0.3g	支	0.7	山东益康药业
2ml:0.3g	瓶 (西林瓶)	5.85	山东北大高科华泰制药
2ml:0.3g	支	1.6	陕西博森生物制药
2ml:0.3g	支	0.75	成都天台山制药
2ml:0.3g	支	7.5	华北制药
2ml:0.3g	支	2.38	辅仁药业
2ml:0.3g	支	3	长春海悦药业
2ml:0.3g	支	10.88	山东新华制药
2ml:0.3g	支	0.8	辰欣药业
2ml:0.3g	支	0.85	浙江天瑞药业
2ml:0.3g	支	1.34	山东方明药业
2ml:0.3g (塑瓶)	瓶	17.05	成都普什制药
3ml:0.45g	支	10.44	湖南一格制药
4ml:0.6g	支	1.88	济南利民制药
4ml:0.6g	瓶 (西林瓶)	9.9	山东北大高科华泰制药
4ml:0.6g	支	9.39	华北制药

4ml:0.6g	支	1.38	辰欣药业
4ml:0.6g	支	18.53	山东新华制药
4ml:0.6g (塑瓶)	瓶	29.02	成都普什制药
10ml:0.9g	瓶(西林瓶)	24.2	海南中化联合制药

资料来源：公司公告，长江证券研究部

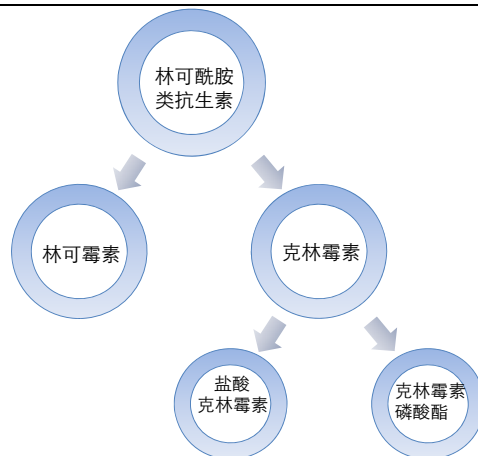
产品临床应用成熟

基层广泛使用的抗生素品种

克林霉素磷酸酯为全身用抗菌处方药，属于林可酰胺类抗生素，在体外无抗菌活性，注射入肌体后迅速被水解为克林霉素发挥药理作用。较之林可霉素，克林霉素抗菌作用强 4~8 倍，吸收好、骨浓度高、且对厌氧菌感染具有良好的疗效，主要对革兰氏阳性球菌及厌氧菌有很强的活性，适应症包括扁桃体炎、鼻窦炎、化脓性中耳炎、急性慢性支气管炎、肺炎、皮肤和软组织感染、泌尿系统感染、腹腔内感染、骨髓炎、败血症等。

同时，由于克林霉素磷酸酯较之盐酸克林霉素脂溶性及用药效果好，不良反应率低，肾功能损害、血尿等严重不良反应比例均远低于盐酸克林霉素，因而在克林霉素药物中，克林霉素磷酸酯为临床应用的主流品种。

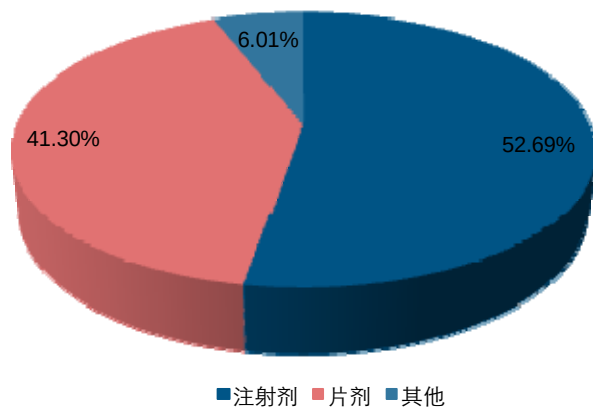
图 13：克林霉素的分类



资料来源：维基百科，长江证券研究部

另一方面，由于克林霉素（磷酸酯）无需做皮试，曾在临床上被认为最安全放心的抗生素，加上价格相对合理，费用多在 5 元以下，在基层医疗市场拥有较高的渗透率。目前其已被列入国家基本药物目录（玻瓶包材为基药，塑瓶包材尚为医保品种），在临床使用的主要剂型为注射剂和片剂，分别占克林霉素药物销售额的 52.69%和 41.30%。

图 14: 注射剂占克林霉素药物销售额的 52.69%

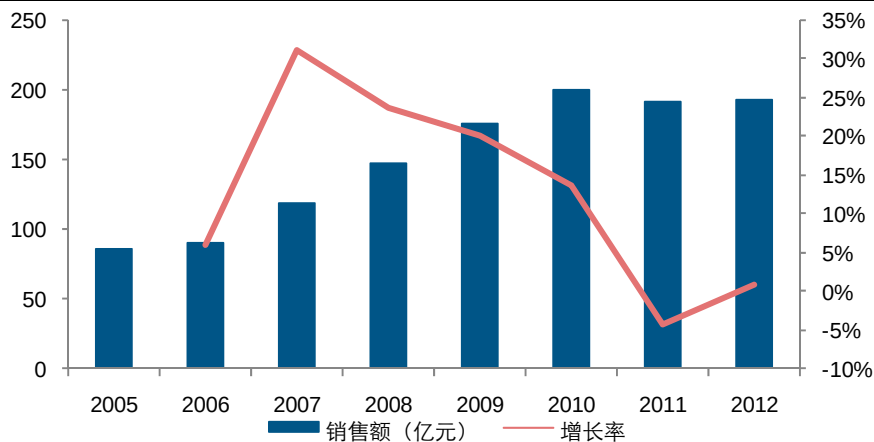


资料来源：公开信息，长江证券研究部

市场容量稳健，医保压力不存在

2010 年，我国抗感染药物用药总金额达到 1,010.44 亿元，随后受到限抗政策影响，2011 年市场增速有所下滑。据 PDB 样本医院数据，2012 年以来，感染药物用药金额已稳步回升。

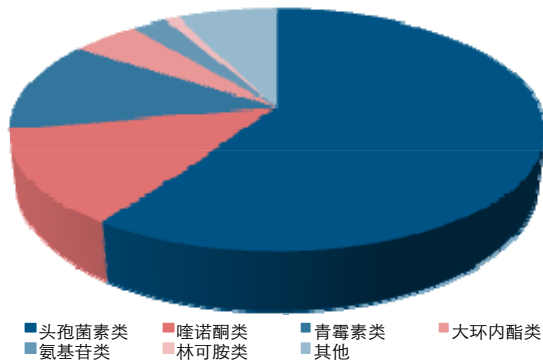
图 15: 全国样本医院抗感染药物销售额稳步回升



资料来源：PDB，长江证券研究部

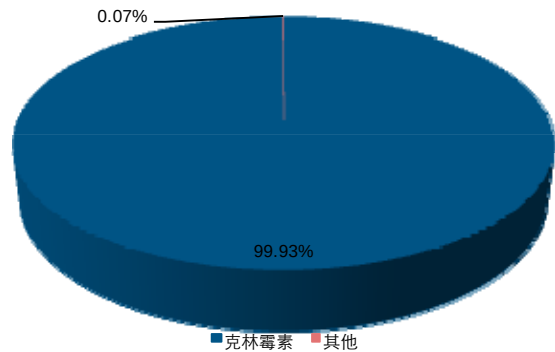
同时，据 PDB 对全国 22 城市样本医院的统计，在抗感染药物市场中，林可酰胺类抗生素所占比重约为 0.75%，克林霉素作为该类抗生素的主要品种，占林可酰胺类销售额的比重高达 99.93%。因而，可以估算，克林霉素目前的市场规模约为 8-9 亿，且受益于国内医疗需求的稳定增长，预计克林霉素的未来规模仍将保持 5% 左右的速度扩容。

图 16: 林可酰胺类抗生素所占比重约为 0.75%



资料来源: PDB, 长江证券研究部

图 17: 克林霉素占林可酰胺类销售额的比重高达 99.93%



资料来源: PDB, 长江证券研究部

2011 年, 克林霉素磷酸酯注射剂、冻干粉针剂和粉针剂的生产企业仅有 30 家, 产量合计约为 5 亿瓶/支。我们判断, 目前, 国内克林霉素磷酸酯注射剂及粉针剂的产能约为 6 亿瓶/支 (考虑到普什制药 1 亿产能的增量)。

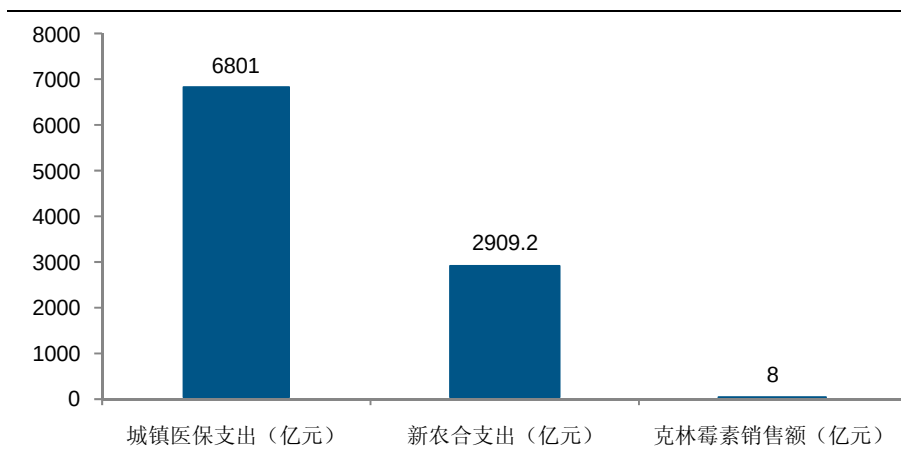
表 7: 2011 年国内前十大克林霉素注射剂生产企业情况

	企业名称	2011 年产量 (万瓶/支)	主要产品剂型	截止 2013 年底的 相关生产批件数量
1	广州白云山天心制药股份有限公司	11097	注射剂	3
2	山东鲁抗辰欣药业有限公司	8612	注射剂、冻干粉针剂	7
3	济南利民制药有限责任公司	5289	注射剂	2
4	珠海亿邦制药股份有限公司	4139	冻干粉针剂	8
5	国药集团国瑞药业有限公司	4081	冻干粉针剂	4
6	山东罗欣药业股份有限公司	2545	冻干粉针剂	4
7	湖北潜江制药股份有限公司	2032	冻干粉针剂	1
8	苏州天马医药集团天吉生物制药有限公司	1802	冻干粉针剂	2
9	浙江九旭药业有限公司	1417	冻干粉针剂	6
10	山东新华制药股份有限公司	1183	注射剂	3

资料来源: PDB, 长江证券研究部

从医保的角度而言, 目前国内城镇基本医保基金收入为 8248 亿, 支出为 6801 亿; 新农合筹资额为 2972.5 亿, 支出为 2909.2 亿; 二者合计支出 9773.5 亿, 克林霉素的终端销售规模为 8 亿左右, 占比仅为 0.082%, 未来受医控费的影响微乎其微, 替代空间广阔。

图 18: 克林霉素终端销售规模仅占医保支出总额的 0.082%



资料来源: 人社部, 长江证券研究部

契合招标放量势在必行

随着最新版《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》的下发, 各省被要求于 2015 年 6 月底前完成新一轮的药品招标, 未来的 8 个月将成为药品招标的加速期。塑料安瓿克林霉素磷酸酯属于非基药品种, 目前国内启动或已在执行非基药招标的仅有吉林、四川、海南、湖南、湖北、江西、福建、黑龙江、广东及重庆 10 个省份, 仍有一大半省份尚未启动非基药招标。我们判断, 这些省份招标工作有望于 15-16 年陆续开展, 而公司的塑料安瓿克林霉素磷酸酯也将乘此招标之风迅速放量, 公司业绩也将随之迎来全面爆发。

表 8: 目前启动或在执行非基药招标的 10 个省份

省份	类别	招标状态
吉林	2013 年省标 (基药、非基药)	在执行
四川	2014 年四川省项目	公示实施方案
海南	2012 年非基药	选配送
湖南	2009 年非基药	在执行
湖北	2011 年非基药	在执行 (仍在执行期)
江西	2009 年非基药 (已延长)	在执行
福建	2014 年福建省非基药标	生产企业网上报名
黑龙江	2009 年非基药 (含补标)	在执行
广东	2013 年非基药交易所	公示非基本药物医保目录品种分组结果
重庆	药交所 (非基药)	在执行

资料来源: 各省招标网站, 长江证券研究部

为更准确的判断塑料安瓿克林霉素磷酸酯为公司带来的巨大业绩弹性, 我们在此假设: 中标后在各省市的平均销量可达 300 万支, 随着 2015-16 各省市招标工作加速推进, 公司有望在分别在 10、20 个省中标。具体测算如下:

表 9：塑料安瓿克林霉素磷酸酯随招标带来的业绩增量

年份	中标省市数量	每个省销量	总销量	市场总产能	市场替代率
2014	2	300 万支	400 万支	6 亿支	0.67%
2015	10		3000 万支	6 亿支	3.33%
2016	20		6000 万支	6 亿支	6.67%

资料来源：长江证券研究部

我们认为，2015-16 年，公司的塑料安瓿克林霉素磷酸酯的销售量将分别达到 3000 万支、6000 万支。结合当前市场上克林霉素磷酸酯 6 亿的总产能，公司的市场替代率仍将处于较低水平，未来仍有较大的提升空间。

安瓿包材具有较大的平台性

普什制药与四川大学等研究机构合作密切，已取得多项发明专利及药品生产注册批件，拥有配套的厂房、生产设备及成熟的生产工艺，还有若干药品正处于研发及报批阶段。**本次并购及整合，公司拟将普什制药作为重要的产品研发平台，并利用公司旗下丰富的药品品种，申请新的药品包材注册、开发新的塑料安瓿产品，并积极研发新的药品品种。**我们认为，出于安全性的考虑，塑料包装替代玻璃包装将是医药行业未来的发展趋势，目前国内的药品塑料包装占比仍然较低，远低于美、日等发达国家，公司立足塑瓶对玻璃瓶的替代进程，基于普什的优质生产工艺，有望持续以新品种的上市确保公司的长期发展。

内生外延并举，维持“推荐”评级

公司是安徽省内医药标杆企业，工商一体化协同发展，机制转换后，经营活力释放，内生增长恢复，外延扩张不断。收购普什制药后，获取塑料安瓿克林霉素磷酸酯新产品，替代空间广阔，将贡献极大的业绩弹性。考虑到 2015 年新产品放量，预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.15 元、0.60 元、0.82 元，业绩还有较大的弹性。我们看好公司未来的成长发展，当前是很好的布局时点，维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1530	1889	2302	2767	货币资金	309	189	326	584
营业成本	1131	1396	1603	1854	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	399	492	699	913	应收账款	338	416	507	610
%营业收入	26.1%	26.1%	30.4%	33.0%	存货	212	262	301	348
营业税金及附加	8	10	12	15	预付账款	41	50	57	66
%营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	215	236	253	332	流动资产合计	921	944	1223	1646
%营业收入	14.1%	12.5%	11.0%	12.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	124	151	166	210	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	8.1%	8.0%	7.2%	7.6%	长期股权投资	25	25	25	25
财务费用	22	25	12	9	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	1.4%	1.3%	0.5%	0.3%	固定资产合计	720	682	683	689
资产减值损失	5	6	6	7	无形资产	161	153	145	138
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	12	12	12	12
投资收益	4	0	0	0	递延所得税资产	6	2	2	2
营业利润	29	65	249	339	其他非流动资产	136	136	136	136
%营业收入	1.9%	3.4%	10.8%	12.3%	资产总计	1981	1953	2226	2648
营业外收支	13	0	0	0	短期贷款	276	55	0	0
利润总额	41	65	249	339	应付款项	204	253	291	336
%营业收入	2.7%	3.4%	10.8%	12.3%	预收账款	28	34	41	50
所得税费用	14	19	62	85	应付职工薪酬	12	15	18	20
净利润	27	45	187	255	应交税费	7	10	24	32
归属于母公司所有者的净利润	27.3	45.2	186.5	254.6	其他流动负债	128	156	177	210
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	655	524	551	648
EPS (元/股)	0.09	0.14	0.60	0.82	长期借款	197	197	197	197
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2013A	2014E	2015E	2016E	递延所得税负债	2	0	0	0
经营活动现金流净额	-70	84	168	225	其他非流动负债	72	72	72	72
取得投资收益	4	60	60	70	负债合计	927	793	820	917
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	1014	1059	1245	1500
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	41	41	41	41
固定资产投资	-114	-19	-23	-28	股东权益	1054	1100	1286	1541
其他	64	0	0	0	负债及股东权益	1981	1893	2106	2458
投资活动现金流净额	-50	41	37	42	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2013A	2014E	2015E	2016E
股权融资	283	0	0	0	EPS	0.088	0.145	0.598	0.816
银行贷款增加 (减少)	133	-220	-55	0	BVPS	3.25	3.39	3.99	4.81
筹资成本	51	-25	-12	-9	PE	159.80	96.62	23.43	17.17
其他	-104	0	0	0	PEG	1.45	0.88	0.21	0.16
筹资活动现金流净额	363	-245	-68	-9	PB	4.31	4.13	3.51	2.91
现金净流量	243	-120	137	259	EV/EBITDA	41.53	28.74	14.62	10.54
					ROE	2.7%	4.3%	15.0%	17.0%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8621) 66290412	18911132188	limj@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
看 好：	相对表现优于市场		
中 性：	相对表现与市场持平		
看 淡：	相对表现弱于市场		
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%		
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间		
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间		
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%		
无投资评级：	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。		



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。