

贯通人参全产业链，主攻心脑血管疾病

--益盛药业新股报告

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO.,LTD.

益盛药业 002566

2011-3-4

投资要点

1. 随着生活压力的加大和老龄化进展，心脑血管的发病率迅速上升。中药相对于化学药物，更符合心脑血管疾病需要长期用药的特点。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%。

2. 公司主要产品生脉注射液、振源胶囊、心悦胶囊都是治疗心脑血管疾病的中成药，发展空间巨大。清开灵注射液为清热解毒中药，近年营业收入增长迅速。振源胶囊、生脉注射液、清开灵注射液，为公司主营业务收入的主要来源。

3. 振源胶囊为公司独家产品，可同时治疗冠心病与糖尿病。2010年营业收入为1.5亿，毛利率为88.83%。心悦胶囊为本公司独家产品，可以改善冠心病病人的微循环，心悦胶囊在2009年底进入国家医保目录，是公司未来重点发展品种。

4. 公司引进韩国先进栽参技术，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，为公司发展提供资源保障。

5. 本次发行股票募集资金将用于硬胶囊剂、针剂扩建项目以及扩建省级研发中心，以满足公司快速发展的需求。

6. 预计2011年、2012年营业收入为64325万元、81174万元，归属于母公司股东的净利润为11579万元、14855万元，每股收益为1.05元、1.35元，目标价格为36.75—42.00元，对应2011年市盈率为35—40倍。

风险提示：

心悦胶囊市场开拓缓慢，产品价格受发改委调控。

主要财务数据：

单位：百万元	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	414.75	516.10	643.25	811.74
增长率(%)	33.00	24.40	24.64	26.20
归属母公司股东净利润	61.13	87.64	115.79	148.55
增长率(%)	47.76	43.37	32.12	28.29
每股收益(EPS)	0.55	0.79	1.05	1.35

注：按发行后股本计算

目标价格：36.75—42.00 元

发行上市资料

发行股数（万股）	2760
发行前总股本（万股）	8271.72
发行后总股本（万股）	11031.72
发行日期	2011/03/09
上市日期	2011/-/-
主承销商	民生证券

行业研究员：张欣

联系人：林兴秋

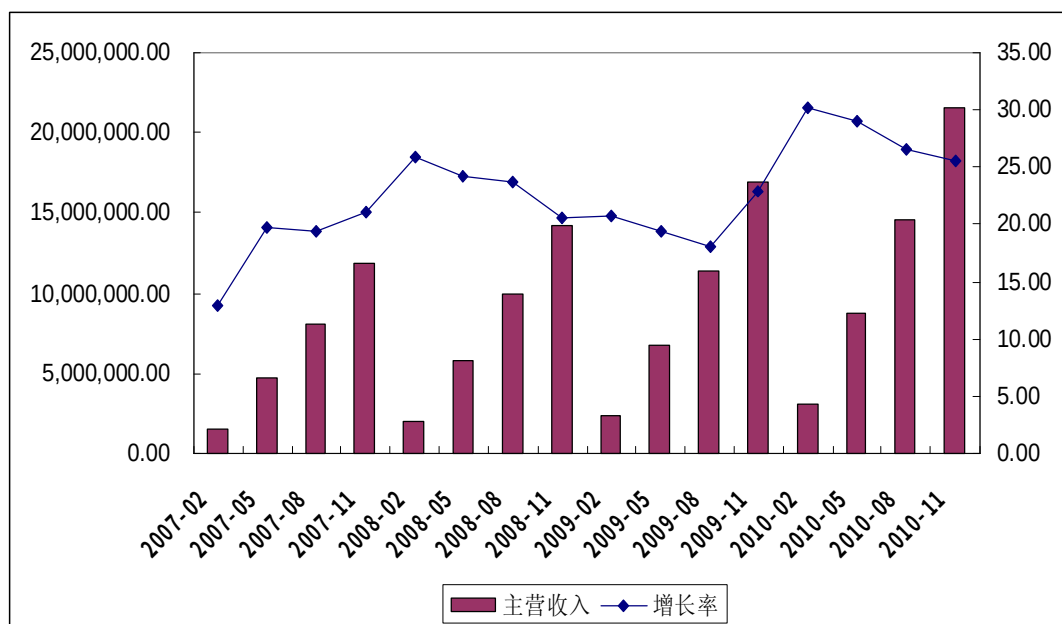
证书编号	S0820208030013
电话	021-32229888-3510
E-mail	linxingqiu@ajzq.com

相关报告

一、中成药行业稳定成长

公司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。1998~2010年，我国医药工业总产值年均增长20%左右，远高于GDP增长速度。中成药行业整体发展水平良好，营业收入稳定增长。2010年1-11月中成药制造主营收入为2153.60亿元，同比增25.47%。

图1：中成药行业营业收入及增长率（单位：万元，%）



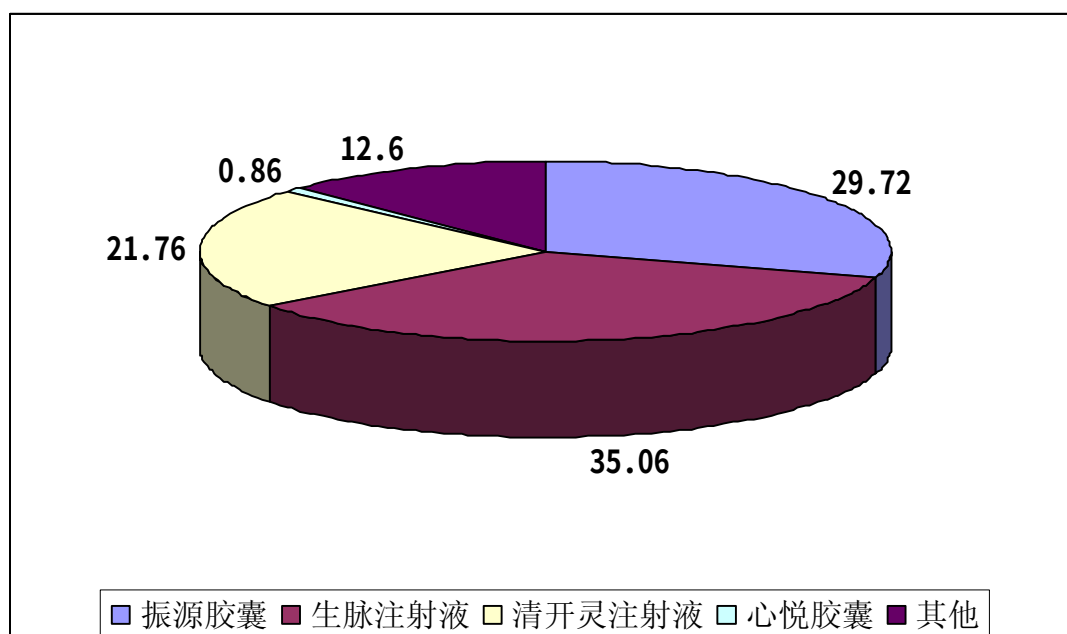
数据来源：wind，爱建证券

二、公司产品构成及营业收入情况

公司依托长白山当地特产的人参、西洋参、五味子等道地药材，开发出了以人参、西洋参提取物为主要原材料的系列产品。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。振源胶囊、生脉注射液、清开灵注射液，为公司主营业务收入的主要来源，占2010年营业收入分别为29.72%、35.06%、21.76%，心悅胶囊2010年营业收入不高，占比为0.86%，作为公司未来重点发展的药物，未来营业收入有望爆发式增长。

请务必阅读正文之后的重要声明

图2：公司主要产品在2010年的收入占比（%）

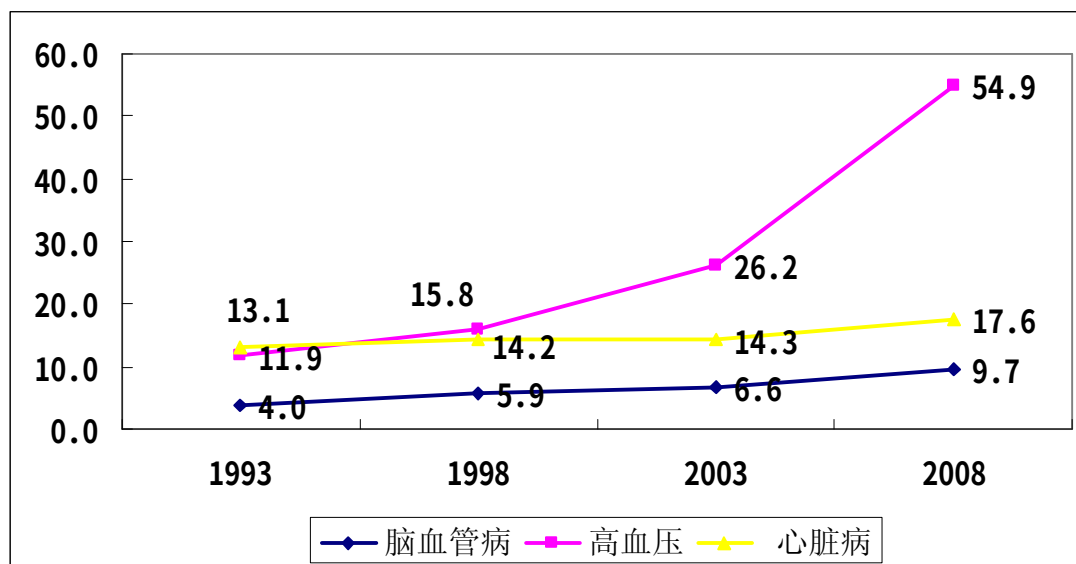


数据来源：招股说明书，爱建证券

1. 主攻心脑血管疾病，中成药优势明显

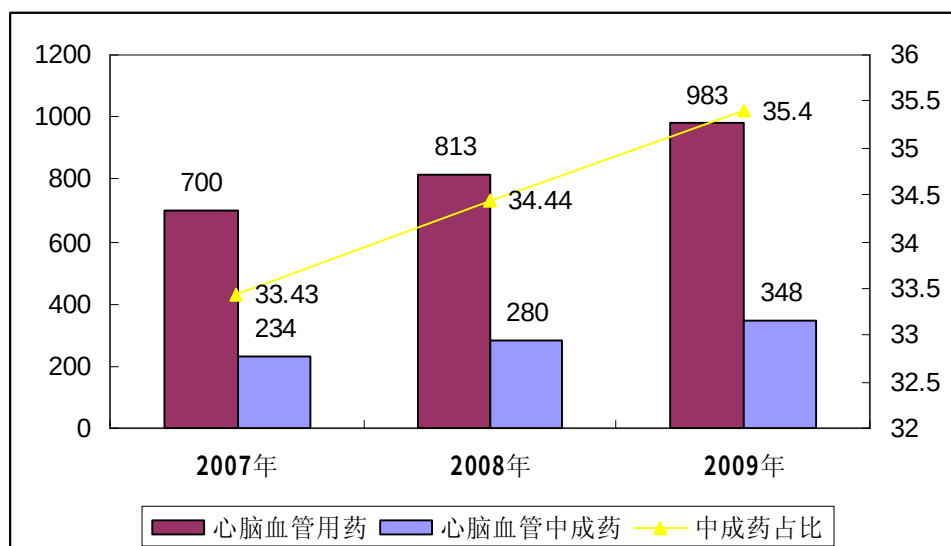
随着生活压力的加大和老龄化进展，心脑血管的发病率迅速上升。我国2007年市场规模达到700亿元，2008年达到813亿元，2009年达到983亿元，年复合增长率达到18.55%。心脑血管疾病是个需要长期预防和治疗的过程。中药相对于化学药物，更擅长治疗慢性疾病，具有毒副作用低，适合长期服用的特色，正好符合心脑血管疾病需要长期用药的特点。2007~2009年，我国心脑血管中成药市场规模分别为234亿元、280亿元、348亿元，其年均复合增长率为21.94%，中成药在心脑血管用药市场的占比也逐年提高。公司主要产品生脉注射液、振源胶囊、心悦胶囊都是治疗心脑血管疾病的中成药，发展空间巨大。

图3：心脑血管疾病发病率（单位：%）



数据来源：卫生部，爱建证券

图4：心脑血管用药、中成药规模及占比（单位：亿元，%）

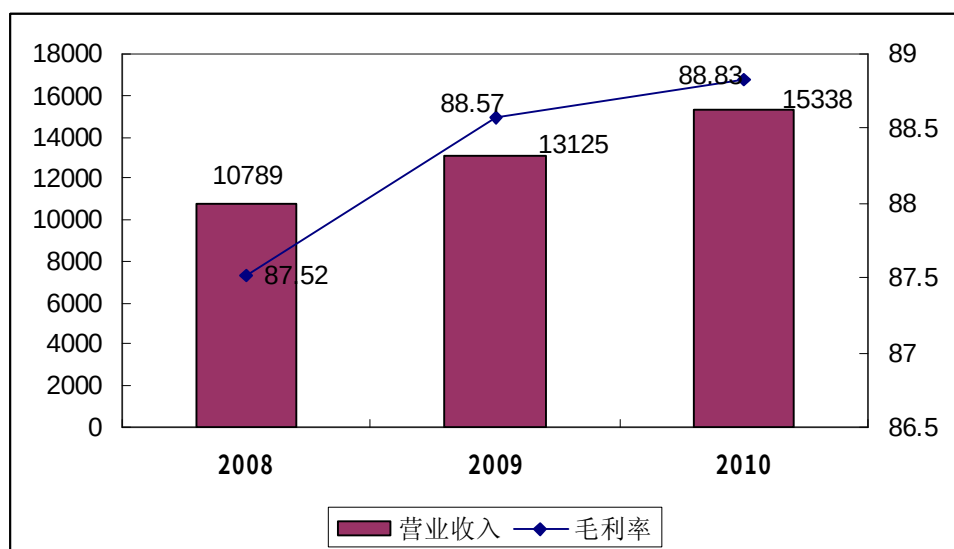


数据来源：南方经济研究所，公司招股说明书，爱建证券

振源胶囊是以人参的果实为原料，提取出人参果总皂苷精制而成的胶囊剂，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。2008年、2009年和2010年，振源胶囊实现的销售收入分别为10,789.26万元、13,125.16万元和15,338.74万元，占同期主营业务收入的34.61%、31.65%和29.72%。振源胶囊为本公司独家产品，目前尚无厂家生产同类产品，随着冠心病与糖尿病发病人数的快速上升，振源胶囊的营业收入快速增长可期。

请务必阅读正文之后的重要声明

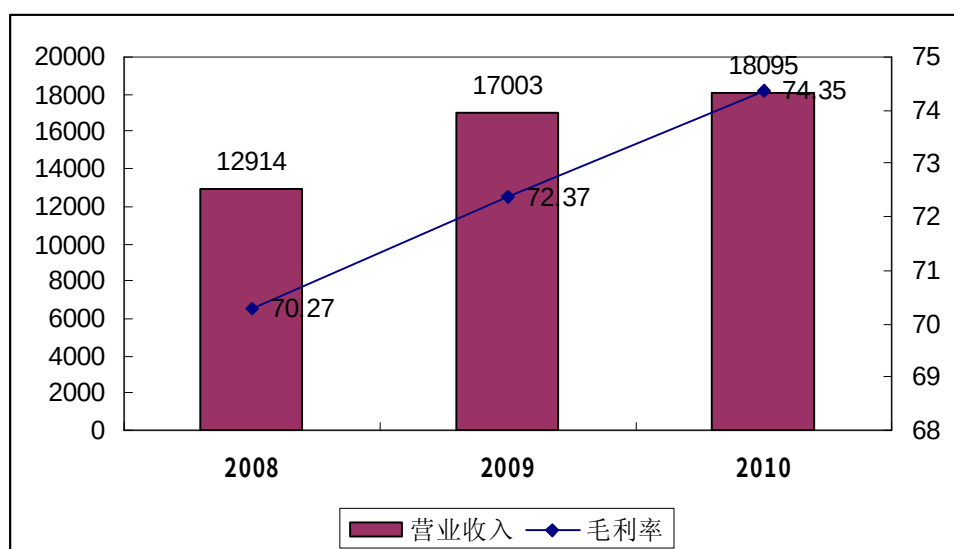
图5：振源胶囊的营业收入和毛利率（单位：万元，%）



数据来源：公司招股说明书，爱建证券

生脉注射液是采用现代科学技术从红参、麦冬和五味子中提取出有效成分而制成的中药注射剂，现代药理试验及临床研究证明，生脉注射液有强心、抗休克、抗心律失常、增强心肌收缩力、提高心输出量等功效，为国家基本药物目录产品，随着国家基本药物的推广，生脉注射液未来成长空间较大。

图6：生脉注射液的营业收入和毛利率（单位：万元，%）



数据来源：公司招股说明书，爱建证券

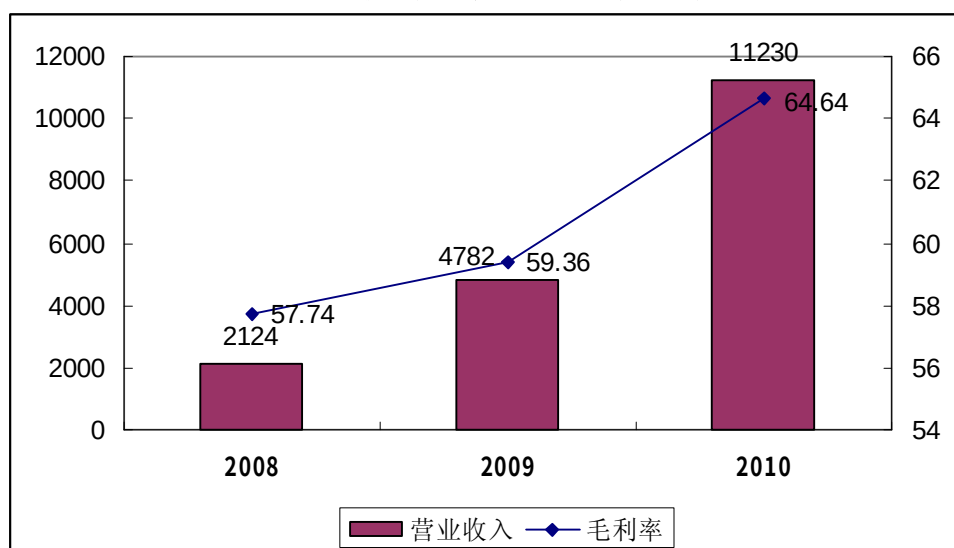
请务必阅读正文之后的重要声明

心悦胶囊是以西洋参茎叶为原料，提取出西洋参茎叶总皂甙精制而成的国家中药5类新药，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。可以改善冠心病病人的微循环，心悦胶囊为本公司独家产品，2001年6月其主要成分含有西洋参茎叶总皂甙的药物组合物获得国家发明专利，其专利期限为20年，到期日为2018年12月25日。心悦胶囊在2009年底进入国家医保目录，其疗效经过有关专家的论证，对治疗冠心病心绞痛疗效确切已成为公司未来发展的重要产品之一，预计其未来1-2年内的销量将会有突破性的增长。

2. 清热解毒中药清开灵营业收入快速增长

清开灵注射液是在安宫牛黄丸基础上衍化而来具有清热解毒、化痰通络，醒神开窍之功能。用于热病、神昏、中风偏瘫、神志不清及急性肝炎、呼吸道感染、高烧及脑血栓形成，脑出血等病的治疗。清开灵注射液营业收入迅速增长，2008年、2009年和2010年，本公司清开灵注射液销售收入分别为2,123.67万元、4,782.32万元和11,229.93万元，在营业收入保持快速增长的同时，毛利率稳步提升。

图7：清开灵注射液的营业收入和毛利率（单位：万元，%）



数据来源：公司招股说明书，爱建证券

三、引进韩国先进栽参技术提供资源保障，新药研发前景广阔

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，未来将根据公司生产情况以及人参市场供应情况，逐步扩大种植面积，形成合理的轮栽轮采循环规模，以最大限度的满足公司生产所需。公司高管专门考察了韩国栽参基地，引进韩国先进栽参技术，极具竞争优势。人参种植基地的建立不但能够在一定程度上保证未来的人参供应，还可减少公司原材料价格波动的风险，为公司未来发展提供有力保障。

公司致力于中成药的研究与开发，不断提高自身的科研水平和自主创新能力。公司开发出了以人参、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

请务必阅读正文之后的重要声明

公司研究

3项正在申请的国家发明专利。目前正在研制开发的国家中药5类新药—西洋参二醇皂苷注射液（国家863计划）已完成三期临床实验，目前正在按照国家药监局《中药、天然药物注射剂基本技术要求》有关规定进行补充整理完善相关研究资料，公司将在该项工作完成后向国家药监局申请新药生产批准文号。

四、募集资金投向

本次发行股票募集资金将用于硬胶囊剂、针剂扩建项目以及扩建省级研发中心，以满足公司快速发展的需求，并解决公司产能高负荷运转的难题。

表 2：募集资金投向项目（单位：万元）

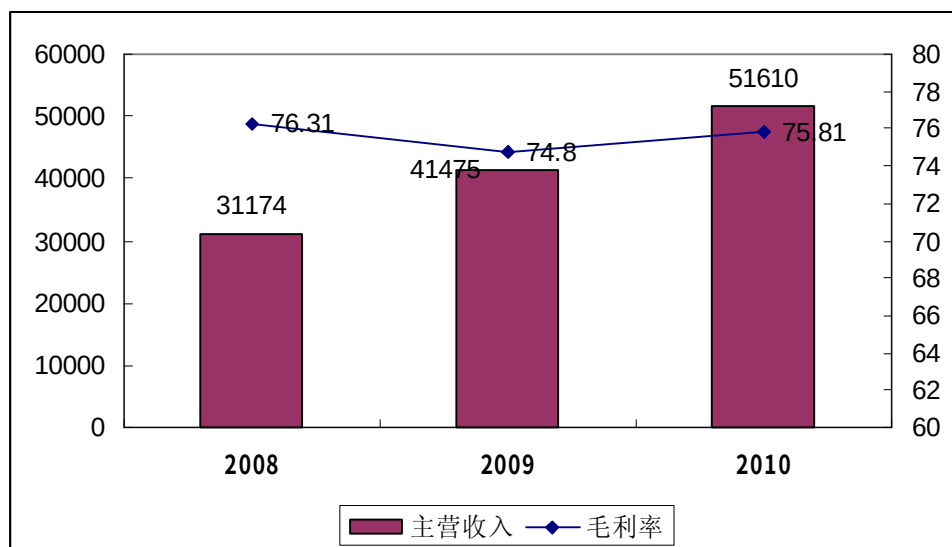
项目名称	投资额	建设期
年扩产2 亿粒硬胶囊剂生产线建设项目	14,113.21	1年
年扩产1 亿支针剂生产线建设项目	10,014.27	1年
扩建省级研发中心项目	3,505.26	1年

数据来源：公司招股说明书，爱建证券

五、公司经营稳健，收入稳步增长

公司主营业务收入增长态势良好，2009 年度主营业务收入比2008年度增加33.04%，而2010 年度较2009 年度增加24.43%，上述增长主要是近年来公司主导产品销售规模迅速扩大以及产品价格略有提高所致。在主营收入增长的同时，公司克服了原材料价格上涨的不利影响，保存毛利率处于较高水平，2008—2009年毛利率分别为76.31%、74.80%、75.81%。公司主导产品皆处于快速成长期，近年来销售规模保持了稳定且快速的增长势头，导致公司的销售费用率高于行业平均水平，2010年销售费用率为48.84%。

图8：公司营业收入及毛利率（单位：万元，%）



数据来源：公司招股说明书，爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

六、公司盈利预测

预计公司**2011**年、**2012**年营业收入为**64325**万元、**81174**万元，归属于母公司股东的净利润为**11579**万元、**14855**万元，每股收益为**1.05**元、**1.35**元，目标价格为**36.75—42.00**元，对应**2011**年市盈率为**35—40**倍。

表3：公司主导产品的销售收入预测（销售收入：万元，增长率：%）

		2009	2010	2011E	2012E
振源胶囊	销售收入	13125	15339	18407	23561
	增长率	21.7	16.9	20.0	28.0
生脉注射液	销售收入	17003	18095	19905	22890
	增长率	31.7	6.4	10.0	15.0
清开灵注射液	销售收入	4782	11230	16284	21169
	增长率	125.2	134.8	45.0	30.0
心悦胶囊	销售收入	249	446	2007	3813
	增长率	44.4	79.0	350.0	90.0

数据来源：公司招股说明书，爱建证券

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,在此申明,本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果,引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源,力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与,未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内,个股相对大盘涨幅**15%**以上

推 荐 : 预期未来6个月内,个股相对大盘涨幅**5%~15%**

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

I 行业评级

强于大势: 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

弱于大势: 预期未来6个月内,行业指数相对大盘跌幅**5%**以上

请务必阅读正文之后的重要声明

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的产生基于爱建证券有限责任公司（以下简称“爱建证券”）及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任，爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或征价，爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属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，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“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。