

众生药业 (002317)

公司研究/调研简报

推荐 首次评级

合理估值: 55 元

血栓通胶囊优势突出，省外市场渐入佳境

民生精品---调研简报/医药行业

2010 年 11 月 12 日

一、事件概述

近日我们对众生药业进行了调研，了解了公司的经营情况和战略规划。

二、分析与判断

➤ 复方血栓通胶囊优势突出

公司拳头产品复方血栓通胶囊近期先后获得国家中药保护品种延期和广东省创新产品，该产品属于医保目录甲类用药，在三七皂甙类制剂中是唯一获批用于眼底疾病的产品。我们认为复方血栓通胶囊的优势有三：一是三七皂甙类药品在心脑血管市场有良好的基础和医生认同度，销量容易打开；二是在眼科领域系独家产品，提供了医院营销的突破口；三是血栓通胶囊往往需要长期服用，有利于业绩持续增长。

➤ 众生丸和清热祛湿颗粒增长较平稳

清热祛湿颗粒在地域上有一定的局限，但在省内市场仍有一定的空间。众生丸在省内市场已接近自然增长，能否提速关键要看省外，相比处方药，公司 OTC 产品在省外市场的拓展较晚，仍需要一定的市场培育期。我们预计众生丸和清热祛湿颗粒今年的增速将在 10% 左右。

➤ 处方药省外市场已进入收获期

今年上半年省外市场的收入占比已经近 30%，主要是来自复方血栓通的贡献。公司曾计划在 2010 年实现血栓通胶囊省外收入和省内收入各占 50%，我们了解到这一目标已经实现。国内心血管口服药物领域虽然品牌众多，但整个市场增长迅速且集中度不高。通过对复方血栓通胶囊临床应用的分析，我们认为该产品具备成为全国性品种的潜力，凭借产品本身的竞争优势，以及省外销售体系持续扩张的助力，有望打入更多地区的医院。

➤ 营销体系走向全国

省外营销体系的建设基本符合原先规划的进度，处方药覆盖医院终端数量已经超过 3000 家。公司现有营销人员 500 人左右，此前公司规划将处方药和 OTC 营销队伍均扩大到 500 人的规模，从我们了解的情况看，可能会更加重视处方药营销队伍的建设。我们认为复方血栓通在省外市场的拓展和公司营销体系在省外的扩张，是两个互为助力的事情，前者体现在近 3 年的业绩方面，后者则夯实公司长期发展的基础。

➤ 后续增长点仍值得期待

新药方面，健行颗粒和口康凝胶处于 2 期临床试验阶段。公司重视研发体系的建设，运用募集资金建设集研发、检测、小试、中试为一体的研发中心，未来研发的方向包括中药、化学药的缓控释剂型等。此外，考虑超募资金的使用，后续增长点还将不断涌现出来。

民生证券研究所

分析师：练乐尧

执业证书编号：S0100108110693

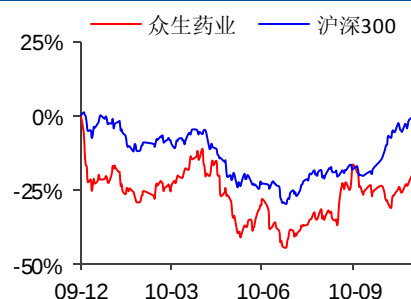
电话：(8610)8512 7656

Email: lianyueyao@mszq.com

地址：北京市东城区建国门内大街 28 号

民生金融中心 A 座 16 层 100005

一年该股与沪深 300 走势比较



交易数据 (2010-11-12)

收盘价 (元)	44.60
近 12 个月最高/最低	31.70/54.08
总股本 (百万股)	120
流通股本 (百万股)	30
流通股比例%	25.00
总市值 (亿元)	53.52
流通市值 (亿元)	13.38

三、盈利预测与投资评级

通过调研我们了解到公司管理高效，领导发展思路务实，各方面软硬件完善。省外市场的拓展不仅意味着处方药市场占有率的提高，其意义更在于借助复方血栓通胶囊这一特色产品，实现销售网络的全国布局，公司将由此从地方企业发展为全国性药企。鉴于公司基本面正处在弹性较大的阶段，外延式扩张也有一定的想象空间，估值可享有一定的溢价。我们预计 2010 - 2012 年期间公司营业收入将分别增长 20%、24% 和 25%，净利润分别增长 41%、32% 和 33%，对应的 EPS 分别为 1.18 元、1.57 元和 2.07 元。由于高毛利的血栓通和脑栓通产品增长较快，将带动公司整体毛利率的不断上升。公司股价合理估值为 55 元，对应 2010 - 2012 年 EPS 的市盈率水平分别为 46.5 倍、35.1 倍、26.5 倍，给予推荐的投资评级。

四、风险提示：

1) 三七等中药材涨价带来的成本上升的风险；2) 省外市场进展低于预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	552	661	820	1,027
增长率 (%)	13.9%	19.8%	24.1%	25.2%
归属母公司股东净利润 (百万元)	100	142	188	249
增长率 (%)	34.9%	41.3%	32.4%	32.6%
每股收益 (元)	1.67	1.18	1.57	2.07
毛利率 (%)	61.6%	63.1%	65.0%	66.9%
净资产收益率 ROE (%)	8.8%	10.6%	12.6%	14.7%
每股净资产 (元)	16.19	11.16	12.41	14.07
PE	49.4	42.7	28.2	21.1
PB	4.32	4.00	3.50	3.09
EV/EBITDA	35.39	28.5	20.4	14.8

资料来源：民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	552	661	820	1,027
减：营业成本	212	244	287	339
营业税金及附加	5	4	5	6
销售费用	185	218	271	339
管理费用	37	46	52	64
财务费用	4	(12)	(8)	(5)
资产减值损失	0	0	0	0
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	109	161	214	284
加：营业外收支净额	6	5	1	1
三、利润总额	115	166	215	285
减：所得税费用	14	24	27	36
四、净利润	100	142	188	249
归属于母公司的利润	100	142	188	249
五、基本每股收益 (元)	1.67	1.18	1.57	2.07

主要财务指标				
项目	2009A	2010E	2011E	2012E
EV/EBITDA	/	28.5	20.4	14.8
成长能力:				
营业收入同比	13.9%	19.8%	24.1%	25.2%
营业利润同比	35.4%	48.1%	32.7%	32.7%
净利润同比	34.9%	41.3%	32.4%	32.6%
营运能力:				
应收账款周转率	11.50	12.06	12.31	12.35
存货周转率	4.71	4.93	4.91	4.93
总资产周转率	0.64	0.46	0.53	0.60
盈利能力与收益质量:				
毛利率	61.6%	63.1%	65.0%	66.9%
净利率	18.2%	21.5%	22.9%	24.3%
总资产净利率 ROA	7.2%	9.7%	11.6%	13.6%
净资产收益率 ROE	8.8%	10.6%	12.6%	14.7%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	12.07	23.38	24.13	25.54
资产负债率	7.7%	4.0%	3.9%	3.7%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标 (元)				
每股收益	1.67	1.18	1.57	2.07
每股经营现金流量	1.26	0.94	1.40	1.89
每股净资产	16.19	11.16	12.41	14.07

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	1,109	1,096	1,195	1,352
应收票据	38	43	53	67
应收账款	50	59	74	92
预付账款	2	2	2	3
其他应收款	1	1	1	1
存货	45	54	63	75
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	1,245	1,254	1,388	1,590
长期股权投资	10	10	10	10
固定资产	107	143	185	195
在建工程	9	29	9	3
无形资产	32	30	29	27
其他非流动资产	1	1	1	1
非流动资产合计	159	213	234	236
资产总计	1,404	1,468	1,622	1,826
短期借款	40	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	20	22	26	31
预收账款	2	2	2	2
其他应付款	24	20	20	20
应交税费	10	10	10	10
其他流动负债	8	0	0	0
流动负债合计	103	54	58	62
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	5	5	5	5
非流动负债合计	5	5	5	5
负债合计	109	59	63	68
股本	80	120	120	120
资本公积	1,027	1,027	1,027	1,027
留存收益	29	193	343	542
少数股东权益	0	69	69	69
所有者权益合计	1,135	1,409	1,559	1,758
负债和股东权益合计	1,062	1,468	1,622	1,826

现金流量表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流量	101	113	168	226
投资活动现金流量	(25)	(70)	(40)	(24)
筹资活动现金流量	984	(56)	(29)	(45)
现金及等价物净增加	1,059	(13)	99	157

分析师简介

练乐尧，四川大学卫生经济学博士，具有证券投资咨询执业资格。4年医药行业从业经验，先后从事过临床医生、卫生经济与卫生政策研究等工作。2008年加盟民生证券研究所，从事医药行业与上市公司研究，对医药行业有较深入的见解和认识，熟悉上市公司盈利模式和核心竞争力的分析。研究范围覆盖中药、化学制药、原料药、生物药、医疗器材医疗服务和医药商业等。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹璠	韦珂嘉	孟辉
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	13916107040
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	menghui@mszq.com
联系人	郭明	许力平	
电话	010-85127762	010-85127667	
手机	13401098997	13811008335	
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。