

益盛药业 (002566)

合理估值 32-37

专注人参开发 聚焦心脑血管

市场数据

报告日期	2011-3-9
收盘价(元)	
发行前股本(百万股)	82.72
拟发行股本(百万股)	27.60
总市值(百万元)	
流通市值(百万元)	
净资产(百万元)	358.72
总资产(百万元)	515.06
每股净资产	4.34

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	516	617	766	930
同比增长(%)	24.4%	19.5%	24.2%	21.4%
净利润(百万元)	88	102	136	165
同比增长(%)	43.4%	16.3%	33.1%	21.7%
毛利率(%)	75.8%	75.7%	75.8%	76.0%
净利率(%)	17.0%	16.5%	17.7%	17.8%
净资产收益率(%)	24.4%	6.8%	8.3%	9.1%
每股收益(元)	0.79	0.92	1.23	1.50
每股经营现金流(元)	0.46	0.48	1.03	1.23

相关报告

投资要点

- 益盛药业主要从事以人参为主要原材料的中成药的生产和销售，旗下主要产品集中在心脑血管及清热解毒用药领域。公司 2010 年实现销售收入 5.16 亿，净利润 8800 万。
- **公司看点。**1) 管理层控股的民营企业；2) 已经培育了振源胶囊、生脉注射液、清开灵注射液三个过亿的产品；3) 独家品种心悦胶囊在 19 个省份招标中中标，未来有望成为公司新的增长点；4) 公司于 2007 年投资“非林地栽参基地”项目，有望在 2013 年为公司提供参源。
- **公司募集资金项目。**公司此次募集资金项目主要用于扩建公司 2 亿粒硬胶囊、1 亿支针剂产能及省级研发中心。目前公司硬胶囊及针剂产能利用率已经超过 100%，公司产能扩建有助于为公司未来的发展奠定基础。
- **盈利预测。**我们预测公司 2011-2013 年的 EPS 为 0.92、1.23 和 1.50 元。我们参照 A 股市场上，从事心脑血管中成药及清热解毒中成药企业的估值水平，认为给予公司 2011 年 35-40 倍的 PE 比较合适，估值在 32-37 元。目前公司发行价 39.9 元，已经合理。
- **风险因素。**1) 公司主要产品进入医保目录及基药目录，未来可能面临降价的风险。2) 预计公司在 2013 年能为自己提供参源，之前可能还会面临主要原材料价格上涨带来的负面影响。

分析师 王晔

021-38565926

wangx@xyzq.com.cn

SAC:S0190200010075

联系人：邓晓倩

021-38565597

dengxq@xyzq.com.cn

目 录

投资概要	- 3 -
1、公司基本情况	- 4 -
2、行业分析	- 4 -
2.1 心脑血管用药市场：大、快、散	- 4 -
2.2 清热解毒用药市场：小、稳、集	- 5 -
3、公司分析	- 6 -
3.1 盈收产品集中	- 6 -
3.2 心悦胶囊有望成为新的增长点	- 7 -
3.3 布局原材料人参的种植	- 7 -
4、募集资金项目分析	- 8 -
5、盈利预测与估值	- 8 -
 图 1、益盛药业股权结构图（发行后）	- 4 -
图 2、2007-2009 年我国心脑血管用药市场概况	- 5 -
图 3、2007-2009 年我国心脑血管用药市场集中度分析	- 5 -
图 4、2006-2009 年我国清热解毒用药市场规模及增速	- 6 -
图 5、2008-2010 年益盛药业销售收入及净利润增长情况	- 6 -
图 6、2010 年益盛主要产品销售收入占比	- 7 -
 表 1、益盛药业募集资金项目	- 8 -
表 2、公司盈利预测假设	- 8 -
表 3、公司盈利预测结果	- 9 -
表 4、同类公司估值比较	- 9 -
附表	- 10 -

投资概要

益盛药业主要从事以人参为主要原材料的中成药的生产和销售，旗下主要产品集中在心脑血管及清热解毒用药领域。公司 2010 年实现销售收入 5.16 亿，净利润 8800 万。

1、估值及投资建议

我们预测公司 2011-2013 年的 EPS 为 0.92、1.23 和 1.50 元。我们参照 A 股市场上，从事心脑血管中成药及清热解毒中成药企业的估值水平，给予公司 2011 年 35-40 倍的 PE，合理估值在 32-37 元。目前发行价 39.9 元已经合理。

2、关键假设

见盈利预测关键假设。

3、股价表现催化剂

心悦胶囊增长超预期。

4、风险提示

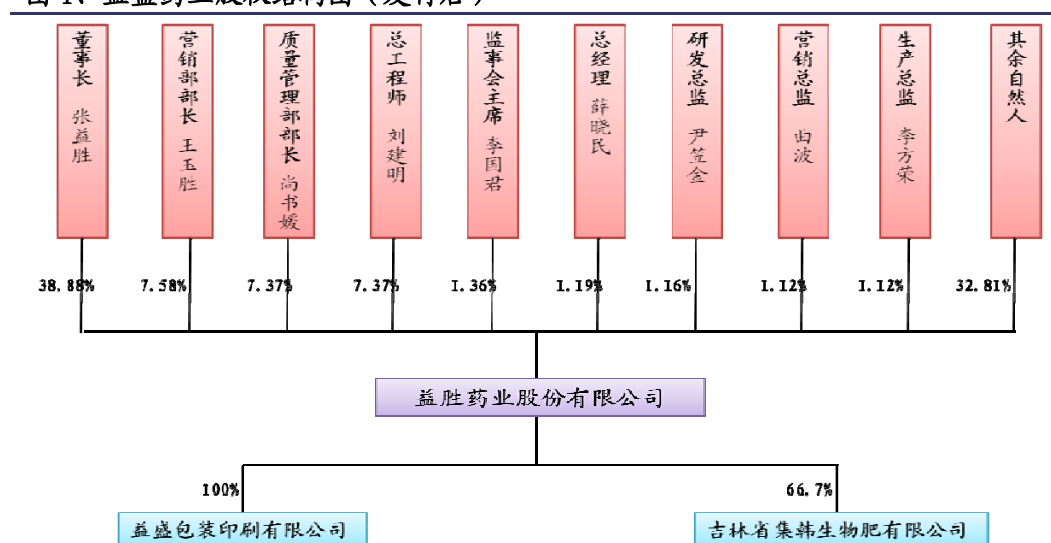
- 1) 公司主要产品——生脉注射液、振源胶囊、清开灵注射液及心悦胶囊均进入医保，其中生脉注射液、清开灵注射液同时进入基药目录，其可能面临降价的风险；
- 2) 预计 2013 年公司才能为自己提供参源，公司未来可能面临主要原材料——人参价格上涨的负面影响。

1、公司基本情况

“吉林省集安益盛药业股份有限公司”（以下简称“益盛药业”或“公司”）由1997年成立的“集安制药有限公司”于2000年整体变更设立股份有限公司而来。公司主要从事以人参提取物为主要原材料的中成药的生产和销售，主要产品包括心脑血管用药——生脉注射液、振源胶囊、心悦胶囊；清热解毒用药——清开灵注射液。

公司是管理层控股的民营企业，董事长张益胜拥有公司此次发行后 38.88%的股权，公司管理层合计拥有公司发行后 67.18%的股权。

图 1、益盛药业股权结构图（发行后）



数据来源：招股说明书 兴业证券研究所整理

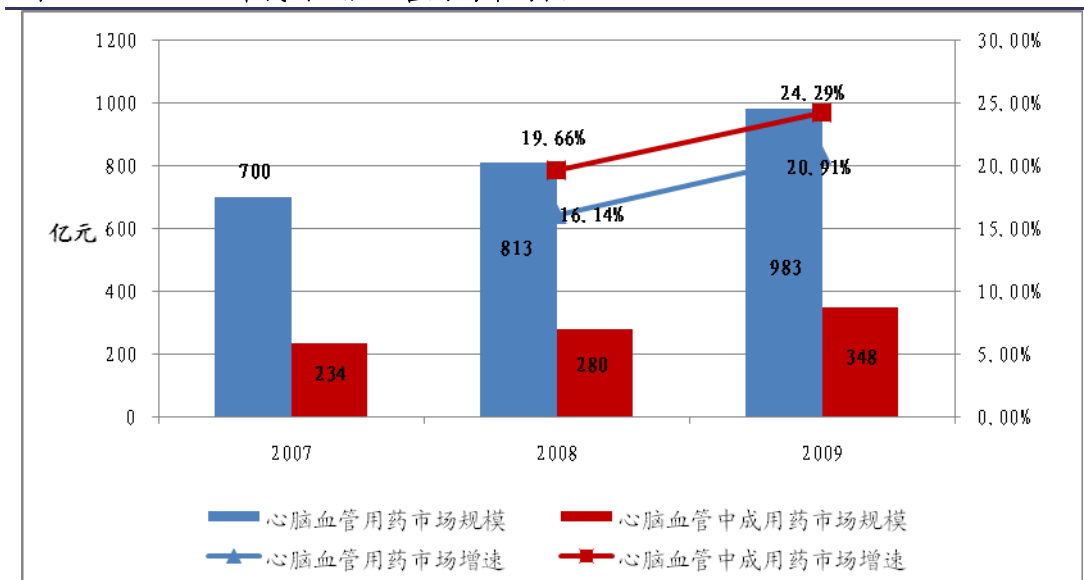
2、行业分析

2.1 心脑血管用药市场：大、快、散

规模大、增速快、集中度低。1) 近年来，我国心脑血管疾病用药在中国药品市场上排名第二，仅次于抗感染用药。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%（图 2）。2) 目前，国内心脑血管疾病用药品牌众多，市场集中度较低。2009 年前四位品牌总市场份额还不到 20%，仅为 17.14%，前八位品牌总市场份额仅为 27.10%（图 3）。

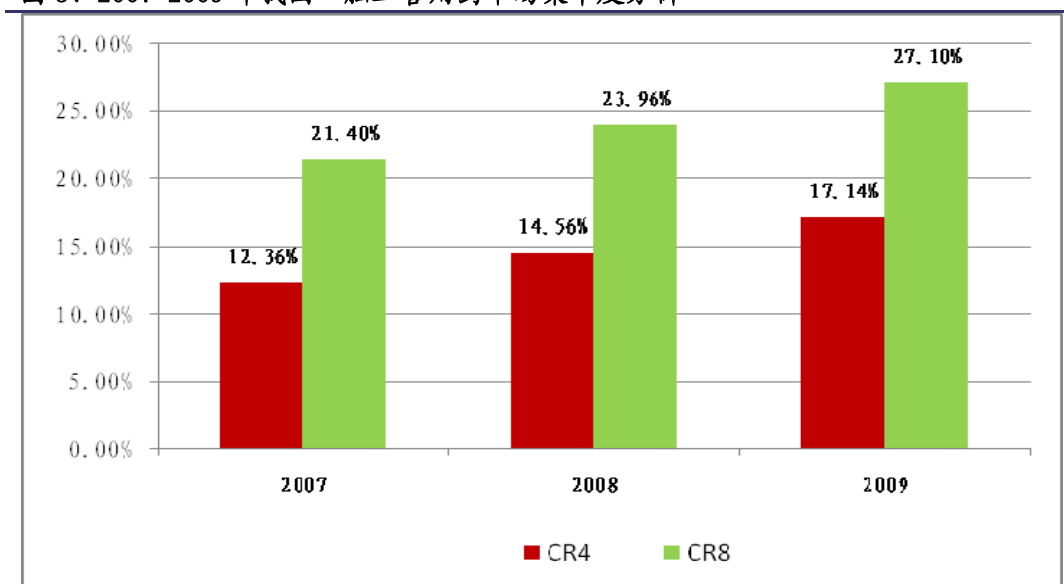
中成药增速超越行业。在我国的心脑血管疾病用药市场上，中成药占比约 35%，且心脑血管中成药 2007-2009 年的年复合增长率为 21.95%，高于整个心脑血管用药市场 18.55%的增速（图 2）。

图 2、2007-2009 年我国心脑血管用药市场概况



数据来源：招股说明书 兴业证券研究所整理

图 3、2007-2009 年我国心脑血管用药市场集中度分析



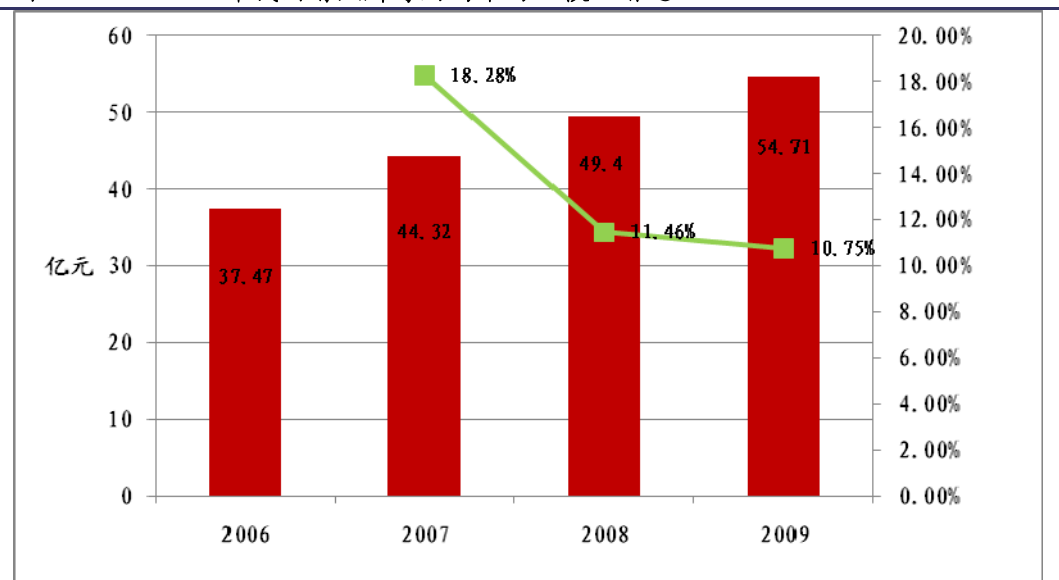
数据来源：医药经济报 兴业证券研究所整理

2.2 清热解毒用药市场：小、稳、集

相比较于心脑血管市场，我国的清热解毒用药市场呈现出小而稳的特点。2006-2009 年，我国清热解毒类用药市场规模分别为 37.47 亿元、44.32 亿元、49.40 亿元和 54.71 亿元，增长率逐年下降，趋于平稳，2009 年市场规模同比增长 10.75%（图 4）。

与心脑血管用药市场不同，我国清热解毒用药市场集中度相对较高，前 16 家企业占据超过 70% 的市场份额；其细分领域——清开灵注射液市场，中国神威药业占据 53.70% 的市场份额。

图 4、2006-2009 年我国清热解毒用药市场规模及增速



数据来源：招股说明书 兴业证券研究所整理

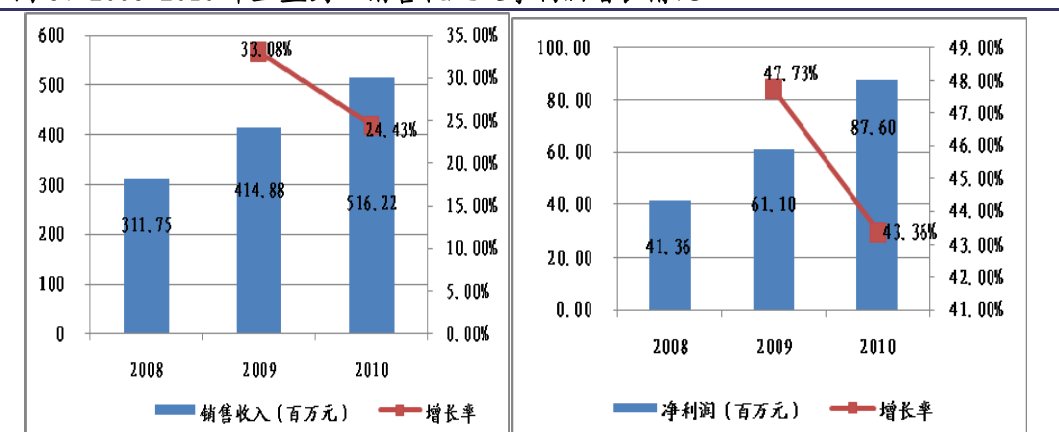
3、公司分析

3.1 盈收产品集中

益盛药业主要从事以人参提取物为主要原材料的中成药的生产和销售，产品治疗领域主要集中在心脑血管用药及清热解毒用药领域，其中心脑血管用药的主打品种包括生脉注射液、振源胶囊及心悦胶囊，清热解毒用药的主打品种包括清开灵注射液。公司产品目前销往县以上医院及基层医疗机构的比例大致为 1:1。

公司 2008-2010 年实现销售收入分别为 31,175 万元、41,488 万元和 51,622 万元；实现净利润分别为 4,136 万元、6,110 万元和 4,336 万元（图 5）。

图 5、2008-2010 年益盛药业销售收入及净利润增长情况



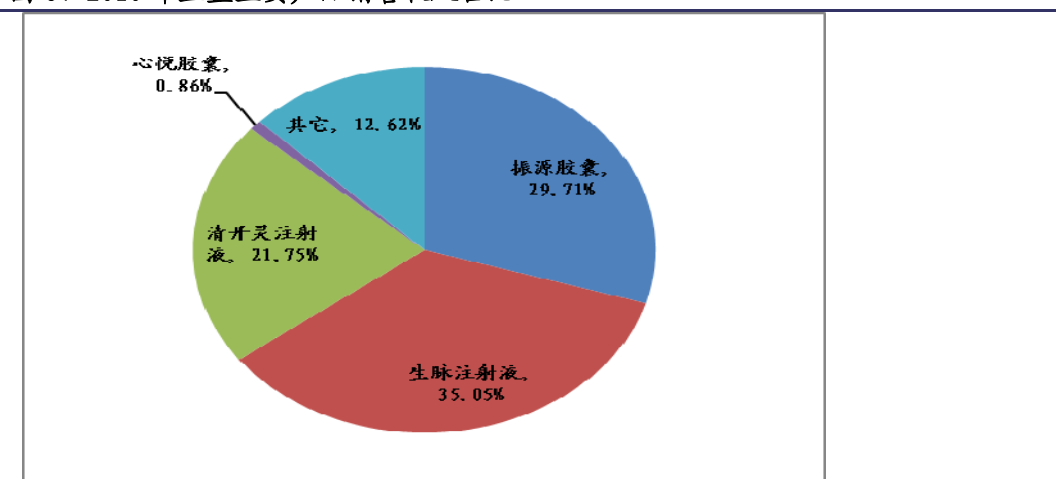
数据来源：招股说明书 兴业证券研究所整理

目前公司销售过亿的产品包括心脑血管用药生脉注射液及振源胶囊、清热解毒用药清开灵注射液，2010 年三者销售收入分别达到 1.81 亿、1.53 亿和 1.12 亿，总计为公司贡献了 86.62% 的销售收入和 87.76% 的毛利。

在市场集中度较低的心脑血管用药市场，公司生脉注射液及振源胶囊合计拥有该市场 0.34% 的份额；拥有心脑血管中成药约 1% 的市场份额。

在市场集中度相对较高的清热解毒市场，公司清开林注射液拥有清热解毒用药市场约 2% 的市场份额；拥有清开林注射液这一细分市场约 17% 的市场份额。

图 6、2010 年益盛主要产品销售收入占比



数据来源：招股说明书 兴业证券研究所整理

3.2 心悦胶囊有望成为新的增长点

心悦胶囊是公司的独家产品，公司拥有其主要成分的国家发明专利。该产品于 2003 年获得药品生产批准文号，2004 年进入新疆、云南医保目录，在 2009 年进入国家医保目录。截止目前，心悦胶囊在全国 19 个省的医保药品招标中中标，同时公司将其定位未来重点培育和发展的品种，未来有望获得巨大的增长，成为新的增长点。

3.3 布局原材料人参的种植

人参是公司主打产品生脉注射液、振源胶囊及心悦胶囊的主要原材料。公司已经于 2007 年开始按照 GAP 认证标准，投资建设“非林地栽参基地”项目，自身从上游解决原材料的问题。

人参的生长对土壤条件要求十分严格，采收后的老参地 15 年内不能重栽人参，这样的种植方式，大大降低了土地的使用效率。公司推广的“非林地栽参基地”通过改良土壤，使用配套生产的有机肥和微生物肥以及独到的栽培技术，一方面，使成品人参的质量等级和有效成分含量高于林地栽参；另一方面也能在人参收成后，参地只用进行 3 年的保养就可进行重栽参。

目前公司人参种植面积已达 801 亩，预计 2013 年可以收成。公司未来将逐步扩大种植面积，形成合理的轮栽轮采循环规模，满足公司生产所需。这样的模式，既

可以保证人参与采购质量以及产品质量的稳定性，也减少了人参与价格波动对公司经营业绩的影响，进一步增强了公司的原材料资源优势。

4、募集资金项目分析

公司此次上市，拟发行 2,760 万股，发行后公司总股本为 11,031.72 万股。募集资金主要用于扩建公司硬胶囊、针剂产能及省级研发中心。

表 1、益盛药业募集资金项目

序号	项目名称	投资额 (万元)	建设周期 (月)	目前产能 (万粒/万支)	新增产能
1	年扩产 2 亿粒硬胶囊 剂生产线建设项目	14,113	12	18,240	20,000
2	年扩产 1 亿支针剂生 产线建设项目	10,014	12	18,588	10,000
3	扩建省级研发中心项目	3,505	12	-	-
合计		27,632	-	-	-

资料来源：招股说明书 兴业证券研究所整理

硬胶囊产能增加。公司目前硬胶囊产能已经遇到瓶颈，2010 年硬胶囊的产能利用率超过 100%，达到 111.86%。扩产硬胶囊产能后，振源胶囊产能将增加 1.2 亿粒/年（目前为 1.56 亿粒/年）、心悅胶囊产能将增加 0.5 亿粒/年（目前为 0.04 亿粒/年）、桂附地黄胶囊产能将增加 0.3 亿粒/年（目前为 0.24 亿粒/年）。

针剂产能增加。同样，公司目前针剂产能也遇到了瓶颈，2010 年针剂的产能利用率超过 100%，达到 110.04%。公司此次扩张针剂产能后，将使产能从 1.86 亿增加到 2.86 亿，解决公司的产能问题。

5、盈利预测与估值

盈利预测假设：

- 预计公司新增硬胶囊及针剂产能从 2012 年开始部分达产，主要产品振源胶囊、生脉注射液及清开灵注射液 2012 年增速有所加快。
- 心脑血管用药中，鉴于振源胶囊是公司独家品种，生脉注射液目前有多家企业生产，我们预计前者增速超过后者。
- 考虑目前清热解毒细分市场——清开灵注射液半壁江山由中国神威药业占据，公司清开灵注射液增速与该细分行业平均 17% 的增速接近。
- 考虑 2010 年底公司心悅胶囊在 19 个省份招标中中标，未来 1-2 年销量有望快速增长。
- 公司营业费用率、管理费用率及税率与近三年差不多持平。

表 2、公司盈利预测假设

		2010	2011E	2012E	2013E
振源胶囊	收入（百万元）	153.39	184.07	230.09	287.61
	同比增长 %	16.87%	20.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	88.83%	88.00%	89.00%	89.00%

	收入(百万元)	180.95	208.09	243.47	284.86
生脉注射液	同比增长%	6.42%	15.00%	17.00%	17.00%
	毛利率	74.35%	74.50%	74.00%	74.00%
	收入(百万元)	112.30	129.15	151.10	176.79
清开灵注射液	同比增长%	134.84%	15.00%	17.00%	17.00%
	毛利率	64.64%	65.00%	64.00%	64.00%
心悅胶囊	收入(百万元)	4.46	26.76	66.90	100.35
	同比增长%	79.12%	500.00%	150.00%	50.00%
桂附地黄胶囊	收入(百万元)	9.77	10.75	11.82	13.00
	同比增长%	-2.50%	10.00%	10.00%	10.00%
其它	收入(百万元)	55.22	57.98	62.62	67.63
	同比增长%	3.93%	5.00%	8.00%	8.00%
营业费用/主营业务收入%		45.61%	45.00%	45.00%	45.00%
管理费用/主营业务收入%		9.58%	10.50%	9.50%	9.50%
财务费用/主营业务收入%		0.30%	-0.06%	-0.35%	-0.30%
实际税率%		14.79%	14.79%	14.79%	14.79%

资料来源：兴业证券研究所整理

根据以上假设，我们得出盈利预测的结果，公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.92、1.23 和 1.50 元。

表 3、公司盈利预测结果

项目	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	516	617	766	930
增长率%	24.4%	19.5%	24.2%	21.4%
营业利润(百万元)	98	118	157	192
增长率%	46.4%	19.8%	33.7%	22.0%
净利润(百万元)	88	102	136	165
增长率%	43.4%	16.3%	33.1%	21.7%
最新摊薄每股收益(元)	0.79	0.92	1.23	1.50
每股净资产(元)	3.25	13.66	14.89	16.39
动态市盈率(倍)	50.23	43.17	32.43	26.65
市净率(倍)	12.27	2.92	2.68	2.43

数据来源：兴业证券研究所整理

我们选取 A 股市场上从事心脑血管中成药生产的几个企业(天士力、紫鑫药业、康恩贝、益佰制药)及清热解毒中成药龙头上海凯宝的估值水平进行比价，认为给公司 2011 年业绩 35-40 倍 PE 的估值比较合理，估值范围在 32-37 元，目前 39.9 元的发行价，已经合理。但公司股本小，市值不大，上市后可能受市场追捧。

表 4、同类公司估值比较

公司	总市值(亿元)	EPS(元)		PE	
		2010	2011	2010	2011
天士力	185	0.83	1.04	43.36	34.68
紫鑫药业	80	0.76	1.08	40.96	28.81
上海凯宝	75	0.79	1.23	53.91	34.50
康恩贝	70	0.52	0.67	38.16	29.59
益佰制药	70	0.54	0.72	36.68	27.39
益盛药业	44	0.79	0.92	50.51	43.36

数据来源：WIND，兴业证券研究所，截止至 2011 年 3 月 4 日。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	313	1092	1126	1281
货币资金	46	760	727	796
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	88	117	138	167
其他应收款	18	24	28	35
存货	99	108	140	165
非流动资产	202	528	626	648
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	162	472	573	606
在建工程	23	36	43	32
油气资产	0	0	0	0
无形资产	12	3	3	2
资产总计	515	1620	1752	1929
流动负债	139	112	109	121
短期借款	40	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	7	12	13	16
其他	91	100	96	105
非流动负债	17	0	0	0
长期借款	4	0	0	0
其他	13	0	0	0
负债合计	156	112	109	121
股本	83	110	110	110
资本公积	39	1057	1057	1057
未分配利润	191	283	405	553
少数股东权益	1	1	1	1
股东权益合计	359	1508	1643	1808
负债及权益合计	515	1620	1752	1929

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	88	102	136	165
折旧和摊销	15	28	43	50
资产减值准备	0	0	0	0
无形资产摊销	1	1	1	1
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	2	-1	-4	-4
投资损失	-0	0	0	0
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
营运资金的变动	68	50	70	74
经营活动产生现金流量	37	52	114	135
投资活动产生现金流量	-28	-342	-150	-70
融资活动产生现金流量	35	1003	4	4
现金净变动	44	714	-32	69
现金的期初余额	47	46	760	727
现金的期末余额	92	760	727	796

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	516	617	766	930
营业成本	125	150	185	224
营业税金及附加	6	7	9	11
销售费用	235	278	345	419
管理费用	49	65	73	88
财务费用	2	-1	-4	-4
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	98	118	157	192
营业外收入	8	5	5	5
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	103	120	159	194
所得税	15	18	24	29
净利润	88	102	136	165
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	88	102	136	165
EPS (元)	0.79	0.92	1.23	1.50

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	24.4%	19.5%	24.2%	21.4%
营业利润增长率	46.4%	19.8%	33.7%	22.0%
净利润增长率	43.4%	16.3%	33.1%	21.7%
盈利能力(%)				
毛利率	75.8%	75.7%	75.8%	76.0%
净利率	17.0%	16.5%	17.7%	17.8%
ROE	24.4%	6.8%	8.3%	9.1%
偿债能力(%)				
资产负债率	30.2%	6.9%	6.2%	6.3%
流动比率	2.26	9.74	10.33	10.60
速动比率	1.55	8.77	9.04	9.23
营运能力(次)				
资产周转率	1.10	0.58	0.45	0.51
应收帐款周转率	6.35	6.02	6.00	6.09
每股资料(元)				
每股收益	0.79	0.92	1.23	1.50
每股经营现金	0.46	0.48	1.03	1.23
每股净资产	3.25	13.66	14.89	16.39
估值比率(倍)				
PE	50.23	43.17	32.43	26.65
PB	12.27	2.92	2.68	2.43

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。