

种植生产一体化，独家产品市场大

益盛药业
002566

投资要点

- 公司本次 IPO 计划公开发行人 2,760 万股，募投项目将围绕主营业务进行，用于注射剂和硬胶囊剂的产能扩张和研发中心建设，从而进一步提高公司的核心竞争力。
- 公司产品以治疗心脑血管疾病和清热解毒为主，拥有 4 个国家中药保护品种、6 个独家生产品种。主要产品为生脉注射液、振源胶囊、心悦胶囊和清开灵注射液。上述产品均为医保目录产品，临床治疗效果显著，药品质量安全可控，产品竞争优势明显，市场前景广阔，为公司未来持续高速增长奠定了坚实的基础。
- 公司地处中药材资源丰富的长白山南麓，其生产所需的人参、人参果、五味子、西洋参等主要原材料均来源于此，不仅可保证采购质量，还可降低采购成本。此外，公司投资建设非林地栽参基地项目，轮作期远低于伐林栽参，参地利用效率高，也间接有效地保护了宝贵的林地资源，具有良好的生态效益和社会效益。
- 我们预测公司 2011-2013 年 EPS（摊薄）分别为 1.02 元、1.28 元和 1.67 元。公司作为以人参提取物产品为核心的中药企业，其主导产品拥有巨大的市场潜力。公司产品生脉注射液、清开灵注射液、振源胶囊和心悦胶囊具有广阔的市场前景和良好的成长性。综合医药上市公司估值水平，我们认为公司的合理价位在 40.80 元-45.90 元，对应公司 2011 年的 EPS 市盈率为 40-45 倍。

首次 不评级

分析师：袁舰波，屈朕

投资咨询执业证书编号：

S0630208010052, S0630208010053

联系信息：

yjb@longone.com.cn

qy@longone.com.cn

联系人：李惜浣

010-59707110

日期

分析：2011 年 03 月 04 日

价格

预测发行价：43.35 元

预测上市价：48.12 元

发行数据

发行前总股本(万股)	8,272
本次发行股数(万股)	2,760
发行后总股本(万股)	11,032

医药行业相对上证综指走势图

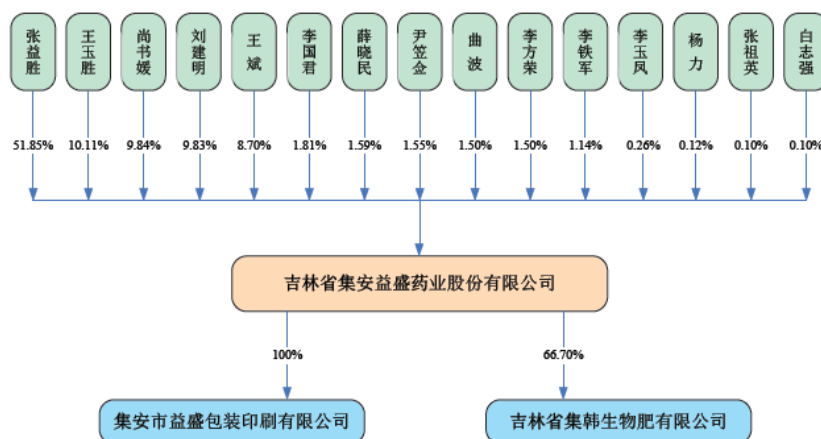


1、 公司基本情况

1.1 公司股权结构

公司的前身集安制药有限公司设立于1997年6月，2000年12月整体变更为吉林省集安益盛药业股份有限公司。公司控股股东和实际控制人为张益胜先生，本次发行，张益胜先生持有发行人4,289万股股份，占发行人总股本的51.85%。本次发行2,760万股股票，占发行后公司总股本的25%。

图1: IPO前益盛药业股权结构图



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

1.2 公司主营业务

公司主营业务为中成药的研发、生产与销售，产品主要以心脑血管疾病的治疗为主，涵盖了呼吸系统、消化系统、内分泌系统、泌尿系统以及肿瘤、儿科疾病等。主要产品包括生脉注射液、振源胶囊、心悅胶囊、清开灵注射液、桂附地黄胶囊等。公司目前拥有4个国家中药保护品种、6个独家生产品种。公司可生产11个剂型，拥有116个品种、129个药品生产批准文号。其中51个品种被列入国家医保目录（2009年版）（其中甲类品种19个，乙类品种32个）；13个品种被列入《国家基本药物目录》；45个品种被列入OTC品种目录（其中甲类品种26个，乙类品种19个）。

2、 公司所处行业背景

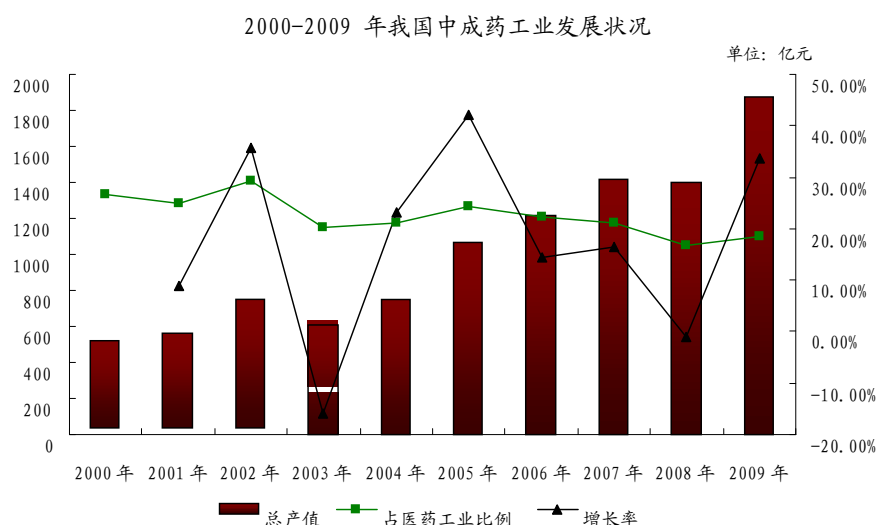
公司目前主要从事中成药的研发、生产和销售，隶属于中药细分行业。伴随当前世界各国对中医药的认同度和重视程度的提高，以及其独有的特点和优势，中药行业具有良好的发展前景。

2.1 我国中药行业发展概况

中医药是我国民族医学科学的特色和优势，我国对中药在医疗保健中的作用给予高度重视，制定并实施

了一系列行政法规和政策，推动中药现代化发展，使这一中国国粹逐步摆脱剂型简单、工艺落后、产品结构不合理等落后状况。2009 年，全国中成药制造工业总产值 1871 亿元，占整个医药工业总产值的 18.62%，增长率高达 33.64%。

图 2：2000 年至 2009 年我国中成药工业发展状况



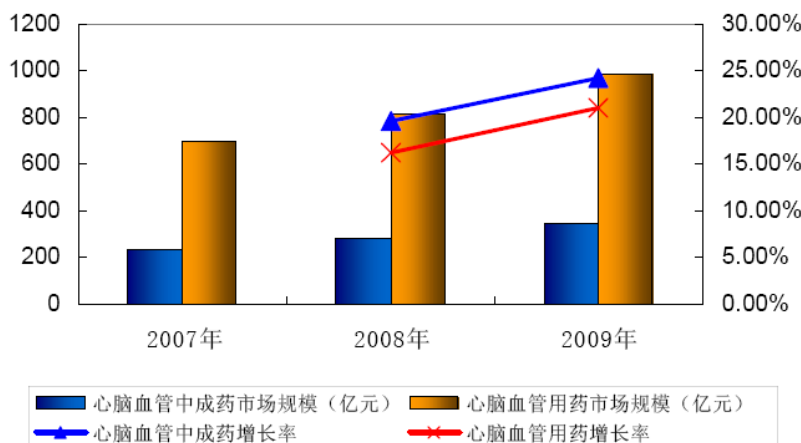
资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

公司主要产品生脉注射液、振源胶囊和心悅胶囊为治疗心脑血管疾病药物；清开灵注射液为清热解毒药物；桂附地黄胶囊为温补肾阳药物。因此，按药品适应症分类，公司产品所处细分市场为心脑血管疾病用药市场、清热解毒药物市场和温补肾阳药物市场。

2.2 心脑血管疾病用药市场概况

近年来，我国心脑血管疾病用药在中国药品市场上均排名第二，仅次于抗感染用药，2007 年市场规模达到 700 亿元，2008 年达到 813 亿元，2009 年我国心脑血管用药市场总规模达到 983 亿元，年复合增长率达到 18.55%。其中中成药的市场规模为 348 亿元，占整个心脑血管用药市场的 35.40%（资料来源：医药经济报）。由于心脑血管疾病是个需要长期预防和治疗的过程，中药相对于化学药物，更擅长治疗慢性疾病、适宜病后调理，具有毒副作用低，适合长期服用的特色，正好符合心脑血管疾病需要长期用药的特点，而中药针对不同体质采取补气养血、活血化瘀、化痰通络等种种治疗方法，比起西药一概而治的手段，确实收到很好的疗效，并能缓解多种关联症状。据 SFDA 南方医药经济研究所中成药数据显示，2007~2009 年，我国心脑血管中成药市场规模分别为 234 亿元、280 亿元、348 亿元，其年均复合增长率为 21.94%，高于整个心脑血管用药市场 18.55% 的增长率。

图 3：2007~2009 年，我国心脑血管用药和心脑血管中成药市场规模及发展走势



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

2.3 清热解毒药物市场概述

2006~2009年,我国清热解毒类用药市场规模逐年增长,销售金额分别为37.47亿元、44.32亿元、49.40亿元和54.71亿元,年复合增长率为13.45%。目前,抗病毒药物以化学药品为主,化药在抗病毒方面具有种类丰富、效果明显、使用方便、运用广泛的优点,但缺点也很突出,主要表现在副作用较多,容易产生耐药性。在抗病毒方面,中药具有如下优势:1、副作用小、安全性高;2、对于病因不明的疾病,或者对于没有特效药物的疾病,如SARS病毒,中医药理论显示出明显的优势;3、可以缓解细菌的耐药性。随着我国经济的高速发展和人民生活水平的显著提升,就诊率和用药水平的不断提高,清热解毒类用药尤其是中成药的市场规模将继续扩大。

2.4 温补肾阳药物概述

2006~2008年,我国补肾药物零售市场总规模分别为34.76亿元、35.66亿元和37.24亿元,其中2008年营业收入占当年药店营业总收入的2.53%;2009年前三季度,全国补肾药零售市场规模达到27.89亿元,同比增长5%(数据来源:南方医药经济研究所)。按照治疗肾虚症状的不同,补肾药物可以分为补肾阴药、补肾阳药、补肾气药和阴阳双补药。其中,补肾阴药的代表为六味地黄丸(颗粒、胶囊、片),补肾阳药的代表为金匮肾气丸(片)和桂附地黄丸(颗粒、胶囊、片),补肾气药的代表为补肾益脑丸(胶囊、片),阴阳双补药主要有复方苁蓉益智胶囊和心脑欣丸(胶囊、片)。公司主要产品桂附地黄胶囊属于温补肾阳药物。随着人们健康意识的增强和工作压力的不断加大,肾虚患者明显增多,补肾药物已经逐渐从老年人消费向中青年消费蔓延。未来几年,我国补肾药物市场前景广阔。

3、 公司核心竞争能力分析

3.1 产品增长潜力大

公司主要产品以治疗心脑血管疾病和清热解毒为主，主要产品包括生脉注射液、振源胶囊、心悦胶囊和清开灵注射液。上述产品均为医保目录产品，临床治疗效果显著，药品质量安全可控，产品竞争优势明显，市场前景广阔，为公司未来持续高速增长奠定了坚实的基础。

公司目前拥有全国独家产品 6 个，分别为振源胶囊、心悦胶囊、小儿热咳清胶囊、益血糖浆、西洋参茎叶总皂苷、复方人参间苯二酚搽剂等；国家中药保护品种 4 个，分别为生脉注射液、振源胶囊、小儿热咳清胶囊和桂附地黄胶囊等；国家级创新药物 2 个，分别为西洋参茎叶总皂苷和心悦胶囊。

其中，生脉注射液已被列入 2009 年版国家医保目录（甲类）和国家基本药物目录。振源胶囊是公司的独家产品，已被列入国家医保目录（2009 年版）；1999 年被列入国家中药保护品种。心悦胶囊为公司独家产品和专利创新药，公司拥有其主要成分的国家发明专利，2009 年 11 月被列入国家医保目录（2009 年版）。进入国家医保目录为该产品提供了广阔的市场空间。

3.2 原材料资源优势

公司位于吉林省长白山南麓，是国家级生态示范区，地产中药材品种达 800 余种，其中尤以盛产人参、西洋参、北五味子、鹿茸等名贵中药材而闻名。由于中药材的质量决定中药的医疗效果，只有质量上乘、药材道地的中药材，才能生产质量稳定的中药产品。因此，公司生产所需的人参、人参果、五味子、西洋参等主要原材料，均可在原产地采购，不仅可保证采购质量，还可降低采购成本。

此外，针对参业用地面积逐年减少，未来可能出现人参供应紧张的局面，以及降低未来人参价格可能出现的波动风险。公司于 2007 年按照 GAP 认证标准，投资建设非林地栽参基地项目。目前人参种植面积已达 801 亩。非林地栽参收获后，参地只需进行 3 年的保养就可进行重茬栽参（保养期间还可种植其他作物），轮作期远低于伐林栽参，参地利用效率高，也间接有效地保护了宝贵的林地资源，具有良好的生态效益和社会效益。

4、 公司财务分析

4.1 公司近年来综合毛利率基本保持相对稳定

公司 2008 年度、2009 年度及 2010 年的综合毛利率分别为 76.31%、74.80%、75.81%，基本保持稳定，并且高于同行业上市公司的毛利率水平。报告期内，公司综合毛利率与同行业可比上市公司的毛利率水平如下：

表 1：公司综合毛利率与同行业类似上市公司相比

项 目	信邦制药	紫鑫药业	沃华医药	康恩贝	中汇	医药均值	益盛药业
2010 年度	67.09	76.19	74.51	60.83	72.8	70.24	75.81
2009 年度	69.29	76.65	76.25	56.87	71.58	70.13	74.8
2008 年度	68.92	76.13	65.54	52.88	74.74	67.64	76.31

资料来源：wind、东海证券研究所 （单位：%）

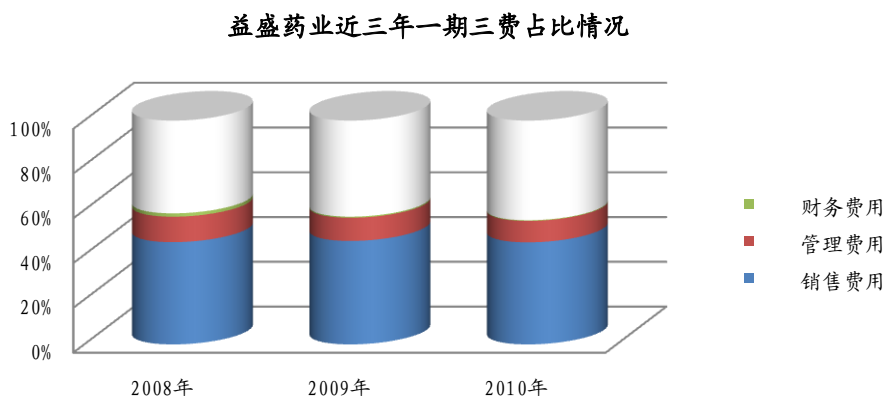
报告期内公司综合毛利率较高的主要原因为公司主导产品振源胶囊和生脉注射液的毛利率较高，且其销售收入占公司全部销售收入的比重较高。

公司主导产品振源胶囊和生脉注射液经过长期的临床应用，在治疗心血管疾病方面疗效显著，建立了良好的市场形象，具有较高的市场地位。并且这两种产品全部为医保目录产品，其中生脉注射液为国家基本药物，列入医保目录和国家基本药物目录的产品比其他产品具有更为广阔的销售渠道。由于本公司主导产品具有上述特点，公司在国家最高零售限价范围内具有一定的价格优势，从而具有较高的毛利率。

4.2 期间费用逐年上涨 销售费用率较高

近三年一期，公司的管理费用率和财务费用率稳中有降，而销售费用率为 45%左右，相对较高。这是因为公司在产品营销上采用专业化学术推广的营销模式，需要与各地的医药商业公司和专业学术团体合作，举办形式多样的学术研讨活动，由公司学术专员或聘请的相关专家介绍产品特点及最新研究成果，指导临床用药，促进产品销售，因此，公司需要建立相对较大的销售队伍来组织上述推广活动，致使公司销售费用相对较高。此外，公司不断扩大营销方面的投入，提高产品的市场形象和品牌知名度，不断巩固和提高市场占有率，导致销售费用率保持在较高的水平。

图 4：公司近三年一期三费占比情况



资料来源：wind、东海证券研究所

5、 公司主要风险

5.1 原材料价格波动的风险

鲜人参和人参果为公司的主要原材料，来源于拥有丰富优质中药材资源的长白山地区。但由于近年来国家实施天然林保护工程，参业用地逐年减少，且人参生长周期较长，长期来看，存在供应紧张和价格波动的风险。2010 年鲜人参采购价格较 2009 年提高 58.71%、麦冬较 2009 年提高 174.92%。为了保证公司生产所

需人参与人参果的供应，降低价格波动的风险，公司于 2007 年开始实施非林地栽参项目。但由于人参的最佳采摘年限为 7 年，故在公司自产人参进入采摘期之前，公司消耗性生物资产将逐年增加，存在由于原材料价格波动而导致成本波动的风险。

5.2 主要产品被仿制的风险

根据我国的中药品种保护条例，不同等级的中药品种享有不同的保护期限，被保护品种在保护期内仅限于已获中药保护品种证书的企业生产，保护期满后允许其他企业进行仿制。公司的三个产品振源胶囊、生脉注射液以及桂附地黄胶囊被列为“国家二级中药保护品种”，其保护期截止时间如下：

表 2：国家中药一类新药列表

产品名称	保护期截止日	是否可以申请延保
生脉注射液	2012 年 7 月 9 日	否
振源胶囊	2013 年 5 月 11 日	否
桂附地黄胶囊	2012 年 1 月 24 日	可申请一次延长保护期（7 年）

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

以上三个品种保护期过后都有可能被其他企业仿制，其市场份额有可能被新进入产品侵占，从而导致价格下降、盈利能力降低，公司存在主要产品被仿制的风险。

6、募集资金投向

公司本次 IPO 计划公开发行人 2,760 万股，募投项目将围绕主营业务进行，缓解产品产能不足的问题，以提高公司主导产品的研发及生产能力为目的，从而进一步提高公司的核心竞争力。募集资金具体投向如下：

表 3：募投项目情况

项目名称	投资总额（万元）	新增产能	达产后产能	建设周期
硬胶囊剂生产线建设项目	14,113	2 亿粒/年	3.82 亿粒/年	1 年
针剂生产线建设项目	10,014	1 亿支/年	2.86 亿支/年	1 年
省级研发中心项目	3,505	-	-	-

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

硬胶囊剂生产线项目建成后将形成年产硬胶囊剂 2 亿粒的生产能力，其中振源胶囊 1.2 亿粒/年、心悦胶囊 0.5 亿粒/年、桂附地黄胶囊 0.3 亿粒/年。针剂生产线项目建成后将形成年产针剂 1 亿支的生产能力，其中生脉注射液 0.7 亿支/年、清开灵注射液 0.3 亿支/年。同时，配套提取车间可形成中药材 250 吨/年的提取规模。项目建设期为 1 年，项目建成投产后第 1 年可达到设计生产能力的 80%，第 2 年可

达 90%，第 3 年后 100%达产。

7、估值与市场定价

7.1 公司估值

我们的估值主要基于以下假设：

- 1、三项费用平稳略降
- 2、公司税收政策保持不变
- 3、募投项目如期达产

在上述假设下，我们预测公司 2011-2013 年 EPS（摊薄）分别为 1.02 元、1.28 元和 1.67 元。

表 4：益盛药业盈利预测

利润表(万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	41,488	51,622	63,000	79,223	102,997
增长率	33.08%	24.43%	22.04%	25.75%	30.01%
营业成本	10,451	12,496	15,120	19,013	24,719
营业税金及附加	553	627	630	792	1,030
销售费用	19,182	23,545	28,350	35,650	46,349
管理费用	4,304	4,943	5,670	7,130	9,270
财务费用	209.00	154.78	0	0	0
营业利润	6,707	9,821	13,230	16,637	21,629
利润总额	6,849	10,281	13,230	16,637	21,629
所得税费用	739	1,521	1,985	2,496	3,244
归属于母公司净利润	6,113	8,764	11,246	14,141	18,385
EPS（摊薄）	0.74	1.06	1.02	1.28	1.67

资料来源：招股说明书、东海证券研究所

7.2 上市定价

公司作为以人参提取物产品作为核心的中药企业，其主导产品拥有巨大的市场潜力。公司主要产品生脉注射液、清开灵注射液、振源胶囊和心悦胶囊具有广阔的市场前景和良好的成长性。综合医药上市公司估值水平，我们认为公司的合理价位在 40.80 元-45.90 元，对应公司 2011 年的 EPS 市盈率为 40-45 倍。

作者简介

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有十多年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、科华生物等。

屈昶: 东海证券医药行业分析师, 中山大学硕士, 主要研究化学原料药、医疗器械及医药商业板块。重点跟踪公司: 浙江医药、新和成、海正药业、南京医药、天士力、中新药业、通策医疗。

评级定义

市场指数评级	看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

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, 建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话: (8610) 66216231	电话: (8621) 50586660
传真: (8610) 59707100	传真: (8621) 50819897