

益盛药业 (002566.SZ)

致力于人参产业开发的中成药企业

评级:

目标价(元):

联系人

胡德军

消费品小组

021-20315083

hudj@qlzq.com.cn

2011年3月16日

前次:

41.92-45.85

分析师

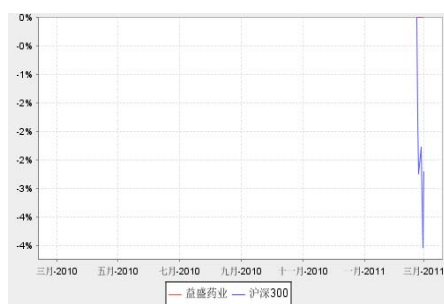
谢刚

S0740210090003

基本状况

总股本(百万股)	110.32
流通股本(百万股)	22.08
市价(元)	0.00
市值(百万元)	0.00
流通市值(百万元)	0.00

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	414.88	516.22	655.01	790.18	954.44
营业收入增速	33.08%	24.43%	26.88%	20.64%	20.79%
净利润增长率	47.77%	43.37%	25.17%	31.94%	23.06%
摊薄每股收益(元)	1.00	1.06	0.99	1.31	1.61
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	0.00	0.00	35.20	26.68	21.68
PEG	0.00	0.00	1.40	0.84	0.94
每股净资产(元)	4.57	4.34	12.41	13.72	15.33
每股现金流量	2.04	0.61	1.09	1.16	1.50
净资产收益率	21.81%	24.43%	8.01%	9.56%	10.53%
市净率	0.00	0.00	2.82	2.55	2.28
总股本(百万股)	61.27	82.72	110.32	110.32	110.32

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 2011年3月17日发布公告, 公司本次每股发行价为 39.90 元, 发行市盈率 52.50 倍, 发行后每股净资产为 2.67 元, 其中本次公开发行中网上定价发行的 2,208 万股将于 2011 年 3 月 18 日起上市交易;
- 公司从事中成药的研发、生产与销售, 产品的治疗范围以心脑血管疾病为主, 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、心悦胶囊、清开灵注射液、桂附地黄胶囊等;
- 公司依托“世界自然保留地”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, 拥有 3 项人参和西洋参有效成分提取的国家发明专利。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, 国家中药 1 类新药—Re 单体皂苷及其制剂目前化学部分的研究工作已经基本完成; 另外还有 5 个现有产品的二次开发也在进行临床前的实验研究工作。
- 公司目前销售的主要注射剂产品为生脉注射液和清开灵注射液, 开发的胶囊类产品有振源胶囊、心悦胶囊以及桂附地黄胶囊; 其中心悦胶囊被公司列为未来重点培育和开发的优势品种;
- 短期主导产品生脉、振源和清开灵的生产与销售决定公司的收入和盈利状况: 2008 -10 年度, 公司生脉注射液、振源胶囊和清开灵注射液三种主导产品合计销售收入分别为 2.58 亿元、4.91 亿元和 4.47 亿元, 分别占当期主营业务收入的 82.85%、84.17%和 86.54%; 合计销售毛利分别为 0.97 亿元、2.68 亿元和 3.43 亿元, 占公司同期销售毛利的比例分别为 83.00%、86.28%和 87.77%; 我们认为该三大产品的销售将是公司近两年盈利的主要来源;

- 公司 2010 年生脉注射液收入增长只有 6.4%，远低于 2009 年增速，其影响因素一方面受产能限制，公司调整部分产能用于生产清开灵注射剂，另一方面为公司提高了产品价格，我们认为价格提升使得和代理商之间存在一定了利润博弈问题，因此造成短期销售数量下滑；我们预计随着公司 2011 年募投项目的部分实施，产能有望得到部分缓解，同时随着价格提升后阵痛效应的结束，2011 年公司产品销售有望恢复，我们预计增速在 15% 左右；
- 心悅胶囊市场培育已经成熟，进入国家医保有望带来产品的大幅放量：该产品 2003 年获得生产批文，2004 年进入新疆和云南省级医保，2009 年正式进入国家医保目录，我们认为进入国家医保有望带来产品的大幅放量，而公司也及时的将心悅胶囊定位为重点推广产品；
- 公司本次募集资金用于扩产 2 亿粒硬胶囊剂生产线建设项目，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、心悅胶囊 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；
- 同时新建 1 亿支针剂生产线建设项目，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；
- 我们预测公司 2011-13 年的营业收入分别为 6.55 亿元、7.90 亿元和 9.54 亿元，同比分别增长 26.9%、20.6% 和 20.8%；归属母公司净利润分别为 1.10 亿元、1.45 亿元和 1.78 亿元，同比分别增长 25.17%、31.94% 和 23.06%，实现每股收益分别为 0.99 元、1.31 元和 1.61 元；
- 预计上市首日价格区间为 41.92-45.85 元：2011 年近期新上市 A 股上市首日平均涨幅为 19%，平均市盈率为 52.7 倍，目前二级市场医药平均市盈率为 32 倍，因此我们认为益盛药业上市首日市盈率预计在 32-35 倍之间，公司发行价格为 39.9 元，我们预测 2011 年 EPS 为 1.31 元，预计首日价格区间为 41.92-45.85 元，首日涨幅区间为 5%-15%；
- 风险提示：1) 中药注射剂安全性风险：由于前期中药注射剂临床事件屡见不鲜，因此如果在此出现此类情况将对整个行业造成重大影响，不排除国家出台新的相关政策进行干预，从而影响销售；2) 人参价格大幅上升的风险：虽然公司目前有自己的种植区域，并采用了平地栽培方法进行培育，但目前原料依然全部为外购，而自己种植的人参还需要在两年后才能使用，因此短期如果人参价格大幅上涨将对公司毛利率产生重大影响；3) 国家对药品进行强制降价的风险；4) 营销网络建设不达预期造成的销售大幅下降的风险。

图表 1：近期新上市公司首日表现

代码	名称	上市日期	发行价格	上市板	涨跌幅(%)	市盈率	市净率
300190.SZ	维尔利	2011-3-16	58.5	创业板	12.82	77.48	4.15
300191.SZ	潜能恒信	2011-3-16	41.46	创业板	5.67	58.06	3.54
002563.SZ	森马服饰	2011-3-11	67	中小企业板	-7.30	41.58	6.37
002562.SZ	兄弟科技	2011-3-10	21	中小企业板	37.14	60.89	3.92
002559.SZ	亚威股份	2011-3-3	40	中小企业板	-4.00	44.77	3.17
002560.SZ	通达股份	2011-3-3	28.8	中小企业板	12.67	47.57	3.22
002561.SZ	徐家汇	2011-3-3	16	中小企业板	30.81	44.81	4.59
002555.SZ	顺荣股份	2011-3-2	35	中小企业板	5.37	50.20	3.35
002557.SZ	洽洽食品	2011-3-2	40	中小企业板	-4.45	50.26	3.17
平均值					19.36	52.70	4.00

来源：齐鲁证券研究所

图表 2：公司销售收入盈利预测表

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
生脉注射液						
销售收入	129.14	170.03	180.95	208.07	229.50	241.62
增长率 (YOY)	—	31.66%	6.42%	14.99%	10.30%	5.28%
毛利率	70.26%	72.37%	74.34%	74.38%	74.42%	74.47%
销售成本	38.41	46.98	46.43	53.30	58.70	61.69
增长率 (YOY)	—	22.32%	-1.17%	14.80%	10.12%	5.11%
毛利	90.73	123.05	134.52	154.77	170.80	179.92
增长率 (YOY)	—	35.62%	9.32%	15.05%	10.36%	5.34%
占总销售额比重	41.43%	41.00%	35.06%	31.77%	29.04%	25.32%
占主营业务利润比重	38.15%	39.66%	34.39%	31.49%	28.64%	24.75%
清开灵注射液						
销售收入	21.24	47.82	112.30	174.69	217.11	258.28
增长率 (YOY)	—	125.14%	134.84%	55.55%	24.28%	18.96%
毛利率	57.73%	59.36%	64.63%	65.18%	65.69%	66.17%
销售成本	8.98	19.43	39.72	60.83	74.49	87.39
增长率 (YOY)	—	116.46%	104.39%	53.14%	22.46%	17.31%
毛利	12.26	28.39	72.58	113.86	142.62	170.90
增长率 (YOY)	—	131.50%	155.69%	56.88%	25.26%	19.83%
占总销售额比重	6.81%	11.53%	21.76%	26.67%	27.48%	27.06%
占主营业务利润比重	5.16%	9.15%	18.55%	23.17%	23.92%	23.51%
振素胶囊						
销售收入	107.89	131.25	153.39	171.90	207.31	250.01
增长率 (YOY)	—	21.63%	16.87%	12.07%	20.60%	20.60%
毛利率	87.51%	88.57%	88.83%	88.39%	87.95%	87.51%
销售成本	13.48	15.00	17.13	19.96	24.99	31.22
增长率 (YOY)	—	11.33%	14.21%	16.52%	25.16%	24.95%
毛利	94.41	116.25	136.26	151.94	182.32	218.79
增长率 (YOY)	—	23.13%	17.21%	11.51%	20.00%	20.00%
占总销售额比重	34.61%	31.65%	29.72%	26.24%	26.24%	26.19%
占主营业务利润比重	39.69%	37.47%	34.83%	30.92%	30.58%	30.10%
桂附地黄胶囊						
销售收入	8.44	10.02	9.77	10.82	12.04	13.40
增长率 (YOY)	—	18.72%	-2.50%	10.73%	11.28%	11.27%
毛利率	85.40%	86.80%	85.29%	84.30%	83.32%	82.38%
销售成本	1.23	1.32	1.44	1.70	2.01	2.36
增长率 (YOY)	—	7.34%	8.66%	18.22%	18.16%	17.60%
毛利	7.21	8.70	8.33	9.12	10.03	11.03
增长率 (YOY)	—	20.67%	-4.19%	9.44%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	2.71%	2.42%	1.89%	1.65%	1.52%	1.40%
占主营业务利润比重	3.03%	2.80%	2.13%	1.86%	1.68%	1.52%
心悅胶囊						
销售收入	1.73	2.49	4.46	31.55	63.35	127.21
增长率 (YOY)	—	43.93%	79.12%	607.38%	100.80%	100.80%
毛利率	84.85%	85.28%	85.88%	85.54%	85.19%	84.86%
销售成本	0.26	0.37	0.63	4.56	9.38	19.26
增长率 (YOY)	—	39.85%	71.82%	624.61%	105.54%	105.39%
毛利	1.47	2.12	3.83	26.99	53.97	107.94
增长率 (YOY)	—	44.66%	80.38%	604.55%	100.00%	100.00%
占总销售额比重	0.55%	0.60%	0.86%	4.82%	8.02%	13.33%
占主营业务利润比重	0.62%	0.68%	0.98%	5.49%	9.05%	14.85%
其他						
销售收入	43.30	53.14	55.22	57.98	60.88	63.92
增长率 (YOY)	—	22.73%	3.91%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	73.38%	59.71%	64.61%	60.00%	60.00%	60.00%
销售成本	11.53	21.41	19.54	23.19	24.35	25.57
增长率 (YOY)	—	85.75%	-8.72%	18.68%	5.00%	5.00%
毛利	31.77	31.73	35.68	34.79	36.53	38.35
增长率 (YOY)	—	-0.14%	12.44%	-2.49%	5.00%	5.00%
占总销售额比重	13.89%	12.81%	10.70%	8.85%	7.70%	6.70%
占主营业务利润比重	13.36%	10.23%	9.12%	7.08%	6.13%	5.28%
销售收入小计						
销售收入小计	311.74	414.75	516.09	655.01	790.18	954.44
增长率 (YOY)	—	33.04%	24.43%	26.92%	20.64%	20.79%
销售成本小计						
销售成本小计	73.88	104.51	124.90	163.55	193.91	227.50
毛利	237.86	310.24	391.19	491.46	596.27	726.94
平均毛利率	76.30%	74.80%	75.80%	75.03%	75.46%	76.16%

来源：齐鲁证券研究所

附录2：财务预测简表

损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	312	415	516	655	790	954
增长率	16.40%	33.1%	24.4%	26.9%	20.6%	20.8%
营业成本	-74	-105	-125	-164	-194	-227
% 销售收入	23.7%	25.2%	24.2%	25.0%	24.5%	23.8%
毛利	238	310	391	491	596	727
% 销售收入	76.3%	74.8%	75.8%	75.0%	75.5%	76.2%
营业税金及附加	-4	-6	-6	-8	-10	-12
% 销售收入	1.4%	1.3%	1.2%	1.3%	1.2%	1.2%
营业费用	-142	-192	-235	-300	-361	-437
% 销售收入	45.7%	46.2%	45.6%	45.8%	45.7%	45.8%
管理费用	-35	-43	-49	-64	-77	-93
% 销售收入	11.4%	10.4%	9.6%	9.8%	9.8%	9.8%
息税前利润 (EBIT)	56	70	100	119	148	185
% 销售收入	17.9%	16.9%	19.4%	18.1%	18.7%	19.4%
财务费用	-5	-2	-2	4	16	18
% 销售收入	1.5%	0.5%	0.3%	-0.7%	-2.1%	-1.9%
资产减值损失	-1	-1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	—	—	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	50	67	98	123	164	203
营业利润率	16.1%	16.2%	19.0%	18.8%	20.8%	21.2%
营业外收支	0	1	5	4	4	4
税前利润	50	68	103	127	168	206
利润率	16.0%	16.5%	19.9%	19.3%	21.3%	21.6%
所得税	-9	-7	-15	-17	-23	-28
所得税率	17.2%	10.8%	14.8%	13.5%	13.9%	13.8%
净利润	41	61	88	110	145	178
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	41	61	88	110	145	178
净利率	13.3%	14.7%	17.0%	16.7%	18.3%	18.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	41	61	88	110	145	178
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	12	13	16	21	26	31
非经营收益	6	0	2	-2	-4	-4
营运资金变动	-39	51	-55	-9	-39	-40
经营活动现金净流	20	125	51	120	128	166
资本开支	12	42	48	36	31	33
投资	0	0	-9	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-12	-42	-57	-36	-31	-33
股权募资	0	0	0	900	0	0
债权募资	1	-52	16	-40	0	0
其他	-41	-7	-11	-1	0	0
筹资活动现金净流	-40	-59	5	859	0	0
现金净流量	-31	24	-1	943	96	133

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	23	47	46	989	1,086	1,218
应收账款	135	132	161	199	239	289
存货	71	69	99	109	130	152
其他流动资产	9	6	7	9	11	13
流动资产	238	254	313	1,307	1,466	1,673
% 总资产	68.5%	59.3%	60.8%	85.6%	86.5%	87.7%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	100	160	185	201	209	213
% 总资产	28.8%	37.4%	36.0%	13.2%	12.3%	11.1%
无形资产	7	9	12	14	15	17
非流动资产	109	174	202	220	229	234
% 总资产	31.5%	40.7%	39.2%	14.4%	13.5%	12.3%
资产总计	347	428	515	1,527	1,695	1,907
短期借款	71	24	40	0	0	0
应付款项	32	102	83	125	143	174
其他流动负债	14	5	16	16	21	24
流动负债	116	131	139	141	164	198
长期贷款	9	4	4	4	4	4
其他长期负债	3	11	13	13	13	13
负债	127	147	156	158	181	215
普通股股东权益	219	280	359	1,369	1,513	1,692
少数股东权益	1	1	1	1	1	0
负债股东权益合计	347	428	515	1,527	1,695	1,907

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益 (元)	0.675	0.998	1.059	0.994	1.312	1.615
每股净资产 (元)	3.577	4.574	4.337	12.407	13.719	15.334
每股经营现金净流 (元)	0.335	2.044	0.613	1.088	1.159	1.502
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	18.88%	21.81%	24.43%	8.01%	9.56%	10.53%
总资产收益率	11.91%	14.29%	17.02%	7.18%	8.54%	9.34%
投入资本收益率	16.70%	23.85%	23.89%	26.76%	29.46%	33.38%
增长率						
营业总收入增长率	16.40%	33.08%	24.43%	26.88%	20.64%	20.79%
EBIT增长率	17.04%	25.67%	43.04%	18.53%	24.64%	24.96%
净利润增长率	14.56%	47.77%	43.37%	25.17%	31.94%	23.06%
总资产增长率	1.65%	23.13%	20.44%	196.47%	10.99%	12.52%
资产管理能力						
应收账款周转天数	75.3	63.0	57.5	59.4	58.7	58.9
存货周转天数	329.1	244.1	244.4	244.3	244.3	244.3
应付账款周转天数	26.9	29.0	25.4	26.6	26.2	26.3
固定资产周转天数	113.8	88.5	93.8	96.1	89.5	81.1
偿债能力						
净负债/股东权益	25.67%	-6.80%	-0.64%	-71.97%	-71.46%	-71.78%
EBIT利息保障倍数	11.8	33.5	64.7	-26.5	-9.1	-10.4
资产负债率	36.69%	34.30%	30.22%	10.33%	10.67%	11.27%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上
增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%
持有：预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%~+5%
减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机:13641659577
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315187
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308