



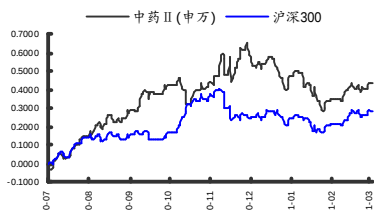
坐拥地利，静待天时

——益盛药业（002566）新股报告

创新医药主题研究

评级：增持

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
中药	6.7	-8.0	28.9
沪深 300	5.4	2.8	-0.5

发行数据	2011.3.3
发行价格	n.a.
发行前总股本（万股）	8271.72
发行股数（万股）	2760
发行后总股本（万股）	11031.72
主承销商	民生证券
申购日期	2011.3.9

相关报告

分析师

黄秋菡

电话：0755-83704681

邮件：huangqh@ghzq.com.cn

执业证书：S0350210060001

合规申明：

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的 1%？

☒ 是 ☐ 否

n 坐落在人参国度的优质药企 公司所在地集安，坐落在素有“世界自然保留地”的长白山南麓，紧邻中朝界河鸭绿江，森林覆盖率高达 81.2%，是理想的药材生产区域。公司股份主要集中在管理团队，其中董事长张益胜持有 38.88%，是公司的实际控制人。其他股东均为个人，大部分是公司管理团队员工。我们认为，管理层集中持股，有助于激发管理团队提高公司业绩的动力，提高管理效率和团队稳定。

n 主要产品围绕人参做文章 公司产品主要以人参、西洋参为原料提取加工而成，生脉注射液、振源胶囊、清开灵注射液等已经成功突破 1 个亿销售额，心悅胶囊也具备良好的成长前景。过去 5 年毛利率由 71% 稳步提高至 76%，振源胶囊和清开灵注射液毛利率较高，超过 85%。

n 由人参产业下游向上游拓展 产品主要是人参药用加工，属于人参产业下游。生脉注射液市场份额领先，振源胶囊和心悅胶囊为公司独家品种，未来前景可期。公司对人参等原料的需求量很大，公司通过引进韩国的非林地栽参技术，在政府支持下开始人参种植。目前已经有 801 亩非林地栽参，预计可以实现 38-49% 的自给率，部分解决原材料问题。

n 11/12 年 EPS 为 0.86/1.34 元，合理估值区间 40.2-46.9 元 公司 11-13 的营业收入分别为 6.5 亿、8.01 亿和 10.29 亿，毛利率受药品降价、人参等原材料涨价的影响略有下滑。净利润分别为 0.95、1.48、1.78 亿元，按照 11 年 IPO 增发 2760 万股计算，对应完全摊薄后 EPS 为 0.86、1.34、1.61 元。给予 2012 年 30-35 倍市盈率预计，公司的合理估值在 40.2-46.9 元。

预测指标	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万元）	516	650	801	1029
增长率(%)	24%	26%	23%	28%
净利润（百万元）	88	95	148	178
增长率(%)	43%	9%	55%	21%
摊薄每股收益（元）	1.06	0.86	1.34	1.61
ROE（%）	24.38%	5.65%	8.13%	9.04%

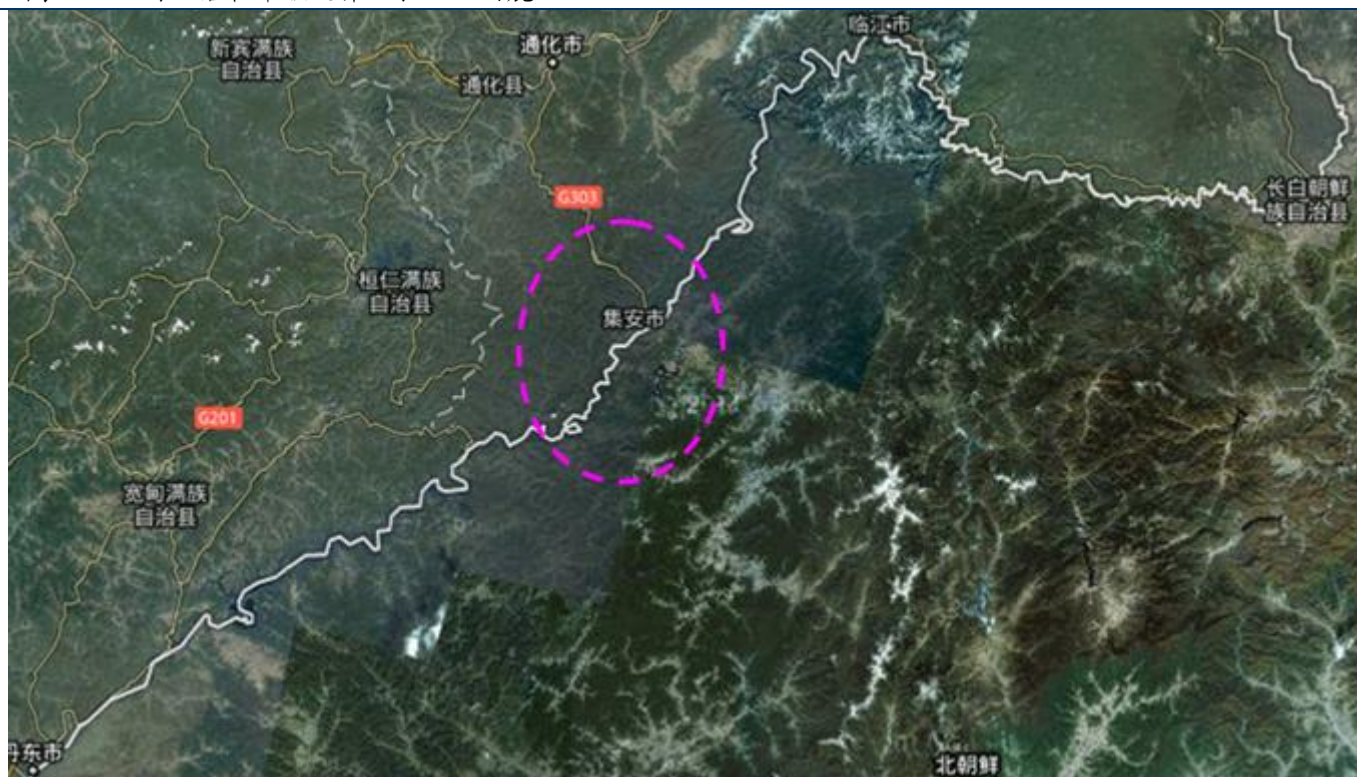
坐落在人参国度中的优质药企

成长在白山绿水畔的优质中药企业

公司主要从事中成药的研发、生产和销售，产品范围主要涵盖呼吸系统和消化系统，主要产品包括生脉注射液、振源胶囊、心悦胶囊、清开灵注射液、桂附地黄胶囊等。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（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》，拥有国家中药保护品种 4 个，独家品种 6 个。

公司所在地集安，坐落在素有“世界自然保留地”的长白山南麓，紧邻中朝界河鸭绿江，森林覆盖率达 81.2%，是理想的药材生产区域。集安及周边地区盛产人参、西洋参、北五味子等药材，品质上乘、供给充裕。公司依托长白山当地特产药材，开发出以人参、西洋参提取物为主要原材料的系列产品，拥有 3 项人参和西洋参有效成分提取的国家发明专利，另有 3 项正在申请的国家发明专利。

图表 1、公司坐落在中朝边界、长白山南麓

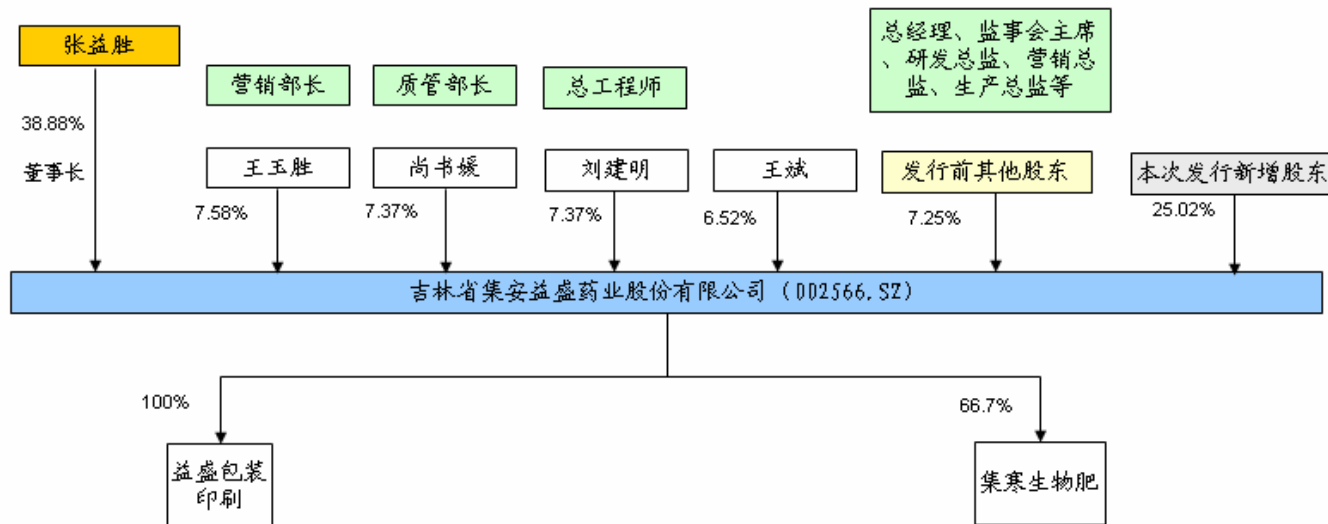


资料来源： 公司数据、国海证券研究所

公司股权主要集中在管理团队

公司股份主要集中在管理团队，其中董事长张益胜持有 38.88%，是公司的实际控制人。其他股东均为个人，大部分是公司管理团队员工。我们认为，管理层集中持股，有助于激发管理团队提高公司业绩的动力，提高管理效率和团队稳定。

图表 2、益盛药业股权结构



备注：按照发行 2760 万股后计算

资料来源：公司数据、国海证券研究所

公司核心产品围绕人参做文章

公司产品主要以人参、西洋参为原材料提取加工而成，其中，生脉注射液是甲类医保基本药物，提取部位为人参根块；振源胶囊是乙类医保独家品种，同时可以 OTC 销售，提取部位为人参果；心悦胶囊是公司乙类医保独家品种，也是公司计划重点推广的品种，国内首家提取西洋参茎叶，具有促进心肌毛细血管再生，提高高密度脂蛋白、提高胰岛素的敏感性和降低血糖等功效。2009 年 11 月增补进国家医保目录，预计未来 2-3 年将放量增长。

图表 3、公司核心产品与人参、西洋参的相关

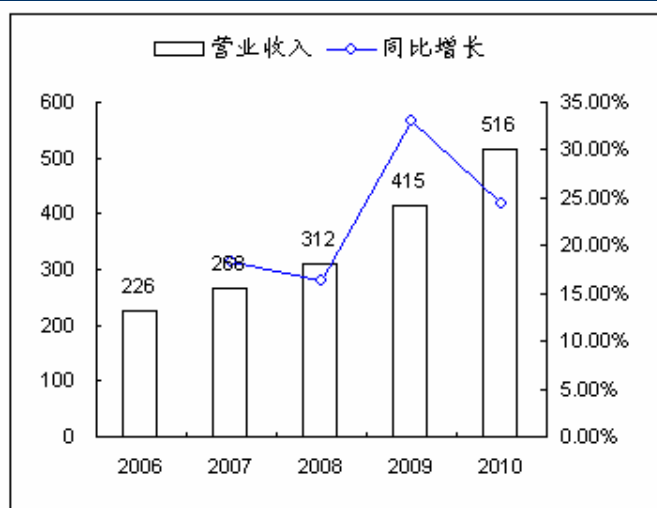
	OTC	医保	基本药物	独家品种	中药保护品种	部位
振源胶囊	★	乙类		★	★	人参果
生脉注射液		甲类	★		★	人参根
清开灵注射液		甲类	★			
心悦胶囊		乙类		★		西洋参茎叶

资料来源：公司数据、国海证券研究所

三大单品突破 1 亿

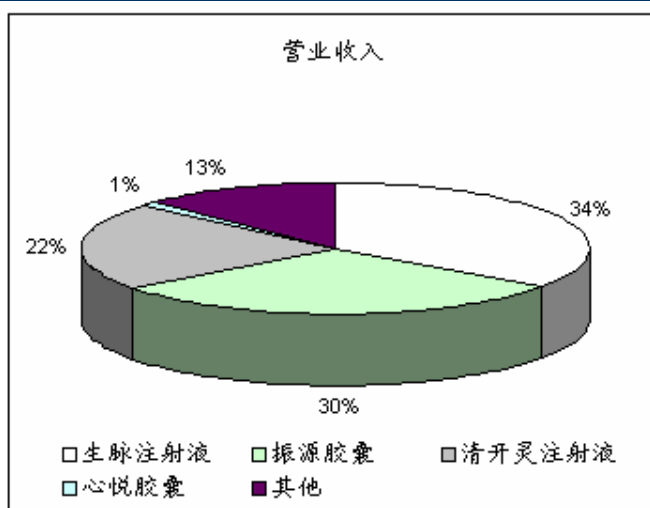
2006-2010 年，公司收入由 2.26 亿元增长至 5.16 亿元，年复合增长 23%。主要产品中，生脉注射液、振源胶囊、清开灵注射液等已经成功突破 1 个亿销售额，心悦胶囊也具备良好的成长前景。

图表 4、公司过去 5 年 CAGR23%



资料来源：公司数据、国海证券研究所

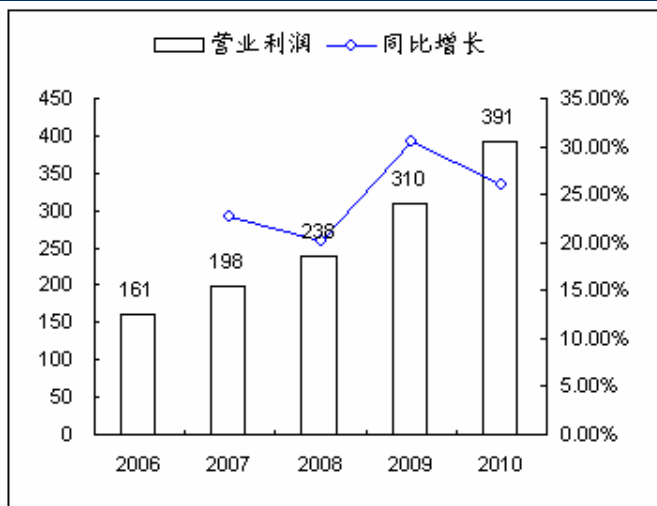
图表 5、三大单品突破 1 个亿



资料来源：公司数据、国海证券研究所

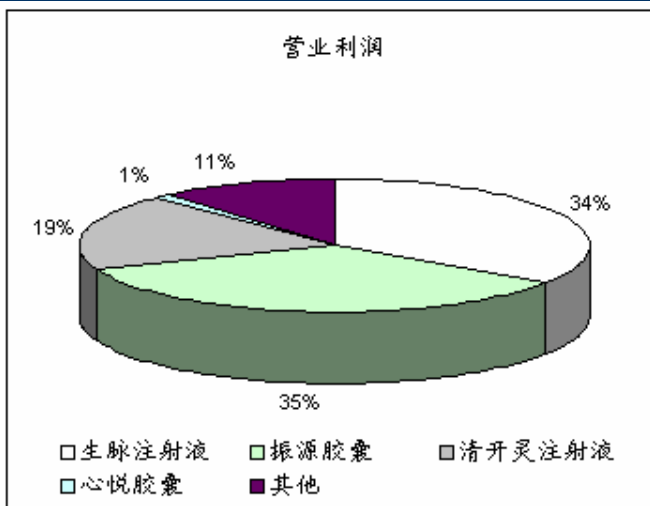
公司 2010 年毛利 3.91 亿元，其中，振源胶囊和生脉注射液贡献 70%，是最主要的利润来源，20%来自清开灵注射液。

图表 6、营业利润 3.91 亿



资料来源：公司数据、国海证券研究所

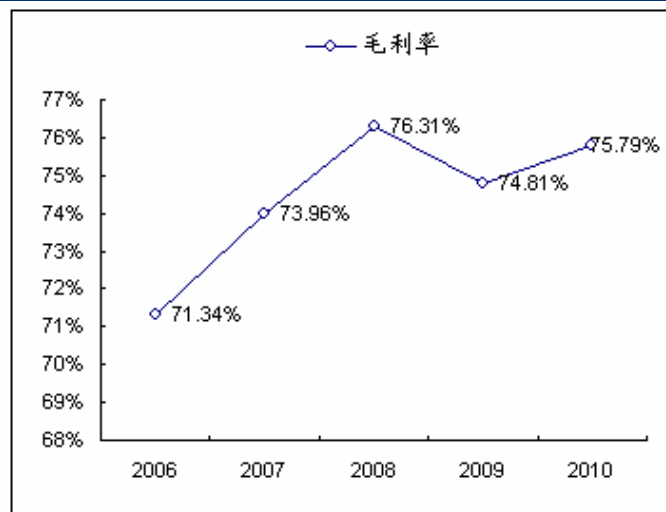
图表 7、振源胶囊和生脉注射液贡献 70% 利润



资料来源：公司数据、国海证券研究所

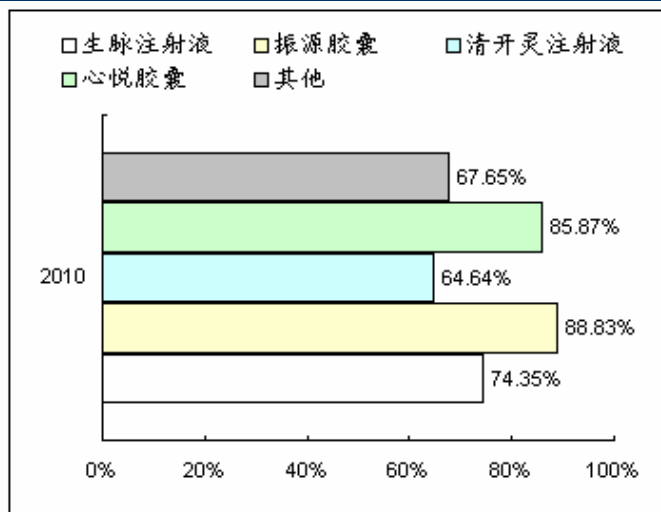
公司过去5年毛利率由71%稳步提高至76%，其中，振源胶囊和清开灵注射液毛利率较高，超过85%，主力品种生脉注射液毛利率亦达到74.35%，心悦胶囊的毛利率65%，预计随着产量提升，毛利率依然会保持向上趋势。

图表 8、毛利率稳步提升至 75% 以上



资料来源：公司数据、国海证券研究所

图表 9、主要产品毛利率对比

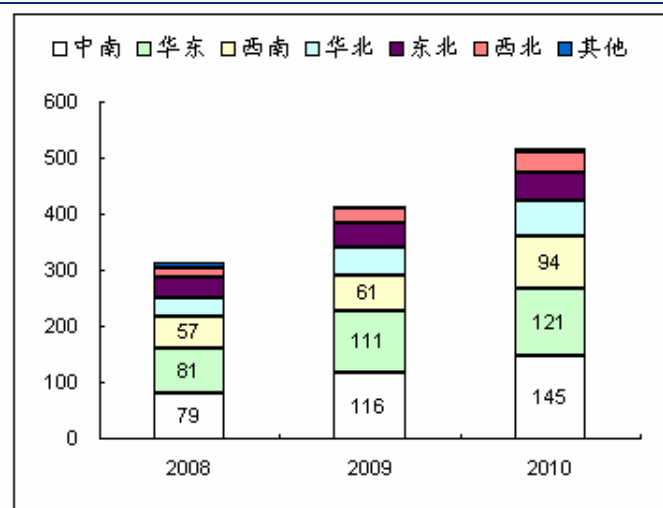


资料来源：公司数据、国海证券研究所

公司虽然地处东北，但是销售区域却并不集中，中南、华东以及西南地区是公司主要的销售区域。

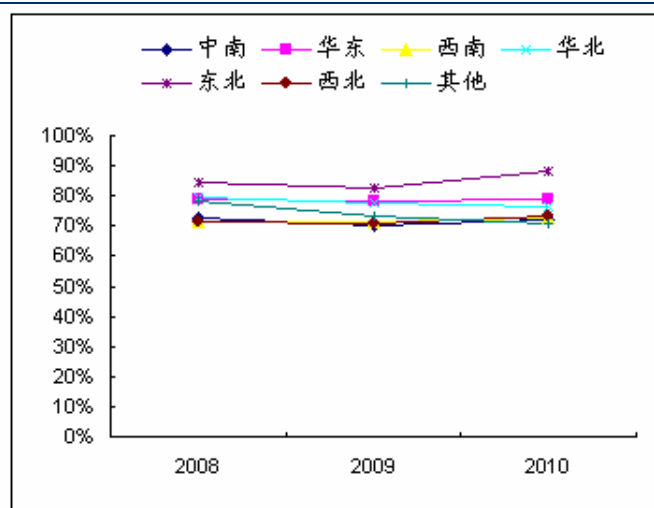
东北地区销售金额并不突出，但销售毛利率却领先于其他地区，达到 88%，体现公司在该区域的溢价优势更加明显。

图表 10、销售主要集中在中南、华东、西南区域



资料来源：公司数据、国海证券研究所

图表 11、各地区销售毛利率对比



资料来源：公司数据、国海证券研究所

由人参产业下游积极向上游拓展

不断开发人参下游产品

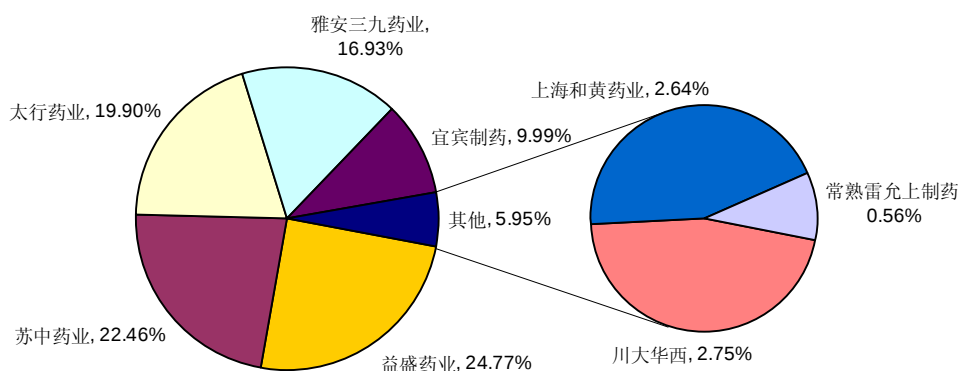
公司的现有产品主要围绕人参提取有效成分，其中：

a) 生脉注射液市场份额领先

从红参、麦冬和五味子中提取出有效成分而制成，有强心、抗休克、抗心律失常、增强心肌收缩力、提高心输出量等功效，被指定为中医院急诊科室必备用药。

生脉注射液属于医保甲类、基本药物，市场主要参与者有 8 家，竞争比较激烈。公司 2009 年生脉注射液市场份额 24.77%，领先苏中药业、太行药业、雅安三九等主要竞争对手。

图表 12、公司生脉注射液市场份额领先



资料来源：公司数据、国海证券研究所

b) 振源胶囊为公司独家品种

振源胶囊是公司独家品种，市场没有竞争对手。通过提取人参果总皂苷精制而成，在临床上用于治疗心血管疾病、衰老疾病和免疫系统疾病，具有冠心病与糖尿病“二病同治”的独特疗效。

c) 心悦胶囊将快速成长

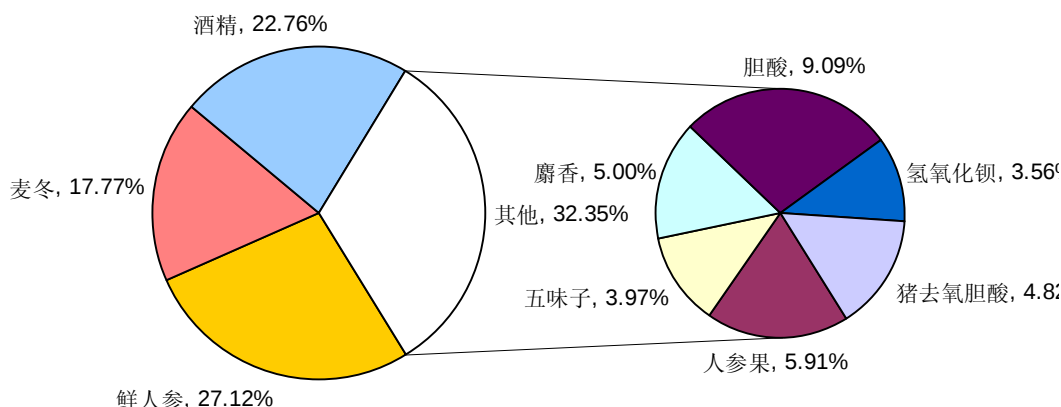
心悦胶囊也是公司独家品种，市场上无竞争对手。以西洋参茎叶为原料，提取出西洋参茎叶总皂甙精制而成，具有益气养阴、和血之功效，在临床上用于治疗冠心病、心绞痛属于气阴两虚症者。

心悦胶囊在 2003 年就拿到了生产批文，但由于未能进入医保目录，因而市场一直尚未开发，2009 年底增补进入国家医保目录后，公司计划在未来两年重点推广该品种。

积极向人参上游拓展

公司原材料成本占营业成本的 62%，比重非常高。其中，又以人参、麦冬等原料药材占大部分。

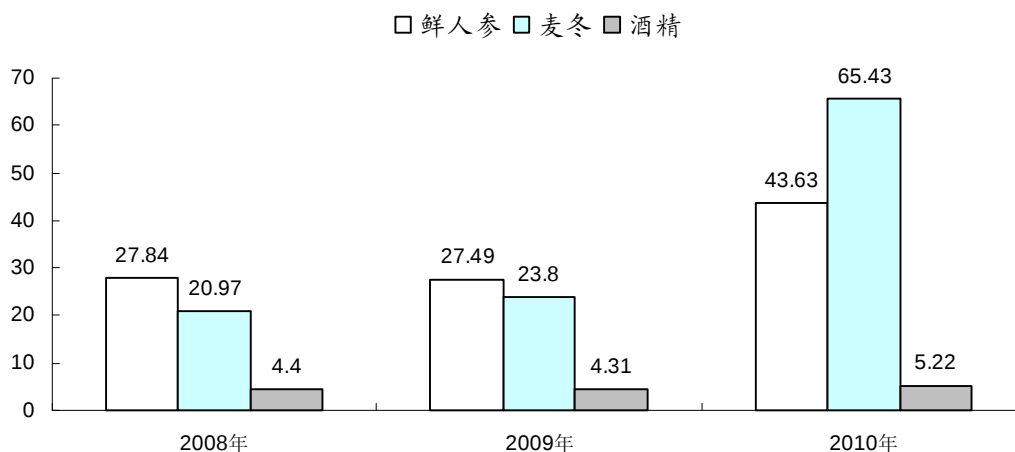
图表 13、人参、麦冬、酒精是公司最大的原料成本



资料来源：公司数据、国海证券研究所

由于政府对人参产业的规划，逐步控制伐林栽参的面积，人参价格开始大幅上涨，这对公司原材料成本形成威胁。此外，麦冬和酒精的价格也出现了明显的上涨。

图表 14、公司主要原材料成本出现明显上涨

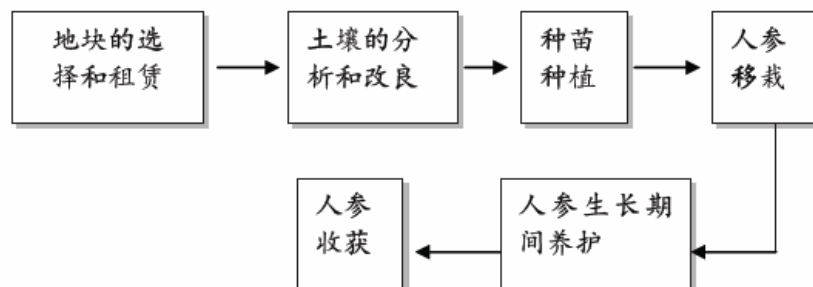


资料来源：公司数据、国海证券研究所

由于公司对人参等原料的需求量很大，公司通过引进韩国的非林地栽参技术，在政府支持下开始人参种植。韩国技术最领先之处不仅在于不用毁林种参，更在于在农田种植后，只需要 3 年时间就可以再次种植，

较之传统的林地栽参需要 15 年的休养恢复期，韩国技术可以最大限度的压缩土地利用周期，大大降低了使用面积。

图表 15、非林地栽参生产流程



资料来源： 公司数据、国海证券研究所

目前公司已经种植的人参面积为 801 亩，主要分布在台上镇。由于公司征用土地后的流转补偿以及雇佣当地村民进行人参栽培管理，公司的土地拓展不存在什么阻力，公司管理层预计未来每年将以 200 亩的速度扩张至 1400 亩。

图表 16、公司 801 亩非林地栽参分布

地点	面积（亩）	流转费用（元/亩）	费用（万元/年）	流转期限
集安市台上镇双岔村	358	400	14.32	2007-4-30/2013-12-31
集安市台上镇板岔村	230	400	9.2	2008-4-30/2014/12/31
集安市台上镇双岔村	213	400	8.52	2010-4-1/2016/12/31
合计	801		32.04	

资料来源： 公司数据、国海证券研究所

以 6 年收获期预计，第一批非林地种植人参将在 2013 年 10 月收获。按照亩产 800 斤测算，可以实现鲜参 286.4 吨。对比公司 2010 年采购鲜参 245 吨，在产能不变的情况下，2014 年基本可以实现自给自足。

在不考虑种植面积扩张的前提下，按照 801 亩均衡考虑，每年收获 1/6，则可以实现鲜参亩产 107 吨/年，占年采购量的 44%。若按照 1400 亩的规模测算，可以实现鲜参 187 吨/年，实现 76%的人参自给。

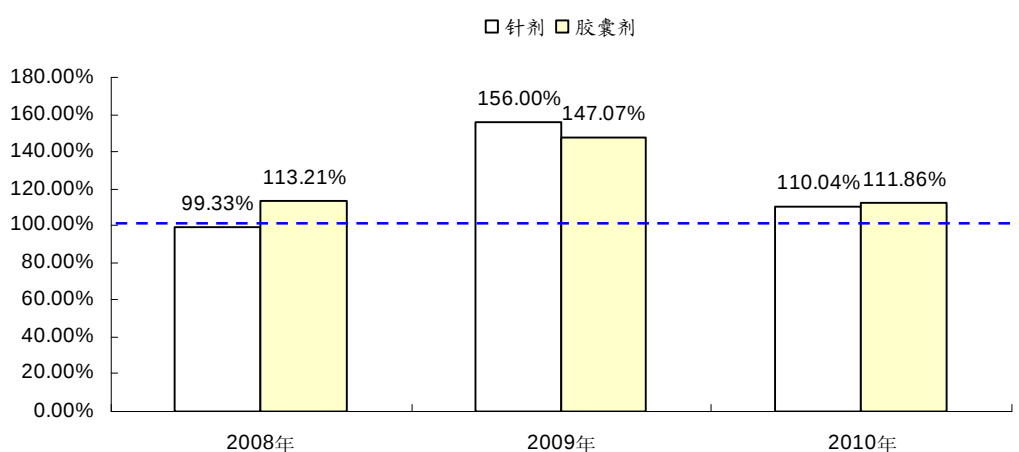
若考虑到鲜参需求量的走高，以年 20%的需求增长计算，公司人参的自给率大概可以达到 38%-49%，可以解决部分原料需求。

募集资金投向

产能不足影响公司的发展

公司生产线分为制剂为生脉注射液和清开灵注射液共用，10年产能1.86亿支。胶囊生产线有3条，10年产能为1.82亿粒。公司一直面临产能不足的发展瓶颈，09年时一度产能利用率在150%左右，10年扩产后，产能也是难以满足需求，产能利用率依旧保持110%以上。

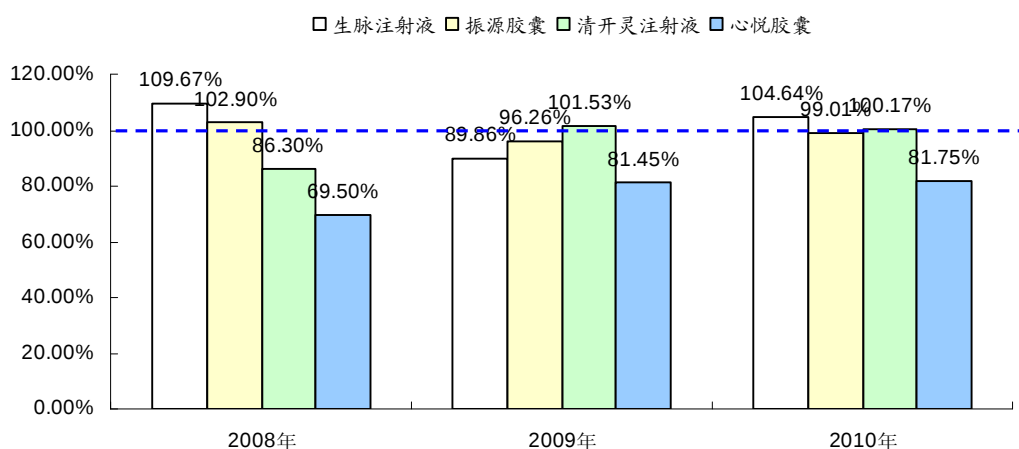
图表 17、公司产能利用率在 100%以上



资料来源：公司数据、国海证券研究所

公司产销两旺，生脉注射液和清开灵注射液的产销率超过 100%，振源胶囊产销率接近 100%。

图表 18、公司主要产能利用率在 100%上下



资料来源：公司数据、国海证券研究所

募集资金扩建车间

本次公司计划发行 2760 万股，主要用于 1) 年扩产 2 亿粒硬胶囊剂生产线建设项目，计划投资金额 1.41 亿元；2) 年扩产 1 亿支针剂生产线建设项目，计划投资金额 1 亿元；3) 扩建省级研发中心项目，计划投资金额 3505 万元。

硬胶囊扩产项目计划在公司现有厂区空地内新建一个硬胶囊剂车间和一个硬胶囊剂提取车间，项目建设周期为 1 年。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。同时，配套提取车间可形成中药材 250 吨/年的提取规模。

针剂扩产项目计划在公司现有厂区以北空地内新建一个针剂车间，项目建设周期为 1 年。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。

我们预计，建成后公司的胶囊剂产能提高至 3.82 亿粒/年，针剂产能提高至 2.86 亿支/年，比现有的产量有 87.25%和 39.51%的空间。

图表 19、公司新增产能满足未来增长需求分析

	现有产量	现有产能	建成后产能	增长空间	2年增长	3年增长	4年增长
胶囊	2.04	1.82	3.82	87.25%	36.84%	23.26%	16.98%
针剂	2.05	1.86	2.86	39.51%	18.12%	11.74%	8.68%

资料来源： 公司数据、国海证券研究所

11/12 年 EPS 为 0.86/1.34 元，合理估值区间 40.2-46.9 元

11-13 年收入复合增长 25.85%

考虑到募投项目的建设周期为 1 年，在制剂产能方面公司短期内优先考虑清开灵，因而生脉注射液增速相对略低。振源胶囊增速由 20% 提升至 30%，心悦胶囊在公司的重点推广下，2013 年有望实现单品过亿。由此得到公司 11-13 的营业收入分别为 6.5 亿、8.01 亿和 10.29 亿，毛利率受药品降价、人参等原材料涨价的影响略有下滑。

图表 20、公司收入及毛利率预测

人民币百万	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	226	268	312	415	516	650	801	1,029
生脉注射液			129	170	181	199	229	286
振源胶囊			108	131	153	184	230	299
清开灵注射液			21	48	112	146	190	247
心悦胶囊			2	2	4	49	74	110
其他			52	63	65	72	79	87
同比增长		18.32%	16.40%	33.08%	24.43%	25.88%	23.29%	28.44%
生脉注射液				31.66%	6.42%	10.00%	15.00%	25.00%
振源胶囊				21.65%	16.87%	20.00%	25.00%	30.00%
清开灵注射液				125.14%	134.84%	30.00%	30.00%	30.00%
心悦胶囊				43.93%	79.12%	1000.00%	50.00%	50.00%
其他				22.30%	2.89%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	71.34%	73.96%	76.31%	74.81%	75.79%	73.43%	73.21%	72.82%
生脉注射液			70.26%	72.38%	74.35%	70.00%	70.00%	70.00%
振源胶囊			87.52%	88.57%	88.83%	88.00%	88.00%	88.00%
清开灵注射液			57.72%	59.35%	64.64%	60.00%	58.00%	55.00%
心悦胶囊			84.97%	85.14%	85.87%	85.00%	85.00%	85.00%
其他			75.37%	64.09%	67.65%	65.00%	65.00%	65.00%
营业成本	65	70	74	105	125	173	215	280
生脉注射液			38	47	46	60	69	86
振源胶囊			13	15	17	22	28	36
清开灵注射液			9	19	40	58	80	111
心悦胶囊			0	0	1	7	11	17
其他			13	23	21	25	28	30
营业利润	161	198	238	310	391	477	587	749
生脉注射液	0	0	91	123	135	139	160	200
振源胶囊	0	0	94	116	136	162	202	263
清开灵注射液	0	0	12	28	73	88	110	136
心悦胶囊	0	0	1	2	4	42	63	94
其他	0	0	39	41	44	47	51	56

资料来源：公司数据、国海证券研究所

期间费用保持稳定

在公司坚持现有营销模式的预期下，销售费用率短期内难以得到显著改善，预计仍将在 45% 左右波动。

公司 11 年上市会产生一笔 IPO 费用，同时，扩大生产线也会带来一部分新增设备、人员的费用，以及固定资产增加带来的折旧费用上升，我们预期公司管理费用率在 11 年略有小幅增加，而后平稳下滑。

公司财务费用占比一直不高，随着募集资金的到位，预计公司归还银行贷款后还将有剩余部分超募资金，因此，公司借款支出有望降为零，同时账面银行存款还能带来一定的利息收入，但该项费用对公司整体业绩影响不大。

未来 3 年 EPS 由 0.86 元增加至 1.61 元

根据我们的盈利预测，公司 11-13 年的净利润分别为 0.95、1.48、1.78 亿元，按照 11 年 IPO 增发 2760 万股计算，对应完全摊薄后 EPS 为 0.86、1.34、1.61 元。

合理估值区间为 40.2-46.9 元

公司接近人参原料中心，具有显著的地利优势，积极开拓产业上下游，逐渐涉足非林地栽培人参领域，利用吉林省对人参产业的大力扶持，有望享受人参及人参相关药品行业的大发展。鉴于此，我们认为公司可以享有一定的估值溢价。

由于 2011 年业绩可能会受上市费用等因素的干扰，给予 2012 年 30-35 倍市盈率预计，公司的合理估值在 40.2-46.9 元。

若发行价在 45 元，则对应公司 11/12 年 PE52.13/33.64 倍，11 年 PE 略有偏高，12 年的估值水平则更能体现公司正常的经营状况，对此，我们给予公司“增持”的投资评级。

风险提示

公司自有的非林地栽培人参尚处于生长期，预计要到 2013 年才能实现首批人参收获。若在收获期来临之前，人参价格持续超预期上涨，公司将面临主要原材料成本上涨带来的压力，振源胶囊、生脉注射液等一系列以人参为原料的产品出现毛利率下滑的风险。

公司营销采取的是专业化学术推广模式，较之普通代理模式销售成本偏高，若该模式出现推广效果欠佳的情况，将极大的影响公司销售，降低净利润水平。

清开灵注射液推广若面临市场竞争压力，导致销售费用的大幅增长或存货的增加，从而拉低公司业绩增长。

人参种植及提取技术被其他厂家模仿乃至超越，从而使公司产品面临激烈的市场竞争。

图表 21、公司盈利预测

益盛药业盈利预测表

证券代码:	002566.sz		预计价格:	45.00	投资评级:	增持	日期:	2011-3-3	
资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	46	1292	1344	1381	营业收入	516	650	801	1029
应收款项	161	203	250	321	营业成本	125	173	215	280
存货净额	99	142	177	230	营业税金及附加	6	8	10	13
其他流动资产	7	9	11	14	销售费用	235	296	365	469
流动资产合计	313	1646	1782	1947	管理费用	49	62	77	99
固定资产	162	161	159	158	财务费用	2	(1)	(39)	(40)
在建工程	23	23	23	23	其他收入	(0)	(0)	(0)	(0)
无形资产及其他	12	12	11	11	营业利润	98	112	173	209
长期股权投资	0	0	0	0	营业外净收支	5	0	0	0
资产总计	515	1847	1981	2144	利润总额	103	112	173	209
短期借款	40	42	44	46	所得税费用	15	17	26	31
应付款项	7	11	13	17	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
预收帐款	2	3	3	4	归属于母公司净利润	88	95	148	178
其他流动负债	89	89	89	89					
流动负债合计	139	145	150	156	现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款及应付债券	4	4	4	4	经营活动现金流	51	14	69	56
其他长期负债	13	13	13	13	净利润	88	95	147	178
长期负债合计	17	17	17	17	少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)
负债合计	156	162	167	173	折旧摊销	15	6	6	6
股本	83	110	110	110	公允价值变动	0	0	0	0
股东权益	359	1685	1814	1971	营运资金变动	(52)	(87)	(84)	(128)
负债和股东权益总计	515	1847	1981	2144	投资活动现金流	(57)	3	3	3
					资本支出	(59)	1	1	1
关键假设与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E	长期投资	0	0	0	0
EPS	1.06	0.86	1.34	1.61	其他	0	0	0	0
BVPS	4.34	15.27	16.44	17.86	筹资活动现金流	1252	1233	(16)	(20)
P/E	42.47	52.13	33.64	27.87	债务融资	20	2	2	1
P/B	10.38	2.95	2.74	2.52	权益融资	0	1242	0	0
P/S	7.21	7.64	6.20	4.82	其它	1243	0	0	0
ROE	24%	6%	8%	9%	现金净增加额	1246	1249	56	39
ROA	17%	5%	7%	8%					
毛利率	76%	73%	73%	73%	公司基本情况				
销售净利率	17%	15%	18%	17%	大股东名称	张益胜			
收入增长率	24%	26%	23%	28%	大股东持股比例	52%			
利润增长率	43%	9%	55%	21%	注册地	吉林省集安市文化东路17-20号			
资产负债率	30%	9%	8%	8%	办公地	吉林省集安市文化东路17-20号			

资料来源: Wind、公司数据、国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中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。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。本报告版权归国海证券所有。