

众生药业 (002317) 新股定价

——立足广东，着眼全国

定价区间
64.00-72.00 元

健康护理/医药

2009 年 12 月 10 日

投资要点:

- 众生药业是一家位于广东省东莞市的综合性医药生产企业，产品涵盖了中成药和化学药等多个治疗领域和多种剂型。公司的产品中，血栓通胶囊、众生丸和清热祛湿颗粒三个中药品种销售收入增长很快，毛利率也有较大幅度的提高，带动公司整体业绩的增长；
- 复方血栓通胶囊虽然在心脑血管领域竞争对手众多，但是该产品在眼底血管栓塞治疗上具有良好的效果，因此在这一细分市场具有领先优势，增长较快；
- 众生丸和清热祛湿颗粒是广东地方品牌，作为 OTC 产品主要在零售市场上销售，由于在广东省外知名度不高，因此进入全国市场难度较大；
- 公司其他的中药产品包括脑栓通胶囊等增长也较快，脑栓通胶囊 2009 年销售额在 2000 万元以上，这些品种有快速发展的潜力；
- 公司的化学药以普药为主，增长较为缓慢；
- 公司在研发上有一定的投入，目前两个在研的产品健行颗粒和口康凝胶都有一定的新颖性，是公司未来产品线的重要补充；
- 公司 2006-2008 年的增长一半来自于销售收入的增长，一半来自于毛利率的提升，未来毛利率提升的因素可能相对会弱化；
- 作为地方性企业，公司的产品有进入全国市场销售的机会，但是进入全国市场销售的成本也较高，失败的风险也很大；
- 预计公司 2009-2011 年每股收益为 1.20 元、1.60 元和 1.93 元，上市后的定价区间在 64-72 元，相当于 2010 年 40-45 倍 PE。

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	48,431	19.76	7,438	75.99	0.93			
2009E	56,798	17.28	9,616	29.27	1.20			
2010E	66,273	16.68	12,837	33.51	1.60			
2011E	76,167	14.93	15,415	20.08	1.93			

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)	55.00
发行前 EPS (元)	1.24
发行后 EPS (元)	0.93
发行每股净资产 (元)	3.27
发行日期	2009.12.01
上市日期	2009.12.10
主承销商	渤海证券

分析师: 宋晗

TEL: (8621)6337 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: songh@nesc.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

众生药业是一家位于广东省东莞市的综合性医药生产企业，产品涵盖了中成药和化学药等多个治疗领域和多种剂型。公司的产品中，血栓通胶囊、众生丸和清热祛湿颗粒三个中药品种销售收入增长很快，毛利率也有较大幅度的提高，带动公司整体业绩的增长。

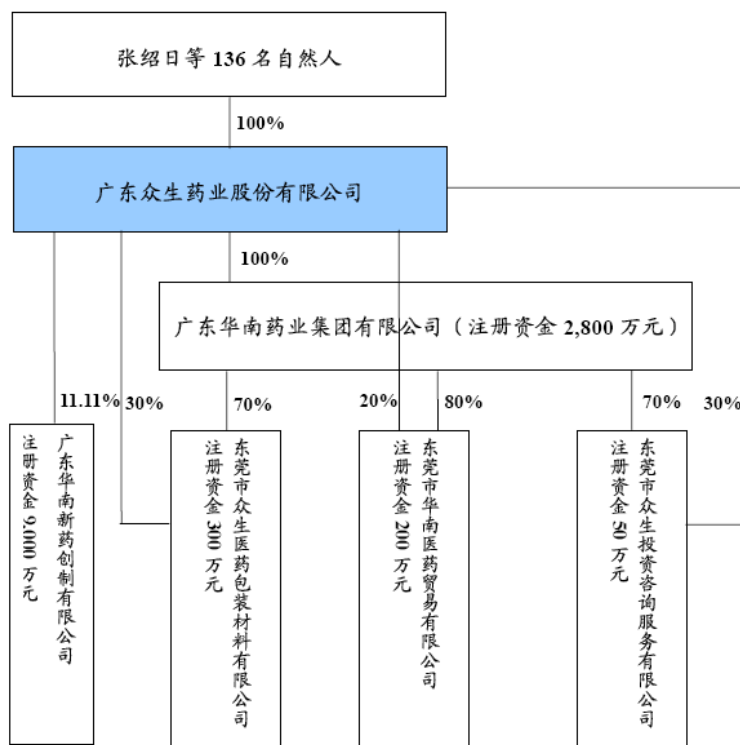
公司目前还是一个以广东省区域性市场为主的企业，发展受到一定的制约，未来公司如果能够顺利的把公司的产品推向全国市场，则还有比较广阔的发展空间。

公司的主要风险来自于产品和原材料的价格波动，销售区域扩大后的管理和应收账款的风险以及所得税等政策性的风险。

1、集体企业改制的医药公司

公司的前身是地方的集体企业，经过股份制改造和改制以后，目前由 136 名自然人持股，其中张绍日先生持有公司发行前 43.65% 的股份，是公司的控股股东，公司的主要管理层在公司都持有股份，有利于公司管理层的稳定和公司的发展。

图一、公司的股东结构



资料来源：招股说明书、东北证券研究所

公司的所有原始股东都承诺在公司上市后三年内不减持公司的股份，对公司的股权稳定性有一定的帮助。

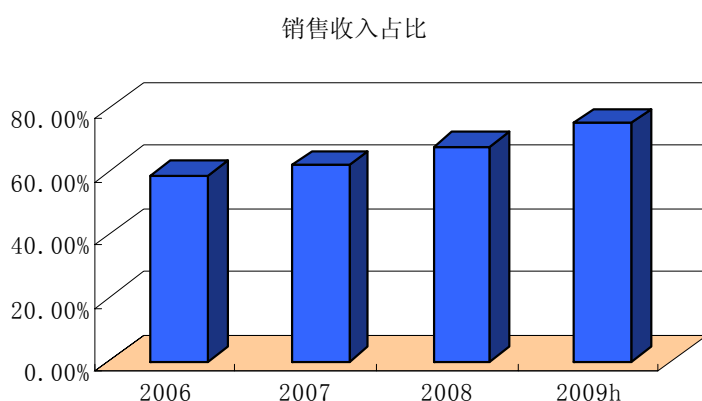
公司的主要经营实体是经营中成药的母公司众生药业和经营化学药的全资子公司华

南药业，业务形态比较简单。

2、中成药是公司主要的收入来源

公司主要的产品包括中成药和化学药，但是公司的中成药产品的发展更为良好，而化学药产品的增长较为缓慢，中成药产品的占比已经从 2006 年的不到 60% 上升到 2009 年中期的 75% 左右，未来公司的发展可能还是集中在中成药方面，化学药只是公司的一个补充。

图二、公司中成药产品在销售收入中的占比不断增加



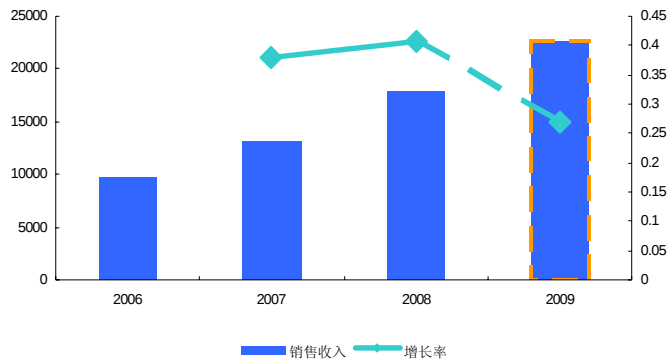
资料来源：招股说明书、东北证券研究所

1) 中成药

公司的中成药保持着 30% 左右的增长速度，2009 年的销售规模将会超过 4 亿元。

中成药中，复方血栓通胶囊是销售规模最大的产品，其区别于血栓通胶囊，除了含有三七总皂苷以外，还含有黄芪、丹参、玄参等成分，除了传统的对心脑血管的栓塞有疗效以外，其对眼底部位的血管疾病有显著的效果，因此在眼底血管疾病治疗上的市场份额领先。凭借在这一细分市场的良好表现，复方血栓通胶囊在 2007 年和 2008 年保持着 40% 左右的增长速度，2009 年预计也能增长 30% 左右，销售规模超过 2.2 亿元，占公司整体销售额的比例达到 40%。未来随着行业的整体增长和公司销售区域的扩大，复方血栓通胶囊还能够保持 20-30% 的增长速度。

图三、复方血栓通胶囊销售收入增长图



资料来源：招股说明书、东北证券研究所（虚线为预测数）

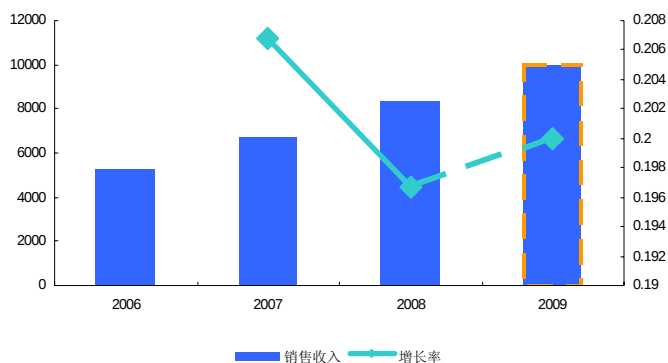
表一、复方血栓通胶囊在眼科血管疾病领域领先

排名	药名	2008 年市场份额	备注
1	复方血栓通胶囊	22.27%	中成药
2	复方樟柳碱	9.94%	植物神经调节药物
3	血栓通注射液	7.72%	中成药
4	维生素 E 烟酸酯胶囊	5.36%	心脑血管用药
5	复方丹参滴丸	4.25%	中成药，心脑血管用药
6	银杏叶片	2.98%	中成药，心脑血管用药
7	安步乐克	2.99%	抗血栓药
8	胰激肽原酶肠溶片	3.11%	抗血栓药
9	妥拉唑林	3.01%	抗血栓药
10	明目地黄丸	2.57%	眼科用药
	其它	35.80%	
	合计	100.00%	

资料来源：招股说明书、东北证券研究所

众生丸主要的治疗领域在咽喉疾病，2009 年预计销售收入也能超过 1 亿元，是公司的第二大品种。咽喉疾病领域主要是 OTC 产品，以缓解咽喉部的不适为主。众生丸在华南市场，尤其是广东省市场有较高的知名度和消费倾向。但是咽喉疾病领域的治疗是一个成熟的市场，竞争比较激烈，排名靠前的几家企业都是两广地区的企业，华南市场对这些企业来说都是重中之重。从价格比较上来看，基本上每日的服用量都是在 2-3 元之间，但是在剂型上比较，众生丸是需要碾碎后用水调匀涂于患处，因此相对来说比较麻烦，在城市市场的竞争中处于不利地位。在广东市场由于是老产品，市场接受度很高，因此销售较好，但是向全国市场推广有难度。

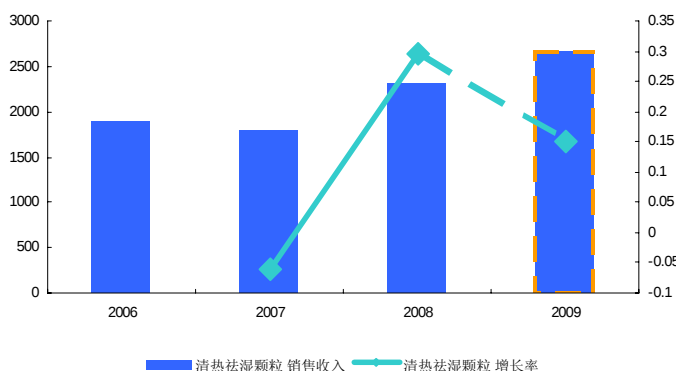
图四、众生九销售收入增长图



资料来源：招股说明书、东北证券研究所（虚线为预测数）

和众生九一样，清热祛湿颗粒也属于地方性品牌，而且面临着夏桑菊颗粒和板蓝根冲剂等大品牌的激烈竞争，未来的发展前景不是非常乐观，估计将会维持在 2-3000 万元的销售规模。

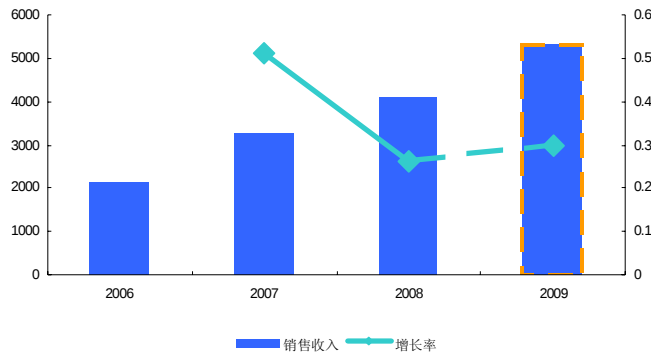
图五、清热祛湿颗粒销售收入增长图



资料来源：招股说明书、东北证券研究所（虚线为预测数）

公司其他的中成药品种虽然单品的销售规模不大，但是整体的销售收入也保持着快速增长，从 2006 年的 2000 万元增长到 2008 年的 4000 万元，2009 年的销售规模将超过 5000 万元，年均增长率在 30% 以上，未来有可能出现销售规模过千万的品种。

图六、其他中成药产品销售收入也保持较快的增长



资料来源：招股说明书、东北证券研究所（虚线为预测数）

2) 化学药

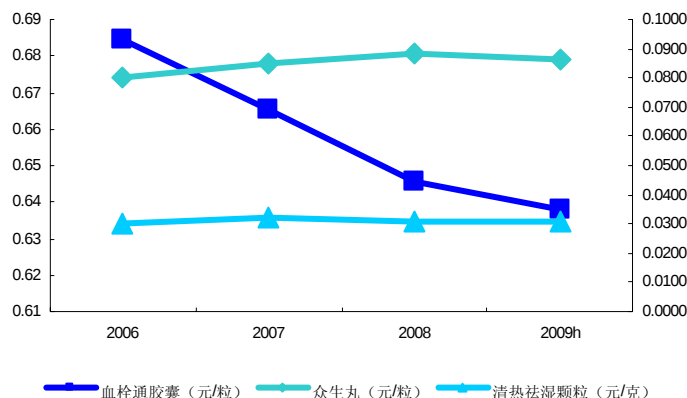
公司的化学药产品以普药为主，竞争力不强，因此增长相对较慢，销售收入最大的产品的销售收入也只在 1000 万元左右，随着普药市场集中趋势开始显现，公司化学普药的发展前景不容乐观，预计化学药缓慢增长甚至有所下滑。

3、毛利率是否能持续提升是公司业绩增长的关键

在公司中成药销售收入持续增长的同时，公司中成药产品的毛利率也大幅的提升，三个主要品种毛利率提高了 13-17 个百分点。由于三个主要品种在公司销售收入中占比增加，因此公司 2009 年上半年整体毛利率比 2006 年提高了近 20 个百分点，仅毛利率的提升就增加毛利近亿元。

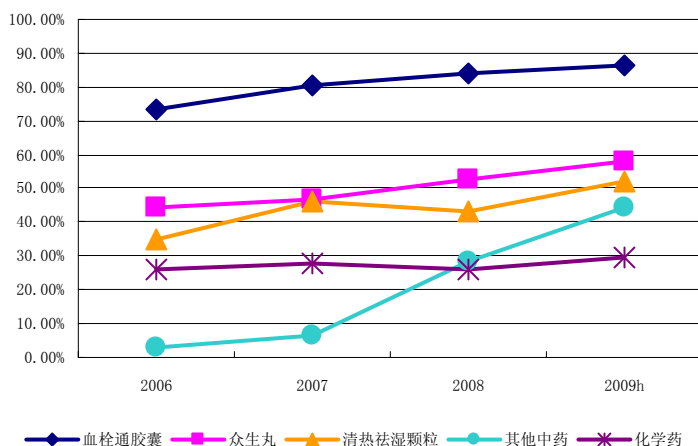
从产品价格来说，公司的主要品种一直保持着平稳略有下降的态势，因此公司毛利率的提升主要来自于成本，尤其是原材料成本的下降，原材料在公司整体成本中的比例从 2006 年的 70% 以上下降到 2009 年下半年的 50% 以下，未来原材料继续大幅下降的可能性不大，因此公司产品毛利率继续大幅提高的可能性也比较低，公司未来更多的依靠产品销售收入的增长来实现利润的增长。

图七、公司主要产品单价变动图



资料来源：招股说明书、东北证券研究所（血栓通为左轴，其他为右轴）

图八、国内公司主要产品毛利率显著提升

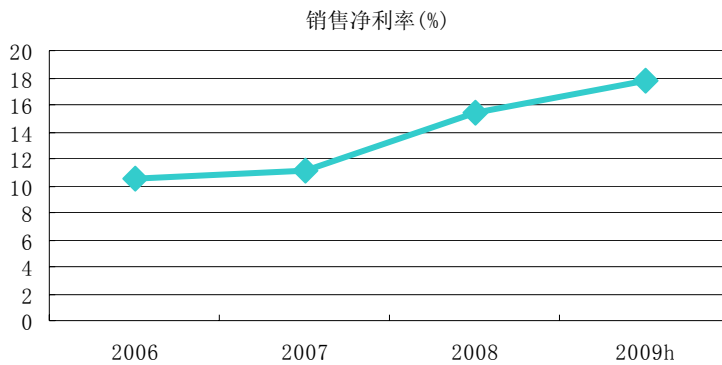


资料来源：招股说明书、东北证券研究所

4、利润率提升显著

由于公司的主要产品中，复方血栓通胶囊是做医院的学术推广，众生丸和清热祛湿颗粒是做 OTC 市场，都需要较高的销售费用，因此随着公司三大主要产品销售收入的增长，公司的销售费用率也提高了近 10 个百分点。管理费用率和财务费用率保持在较为平稳的水平上，三项费用率提高只有 10 个百分点。公司的整体毛利率提升了 20 个百分点，因此公司的营业利润率达到 20% 的高水平，公司的销售净利润率也达到了 17.75%，比 2006 年提高了 7 个百分点，未来随着公司销售收入的增长对费用的摊薄，公司的净利润率有进一步增加的可能性。

图九、销售净利率快速提升



资料来源：招股说明书、东北证券研究所

5、资产质量改善

从资产负债表来看，公司的资产负债率逐步下降，存货在 2009 年中期也比 2006 年下降了一半，存货周转率提升了一倍。唯一值得关注的是公司的应收账款和应收票据都大幅增长，考虑到公司主要产品面对的医院终端和零售终端回款期都较长，而且中期一般是应收款最多的时期，因此目前的应收款比例在合理范围内。

由于应收款的增加，公司的经营性现金流一直低于净利润的数值，而且公司在 2006-2008 年一直保持较高的现金分红比例，因此公司的账面现金一直保持在 5000 万元的水平，但是随着这次 IPO 的进行，公司的资产负债表将会进一步改善。

6、研发与知识产权

公司比较重视研发，每年研发投入占销售收入的比重在 5%左右，公司作为股东参加了广东华南新药创制有限公司，说明公司在竞争和研发实力上得到了广东省内其他优质企业的认可。

公司目前在研的主要品种是用于帕金森治疗的健行颗粒和用于口腔疾病治疗的口康凝胶，这两个产品都有一定的市场应用性，如果能够获得批文，将会增加公司的产品序列。

公司的三个主要中药品种的中药保护品种先后在 2008 年过期，公司目前正在申报延期，在申报期间其他厂家不能够进行仿制，因此不影响公司在这些产品上的市场独占性。

表二、广东华南新药创制有限公司的主要股东

股东名称	出资额（万元）	出资比例(%)
广东东阳光药业有限公司	700	11.11
广东福泽医药有限公司	700	11.11
广东众生药业股份有限公司	700	11.11
广州中大控股有限公司	700	11.11
广州华银医药科技有限公司	700	11.11
中山大学达安基因股份有限公司	700	11.11
中山市健康科技产业基地发展有限公司	700	11.11
中国科学院广州生物医药与健康研究院	700	11.11
广州白云山制药股份有限公司	350	5.56
广州药业股份有限公司	350	5.56
合 计	6,300	100

资料来源：招股说明书、东北证券研究所

7、募集资金项目

由于公司三大主要产品的产能不足，因此公司的募集资金项目主要投向主要产品的产能扩张，这次产品已经是成熟的产品，市场风险不大，更多的是考验公司的销售能力。

表三、公司主要产品的产量超过产能

	2008 年度	2007 年度	2006 年度
设计产能（亿粒）	2.12	2.12	1.89
产量（亿粒）	2.70	2.04	1.46
销量（亿粒）	2.76	1.96	1.42
产能利用率（%）	127.36	96.23	79.25
产销率（%）	102.22	96.13	97.03
毛利率（%）	84.22	80.26	73.23

资料来源：招股说明书、东北证券研究所

表四、公司主要的募集资金项目投向

序号	项目名称	总投资（万元）	建设期
1	复方血栓通胶囊技术改造项目	16,532.05	18 个月
2	众生丸技术改造项目	10,236.15	18 个月
3	清热祛湿冲剂技术改造项目	2,710.26	18 个月
4	营销网络建设技术改造项目	3,100.00	--
5	科研技术中心建设技术改造项目	2,000.00	30 个月
	合计	34,578.46	--

资料来源：招股说明书、东北证券研究所

8、盈利预测和投资建议

公司作为广东省内的区域性医药生产企业，其产品主要集中在一些细分领域，并在这些细分领域有一定的优势。公司还面临着从地方性企业进军全国市场的发展机遇。另一方面，公司的 OTC 产品是地方品牌，在全国没有知名度，因此在全国推广的难度较大。

预计公司 2009-2011 年每股收益为 1.20 元、1.60 元和 1.93 元，建议询价区间为 40-48 元，相当于 2010 年 25-30 倍市盈率。

报表预测						
利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	326.90	404.40	484.31	567.98	662.73	761.67
减：营业成本	189.97	214.68	227.07	234.41	260.12	280.83
营业税金及附加	2.23	3.28	4.21	4.94	5.76	6.62
营业费用	76.10	100.53	135.86	176.07	222.01	262.78
管理费用	19.37	24.37	29.24	34.30	40.02	45.99
财务费用	3.28	4.43	6.66	3.15	-18.71	-18.90
资产减值损失	-0.46	0.47	0.97	2.00	2.50	3.00
加：投资收益	0.00	0.00	0.03	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	36.40	56.65	80.32	113.12	151.03	181.36
加：其他非经营损益	0.08	-4.79	5.13	0.00	0.00	0.00
利润总额	36.48	51.86	85.45	113.12	151.03	181.36
减：所得税	1.88	6.72	11.07	16.97	22.65	27.20
净利润	34.59	45.14	74.38	96.16	128.37	154.15
减：少数股东损益	2.71	2.87	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	31.88	42.27	74.38	96.16	128.37	154.15
资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	19.76	22.70	40.30	1084.31	845.60	834.35
应收和预付款项	38.93	55.73	64.84	99.00	104.12	141.59
存货	85.26	65.92	44.58	42.24	47.46	52.83
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	7.00	7.00	7.00	7.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	85.27	97.64	112.77	123.11	449.96	591.30
无形资产和开发支出	32.00	31.32	32.85	29.08	25.31	21.53
其他非流动资产	0.00	1.49	2.63	1.32	0.00	0.00
资产总计	261.22	274.80	304.97	1386.05	1479.44	1648.61
短期借款	65.00	90.00	86.52	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	56.91	54.23	46.06	76.54	53.64	83.16
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.58	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

负债合计	122.50	144.23	132.58	76.54	53.64	83.16
股本	40.00	60.00	60.00	80.00	80.00	80.00
资本公积	11.80	0.13	0.13	1030.13	1030.13	1030.13
留存收益	77.09	58.88	112.26	199.37	315.67	455.31
归属母公司股东权益	128.90	119.01	172.40	1309.50	1425.80	1565.44
少数股东权益	9.83	11.55	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	138.72	130.56	172.40	1309.50	1425.80	1565.44
负债和股东权益合计	261.22	274.80	304.97	1386.05	1479.44	1648.61
现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	17.96	49.40	72.91	109.22	101.66	184.36
投资性现金净流量	7.85	-45.25	-37.67	-30.00	-350.00	-200.00
筹资性现金净流量	-19.09	-8.62	-30.73	964.79	9.63	4.39
现金流量净额	6.73	-4.47	4.51	1044.00	-238.71	-11.25

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。