

众生药业 (002317)

2009-12-03

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

三驾马车驱动稳健增长

——新股上市定价分析

投资要点:

- 广东众生药业股份有限公司成立于2001年,公司立足于中成药业务,主要从事药品的研发、生产和销售。目前,公司拥有295个国药准字药品品种,其中106个OTC品种,46个双跨品种,180个药品进入国家医保目录。
- 中成药业务是公司最为重要的业务,其中复方血栓通胶囊、众生九、清热祛湿冲剂三种中成药是公司近几年来稳健高速发展的三驾马车。它们的销售毛利占公司营业毛利比重也在逐期提高,2009年上半年已超过80%。
- 公司目前有25个各级别新药项目处于药物研发的各个阶段,我们最为看好的是“健行颗粒”项目。我们预计该药有可能于2011年上市,如能顺利上市,作为唯一用于治疗帕金森病的中成药,该药与目前其他已上市的西药相比,在副作用方面具有较大优越性,市场前景相当广阔。
- 公司此次募集资金主要用于扩大现有三大主导产品产能和营销网络建设。我们预计募投项目达产后每年能为公司增加5.5亿元左右销售收入。
- 我们预计公司09—11年每股收益分别为1.22、1.38、1.75元。考虑到公司募集项目顺利投产后受益明确,未来三年增长趋势确定,故我们认为公司应享受一定的估值溢价,合理的2010年PE区间为33—35倍,上市6个月内的合理价格区间为45.5—48.3元之间。

风险提示:

- 公司主营三大产品所处细分子行业竞争激烈,导致募集项目无法达到预期效果的风险。
- 主要产品继续降价的风险。
- 主要产品较为集中风险。

请务必阅读正文之后的重要声明

医药生物行业

评级: —

合理价格区间: 45.5—48.3 元

发行数据

总股本(万股)	8,000
发行数量(万股)	2,000
每股净资产(元)	2.87
网下发行(万股)	400
网上发行(万股)	1,600
上市日期	2009-12
发行方式	网下询价,网上定价

股东信息

张绍日	43.65%
叶惠棠	10.46%
周卓和	4.90%
曹家跃	3.00%
陈永红	3.00%
龙超峰	3.00%
赵希平	3.00%
黄仕斌	3.00%
肖艳	3.00%
合计	77.01%

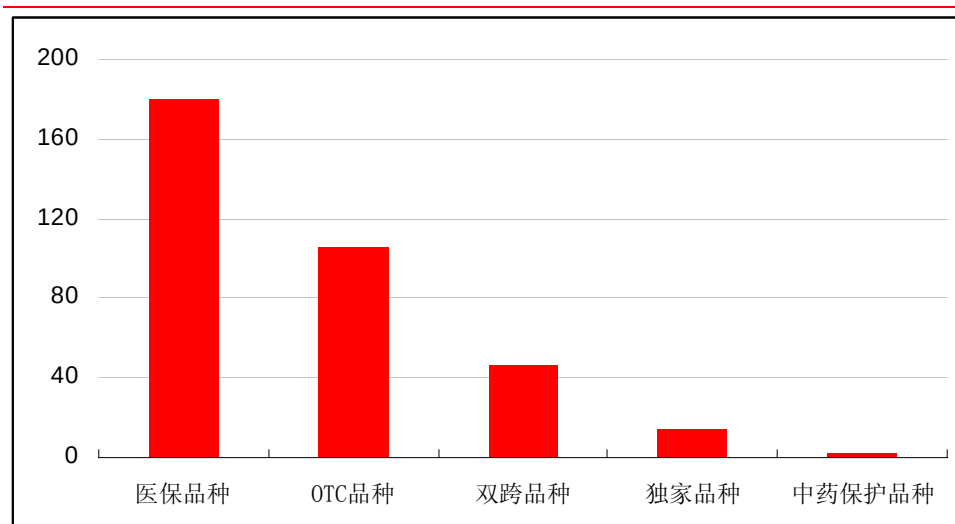
张欣 田垒	行业研究员
电话	021-32229888*3507
邮箱	tianlei@ajzq.com

一、立足中成药业务，三驾马车齐驱动

广东众生药业股份有限公司成立于2001年。通过数次股权转让及增资，目前公司股东为136名自然人，其中张绍日拥有公司43.65%股权，为公司实际控制人。公司立足于中成药业务，主要从事药品的研发、生产和销售。目前，公司拥有295个国药准字号药品品种，其中106个OTC品种，46个双跨品种，180个药品进入国家医保目录。

图1：公司产品类别

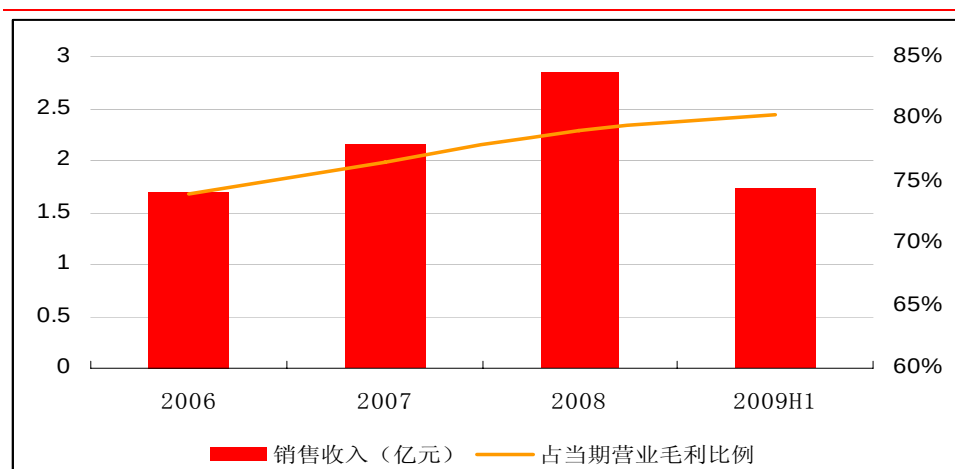
单位：个



(数据来源：公司公告、爱建证券)

中成药业务是公司最为重要的业务，其中复方血栓通胶囊、众生丸、清热祛湿冲剂三种中成药是公司近几年来稳健高速发展的三驾马车。它们的销售毛利占公司营业毛利比重也在逐期提高，2009年上半年已超过80%。

图2：三大主导产品销售收入和占营业毛利比例



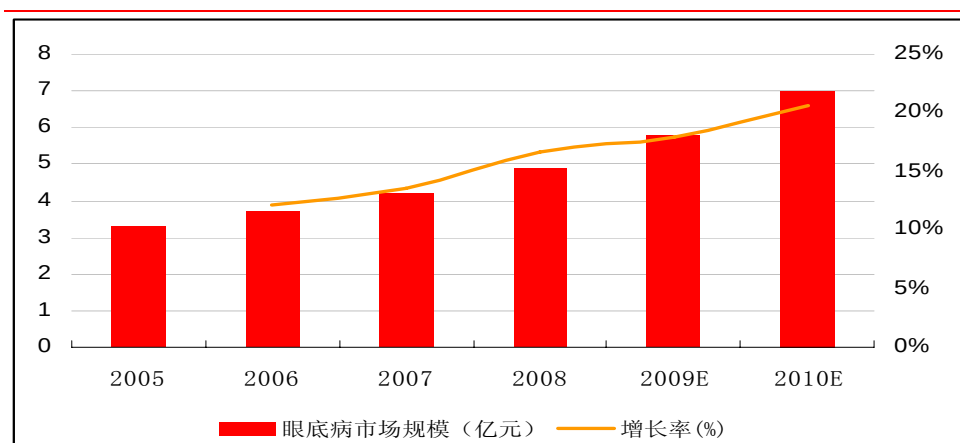
(数据来源：公司公告、爱建证券)

1、 复方血栓通胶囊眼底病治疗领域市场份额全国第一

公司独家产品复方血栓通胶囊，为国家二级中药保护品种，主要适应症为心脑血管疾病和眼底病。该产品在眼底病治疗领域市场份额达到22.27%，领先市场份额第二的复方樟柳碱12.33个百分点；在心脑血管疾病用药市场，该产品市场份额为1.02%，位居第十六位。

眼底病是指视网膜、视神经、脉络膜等眼球后半部组织的疾病。2005年我国眼底病用药的市场规模约有3.3亿元，至2008年市场规模增加到了4.9亿元左右，从四年的增长情况来看，眼底病用药的市场规模呈稳定增长，四年的平均复合增长率为14.08%，在用眼过度，高血压、糖尿病、心、脑血管疾患的发病率增加，以及就诊率和用药水平不断提高的背景下，我们预计未来两年眼底病市场增长率将分别达到18%、20%。

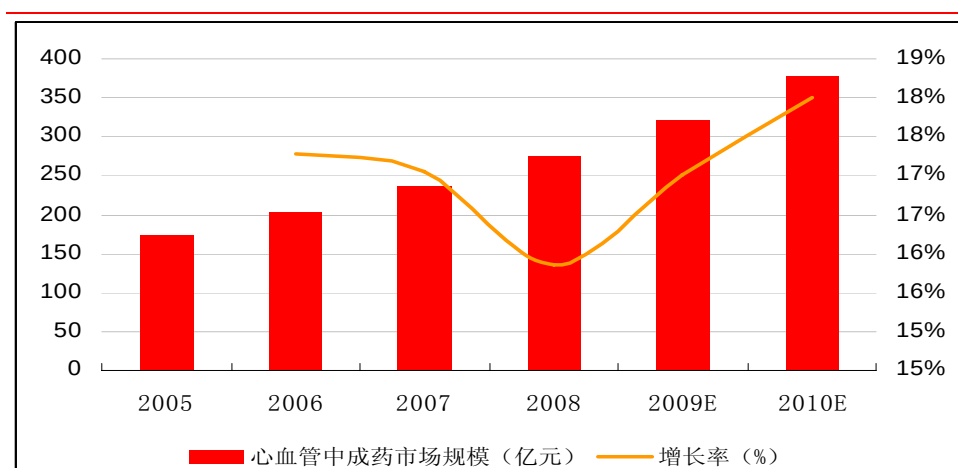
图3： 近几年我国眼底病药物市场规模和增长率



（数据来源：爱建证券）

近几年来我国心脑血管用药仅次于抗感染用药，在中国药品市场排名第二，2008年我国心脑血管用药市场总规模超过800亿元，其中中成药的市场规模为275.92亿元，占整个心脑血管用药33.66%的比重。2005-2008年以来我国心脑血管中成药市场规模逐年增长，四年来的复合年平均增长率达到16.73%。

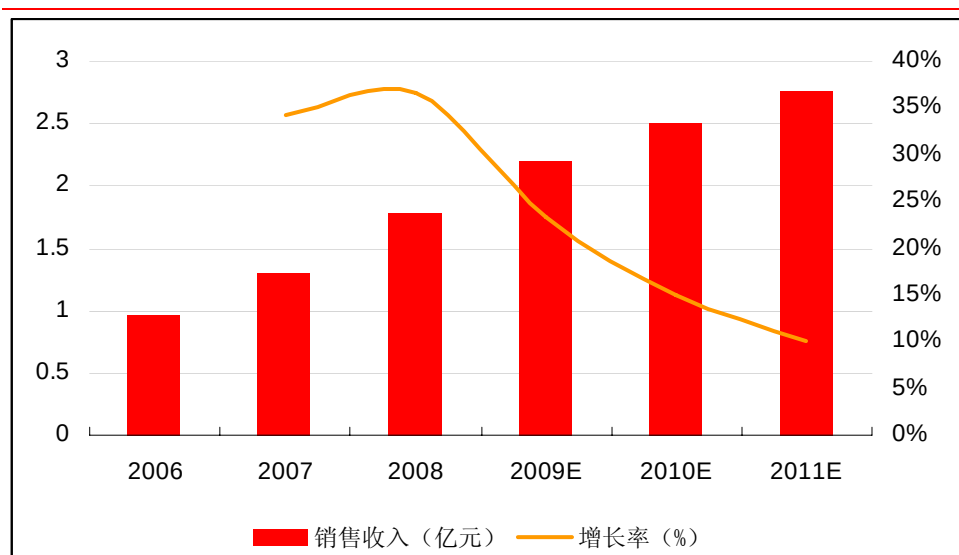
图4： 近几年我国心血管中成药市场规模和增长率



（数据来源：爱建证券）

复方血栓通胶囊作为国家医保目录中唯一用于治疗眼底病的中成药，我们看好其未来继续保持快速增长的趋势。但该药另一个适应症：心脑血管疾病方面，其市场占有率仅为1.02%，且该领域内诸如复方丹参滴丸、脉络宁注射液、速效救心丸等明星产品众多，这些强劲的竞争品牌都入围了国家基本药物目录，而该产品却未能入围该目录，对于心血管这类慢性疾病来说，需要长期服药，药品价格和报销比率对产品竞争力影响显著。由于上述原因，我们对该产品未来的增长，持谨慎乐观的态度。

图5：复方血栓通胶囊销售收入情况及预测

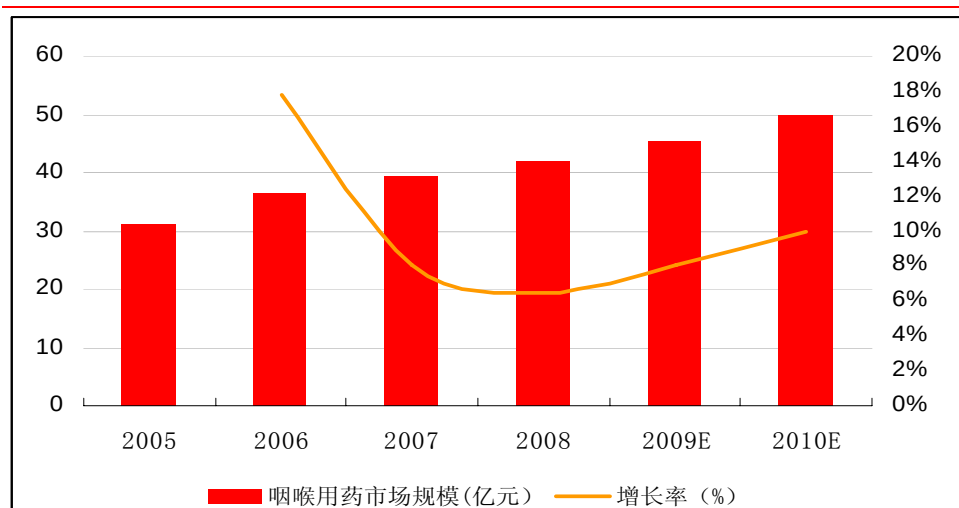


（数据来源：爱建证券）

2、 众生丸咽喉疾病治疗领域广东省头牌

咽喉疾病属常见病和多发病，发病人群广，且慢性咽喉炎等疾病尚难彻底根治，这使得治疗咽喉疾病的药品成为了OTC市场上的主流类别品种。2005年-2008年我国咽喉用药的市场规模由31.05亿元上升至2008年的42.04亿元。

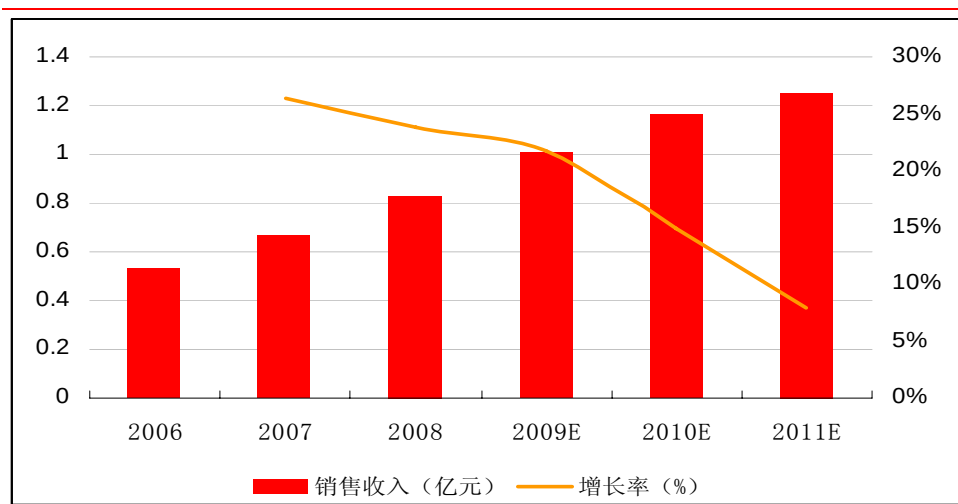
图6： 近几年我国咽喉疾病用药市场规模和增长率



(数据来源: 爱建证券)

随着医保覆盖范围和补贴标准的提高, 我们预计该类产品在未来两年里平均增长率为9%左右。该产品与之前的复方血栓通胶囊有着类似产品环境。目前众生丸全国的市场份额为2.8%, 排名第八, 与其竞争的产品主要有金嗓子喉宝、西瓜霜系列、草珊瑚系列等明星品牌。虽然公司正实施众生丸向全国扩张的计划, 但我们认为其市场前景一般。继续发挥地域优势开发广东省市场, 拉开与第二名金嗓子喉宝之间的差距, 将更为可行。

图7: 众生丸销售收入情况及预测

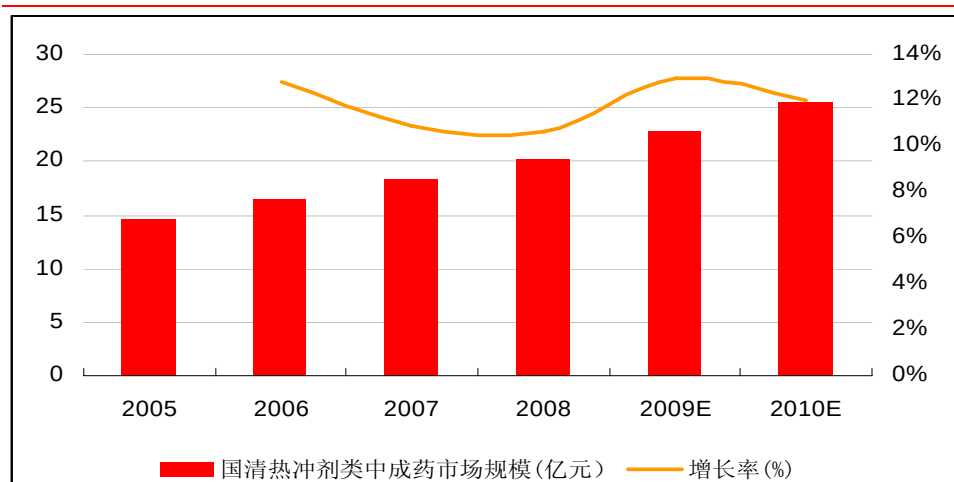


(数据来源: 爱建证券)

3、 清热祛湿冲剂短期放量有难度

近四年我国清热冲剂类中成药市场规模总体上呈上升趋势, 但近两年增势已有放缓。2008年我国清热冲剂类中成药总的市场规模达到20.24亿元。该产品主要的消费地是以广东为代表的南方地区, 由于2010年亚运会在广州举行, 我们预计未来两年该类产品市场规模增长将有所加快。

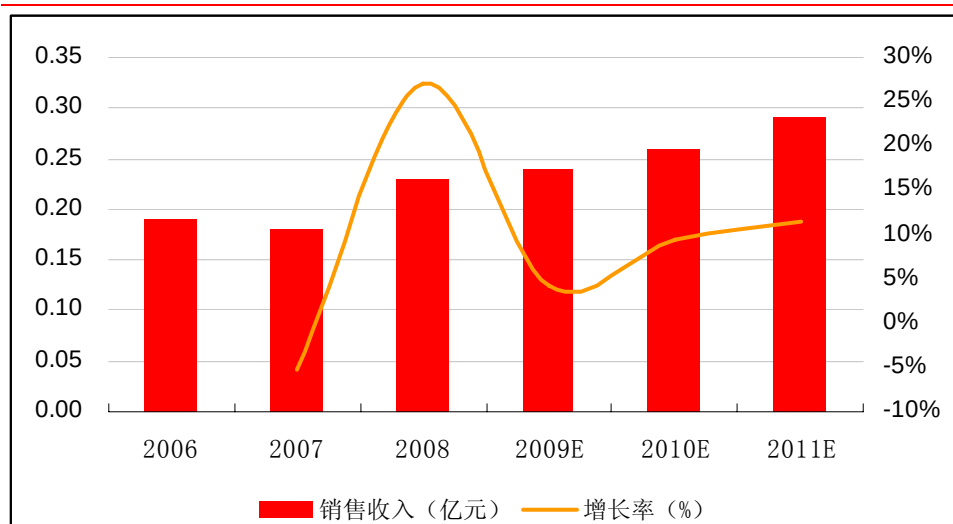
图8: 国清热冲剂类中成药市场规模和增长率



(数据来源: 爱建证券)

公司的清热祛湿冲剂2008年的市场份额为1.53%，排名第十。由于该类产品的同质性较强，销售又主要集中在南方数省，如果公司在产品的品质或销售的方式上无相应差异化特色体现，我们预计该产品短期内放量有难度。

图9: 清热祛湿冲剂销售收入情况及预测



(数据来源: 爱建证券)

4、“健行颗粒”未来可能的重磅增长点

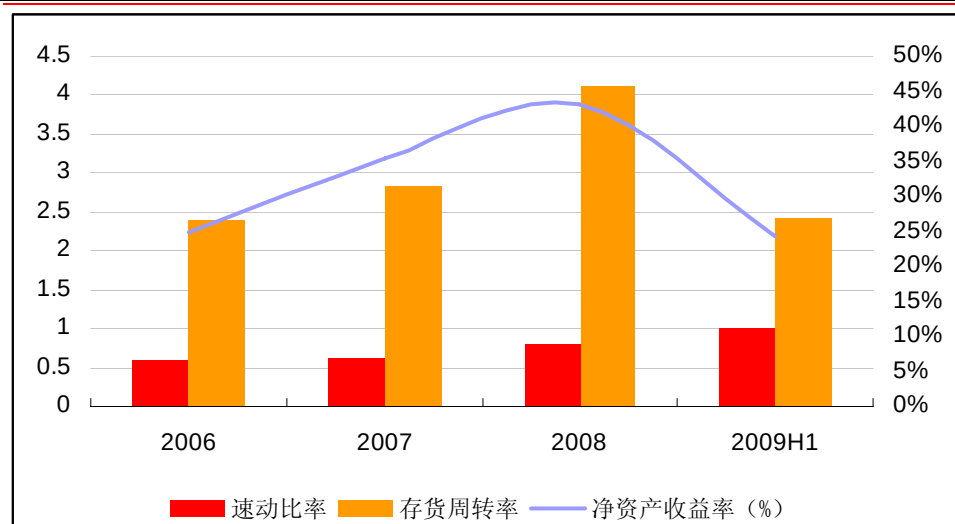
公司目前有二十五个各级别新药项目处于药物研发的各个阶段，分析这二十五个项目，我们最为看好的是“健行颗粒”项目。该项目是公司与中山大学中山医院科技开发中心、太原市迎泽开元医药研究所联合开发的治疗帕金森病的中成药，该项目的成果产权化及使用权归公司所有。目前正处于临床研究阶段，预计今年12月二期临床将结束，从目前得到的数据来看，该药与临床阳性对比药金刚烷胺在治疗效果上无统计学差异。

帕金森病与中风及痴呆症并列为老年人三大疾病，目前我国帕金森病患者人数有170余万，目前治疗该病的药品市场容量在10亿元左右，且保持着每年10%左右的增速。我们预计健行颗粒有可能于2011年上市，如能顺利上市，作为唯一用于治疗帕金森病的中成药，该药与目前其他已上市的西药相比，在副作用方面具有较大优异性，如能顺利推广，我们预计5年左右，该产品年销售收入将达到2亿—3亿的水平。

二、偿债能力、营运能力、盈利能力稳步提升

2006年—2009年上半年公司全面摊薄净资产收益率分别为24.74%、35.51%、43.15%和24.26%整体呈现上升趋势。速动比率也逐年提高，并于2009年上半年达到了临界指标1，表明公司具有较高的短期偿债能力。公司在不断扩大规模的同时，注重存货的控制，存货周转率逐年上升。总体上，公司目前营运状况和财务状况良好。

图10: 公司部分财务指标



(数据来源: 公司公告、爱建证券)

三、募投项目以扩大产能为主

从募投项目分布来看, 公司此次募集资金主要用于扩大现有三大主导产品产能和营销网络建设。2008年三大产品平均产能利用率为111%, 从短期看, 公司的确存在一定的产能瓶颈, 但如我们之前的分析, 公司目前三大主营产品在各细分市场中, 并无绝对领先优势, 且面临着众多知名产品的竞争。产能在三年内的急剧扩大, 能否被市场消化, 还有待观察。我们预计募投项目达产后每年能为公司增加5.5亿元左右销售收入。

表1: 募投项目

项目名称	总投资(万元)	建设期(月)
复方血栓通胶囊技术改造项目	16532	18
众生丸技术改造项目	10236	18
清热祛湿冲剂技术改造项目	2710	18
营销网络建设技术改造项目	3100	—
科研技术中心建设技术改造项目	2000	30

(数据来源: 公司公告、爱建证券)

表2: 募集资金投资项目产能变动

项目名称	现有产能(亿粒/吨)	项目达产后产能(亿粒/吨)	产能增长率(%)
复方血栓通胶囊技术改造项目	2.12	5.1	140.57
众生丸技术改造项目	10.23	26.06	154.74
清热祛湿冲剂技术改造项目	700	1550	121.43

(数据来源: 公司公告、爱建证券)

四、盈利预测与合理价格区间

表格3： 盈利预测结果

单位：百万元

项目	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	484	540	626	739
增长率%	19	12	16	18
营业成本	227	240	290	340
营业税金及附加	4	5	6	7
销售费用	136	150	172	201
管理费用	29	32	37	43
财务费用	7	2	-4	-3
资产减值损失	1	2	2	2
投资净收益	—	—	—	—
营业利润	80	109	123	156
营业外净收支	5	-1	2	3
利润总额	85	108	125	159
所得税	11	13	15	19
归属母公司净利润	74	95	110	140
增长率%	64	28	16	27
基本每股收益（元）	0.93	1.22	1.38	1.75

（数据来源：公司公告、爱建证券）

注：每股收益系按发行后总股本摊薄

基于已公布的08年业绩和09—11年预测业绩以及目前市场中药子行业2010年平均33倍的动态PE值。考虑到公司募集项目顺利投产后受益明确，未来三年增长趋势确定，故我们认为公司应享受一定的估值溢价，合理的2010年PE区间为33—35倍，上市6个月内的合理价格区间为45.5—48.3元之间。

五、风险提示

- 1、主营三大产品所处细分行业市场竞争激烈，导致募集项目无法达到预期效果的风险。
- 2、主要产品继续降价的风险。
- 3、主要产品较为集中风险。

投资评级说明

公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘升幅20%以上

推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘升幅5%~20%

中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

行业评级：

强于大市：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大市：预期未来6个月内，行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。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服务或其他服务。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发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。