

新股报告

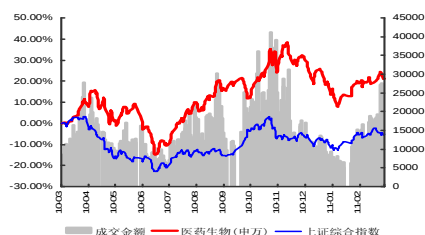
生物医药

引领产业标准 专注成就深度

2011年3月20日

——益盛药业（002566）新股报告

合理估值区间：**41.20-46.35 元**



发行相关数据

发行前总股本（百万股）	82.7
本次发行股本（百万股）	27.6
发行后总股本（百万股）	110.3
大股东持股比例	39%
发行股本占发行后总股本比例	25%

报告作者：

生物医药组

组长：周静

职业证书：S0590210100010

联系人

杨扬 周静

电话：021-38991500-897

0510-82833217

Email: yangyang@glsc.com.cn

zhoujing@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

摘要：

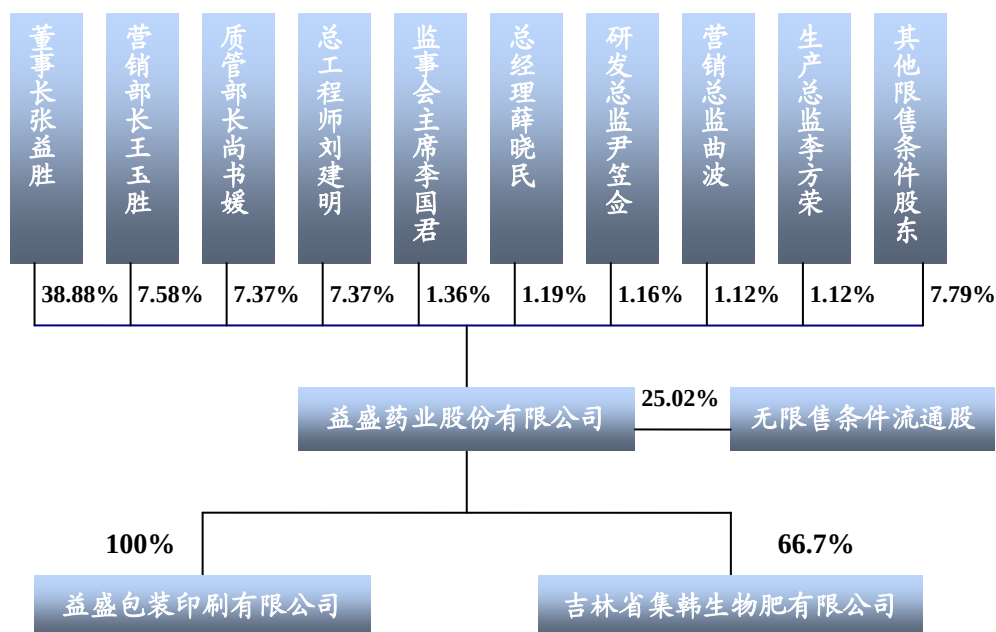
- **专注人参产品，潜力品种确保未来成长性。**公司是一家以人参提取物产品为核心，集研发、生产、销售于一体的民营中药企业。主要产品包括生脉注射液（全国市场份额第一）、清开灵注射液、振源胶囊、心悦胶囊，市场潜力巨大，其中心悦胶囊有效解决冠心病术后微循环治疗领域的世界难题，有望3-5年内成为公司的重磅炸弹产品，目前仅进入新疆、江西、云南地区，未来有望在全国迅速铺开。
- **非林地栽参引领行业标准，全产业链营运创造规模化优势。**在人参的非林地栽种上，公司07年在业界最早引入韩国先进的种植技术，现在已过去四年，人参已逐步进入成熟期，公司未来两年进入收获期，一方面丰富的人参资源保证公司原料的供应和质量，另一方面也确立了公司在以后人参产业升级中的领导地位，将成为人参非林地种植行业标准的制定者。
- **募投项目分析。**相对于产品的热销，公司产能一直受限，此次募投项目主要用于注射剂（1亿元）、硬胶囊（1.4亿元）的产能扩张和研发中心建设（0.4亿元），建设期为一年，预计到2012年逐步达产。
- **公司的合理价格区间41.20-46.35元。**我们预计益盛药业2011年-2013年实现营业收入6.21亿元、7.73亿元和10.06亿元，实现每股收益分别为1.03元、1.23元、1.59元，我们参照业务与益盛药业近似公司，2011年预测市盈率均值为38倍，考虑到公司近年来保持快速增长，未来受益于募集资金项目的投产，增长持续，我们给予公司2011年的合理估值区间为40-45倍，对应合理股价为41.20元-46.35元之间。
- **风险因素：**（1）药品降价的风险；（2）新品推进及市场开拓的速度有可能低于预期的风险；（3）药品原材料价格波动的风险。

一、公司基本情况

1、高管激励充分 增长动力十足

益盛药业是一家以人参提取物产品为核心，集研发、生产、销售于一体的民营中药企业。目前实际控制人为董事长张益胜先生，合计持有公司38.88%的股份，公司核心管理团队均持有股份，股权激励充分。

图表1：发行后发行人及控股股东股权结构图



资料来源：公司招股说明书，国联证券研究所

2、产品储备丰富 以人参为核心深耕细作

公司产品以心脑血管疾病为切入点，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，呈现多层次、多元化、多剂型优势。主要产品包括生脉注射液、振源胶囊、心悦胶囊、清开灵注射液和桂附地黄胶囊等。目前公司可生产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）。公司目前拥有4个国家中药保护品种、6个独家生产品种。

图表2: 公司产品优势

产品名称	备注
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	6个全国独家产品
生脉注射液、振源胶囊、小儿热咳清胶囊、桂附地黄胶囊	4个国家中药保护品种
西洋参茎叶总皂苷、心悦胶囊	2个国家级创新药物

资料来源: 公司招股说明书 国联证券研究所

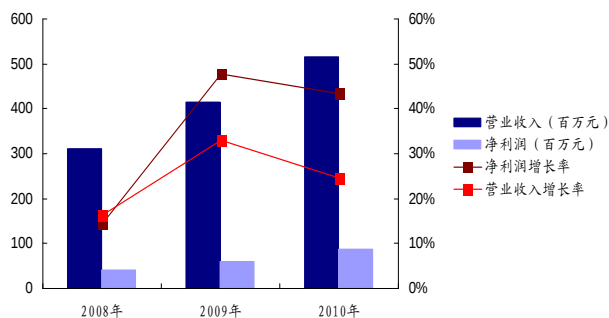
公司地处长白山南麓的集安, 凭借道地药材原产地的优势, 围绕人参的根、叶、花、果全株开发, 在人参提取物产品领域深耕细作, 形成了独具特色的人参产品系列, 拥有3项人参和西洋参有效成分提取的国家发明专利, 另有3项正在申请的国家发明专利。在研的产品中, 国家中药5类新药西洋参二酯皂苷注射液已完成三期临床试验, 目前正在按照国家药监局《中药、天然药物注射剂基本技术要求》有关规定进行补充整理完善相关研究资料, 公司将在该项工作完成后向国家药监局申请新药生产批准文号; 国家中药1类新药Re单体皂苷及其制剂目前化学部分的研究工作已经基本完成, 药理研究工作已展开; 另外还有5个现有产品(小儿热咳清水丸、桂附地黄水丸、心悦滴丸、复方人参间苯二酚搽剂、振源口服液)的二次开发也在进行临床前实验研究。

图表3: 公司人参产品

药材	部位	生产产品	在研产品
人 参	果实	振源胶囊、振源口服液	人参皂苷Re单体、 参果黄莲胶囊
	茎叶	人参茎叶皂苷胶囊、人参茎叶皂苷片、 人参茎叶总皂苷	
	根	生脉注射液、补金片、男宝胶囊、小儿止 泻灵胶囊、人参口服液、益血糖浆、人参 五味子糖浆、人参天麻药酒、复方人参间 苯二酚搽剂、生脉饮	
西 洋 参	茎叶	心悦胶囊、西洋参茎叶总皂苷	西洋参二酯皂苷注 射液、洋参银杏胶 囊
	根	西洋参胶囊	

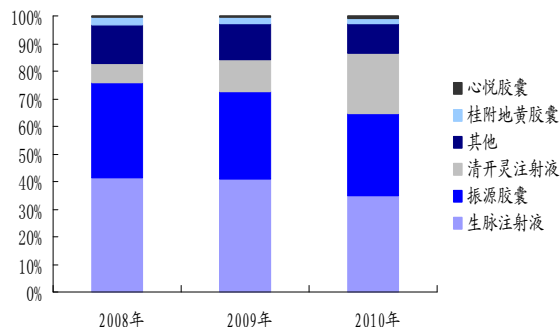
资料来源: 公司招股说明书 国联证券研究所

图表 4：公司近三年的营业业绩及成长性



数据来源：公司年报，国联证券研究所

图表 5：近几年公司主营构成情况



数据来源：公司年报，国联证券研究所

3、覆盖全国的营销网络

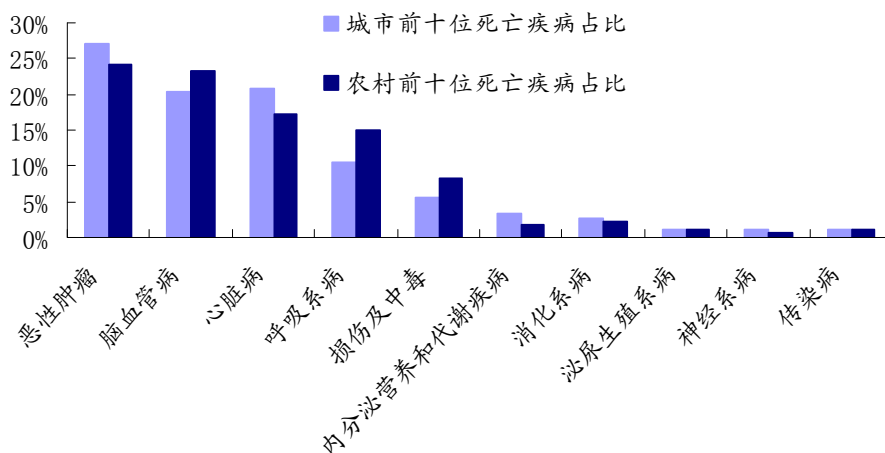
公司目前已在全国建立了 30 个省级市场部和 174 个地市级市场部，与国内 1,018 家商业公司建立了长期稳定的业务关系，通过上述商业公司的网络使产品覆盖全国 30 个省市 2,700 多家县(区)级以上医疗单位和 15,000 多家乡镇卫生院和卫生所。

二、扎根心脑血管领域 拥有两大过亿单品

1、我国心脑血管疾病概况

根据卫生部发布的《2010 中国卫生统计提要》显示，2009 年国内心脑血管疾病死亡率排在第一位，心脑血管疾病已经成为民众健康的第一杀手。造成心脑血管疾病高发病率的原因和现代社会高速发展下居民饮食习惯、工作压力，工作方式从体力劳动向脑力劳动的转变有关。根据卫生部网站公布的数据，城市和农村的前十位死亡疾病中，心脑血管疾病占比 40%，在两个地域中都位居首位。

图表6: 城市及农村前十位死亡疾病占比

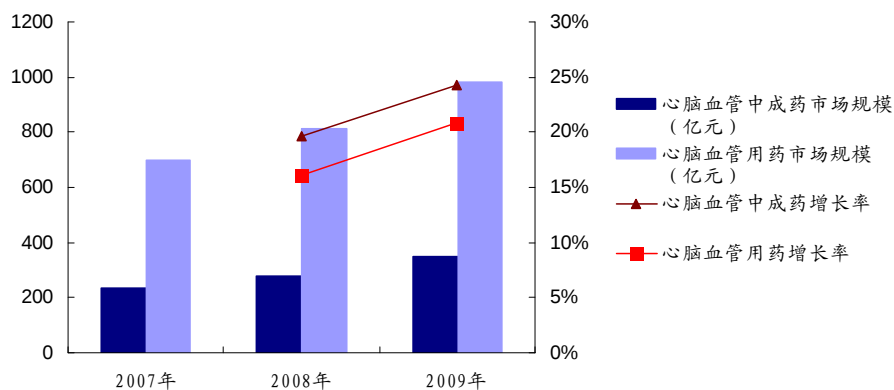


资料来源: 卫生部网站 国联证券研究所

2、心脑血管用药市场规模持续增长 中成药大有可为

根据SFDA的数据,截至09年上半年,心脑血管疾病药物医院市场的销售总额一直位居第三,次于抗感染用药和抗肿瘤药物。在整体药品市场中(包括医院和OTC市场),位列第二,仅次于抗感染用药。在另一项重点城市样本医院中成药采购统计显示,2008年心脑血管类药物占医院中成药采购比例三分之一以上,排名第一。以上数据显示,本类药物受惠于大病种,一直占据很大的市场规模。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。

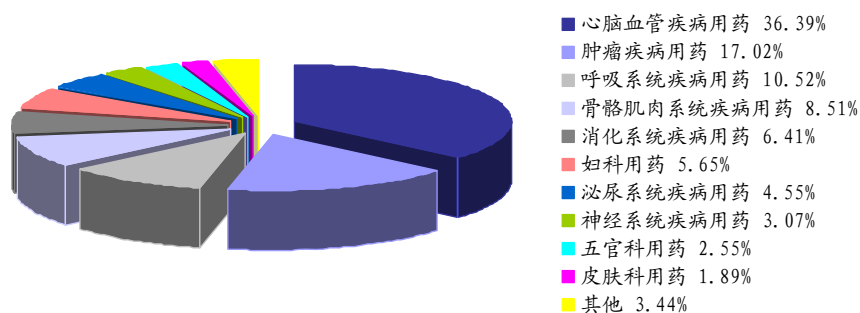
图表7: 心脑血管中成药市场规模及增速



资料来源: SFDA, 国联证券研究所

除了心肌炎、风湿性心脏病等急性感染性病症外，心脑血管疾病大部分病种都是多致病因素长期积累造成，心脑血管疾病需要长期治疗和预防，中成药相对化学药拥有得天独厚的优势，从治疗特性来看，中药取自天然且重在治本和调理，适应慢性病患者长期服用根除病患的治疗需求，也不易产生耐药性和副作用；从治疗成本来看，中药终端消费价格相对西药偏低，在国内拥有更好的市场消费基础。

图表8：2009 年上半年七城市医院中成药疾病大类采购份额



资料来源：SFDA，国联证券研究所

3、医院终端以注射剂型为主，口服制剂主要分布OTC市场

目前心脑血管中成药分为注射和口服两大剂型，口服制剂可细分为胶囊、片剂、丸剂、颗粒、口服液等。其中注射液剂型，因中药材提取的有效成分直接进入血液，起效很快，适合危急重症患者的抢救工作，在国内医院市场应用非常普及，2008 年重点城市样本医院中，注射液剂型使用比重超过五成。由于注射剂型常应用在临床急性病症（如急性心肌缺血、脑卒中）的治疗，且需要医护人员执行，因此在OTC 和第三终端使用很少。口服剂型中，使用比率依次是胶囊、片剂、丸剂、颗粒。口服品种疗效较缓，适合心脑血管疾病的预防（例如降血压、降血脂、降低血液粘稠度、改善微循环、改善心脑血管细胞供养等等），以及心梗、冠心病、脑中风等急性发作期后的病后调养。在零售市场，口服类药物则占据了 80%以上的份额，主要品种是辅助用药、恢复性和巩固性治疗用药。

4、产品市场份额领先 未来成长空间巨大

公司生脉注射液占有率居同类产品市场首位，从 2009 年市场结构来看，前三名市场规模近似，但益盛的生脉注射液终端销售价格优势更为明显，受

药品降价政策的影响也相对较小。该产品是根据中医著名经典古方“生脉散”研制而成的可供静脉注射的中药注射液，由人参、麦冬、五味子三味中药配伍，用现代科学技术提取精制而成。临床主要用于治疗冠心病，心肌梗死，心功能衰竭，各种休克及肿瘤患者化疗的辅助治疗。该产品已载入 2009 年国家基本医疗保险品种的甲类目录和国家基本药物目录，近三年销售量持续增长，2008 年到 2010 年复合增长率为 18.37%，2010 年收入为 1.8 亿元贡献毛利润占比 34.4%，其中收入同比增速下降主要是受制于产能瓶颈，清开灵注射液供不应求，挤占了部分产能。

图表9：2009 年国内生脉注射液市场结构

排名	企业名称	市场份额
1	吉林省省集安益盛药业股份有限公司	24.77%
2	江苏苏中药业集团股份有限公司	22.46%
3	山西太行药业股份有限公司	19.90%
4	雅安三九药业有限公司	16.93%
5	四川省宜宾五粮液集团宜宾制药有限责任公司	9.99%
6	四川川大华西药业股份有限公司	2.75%
7	上海和黄药业有限公司	2.64%
8	常熟雷允上制药有限公司	0.56%

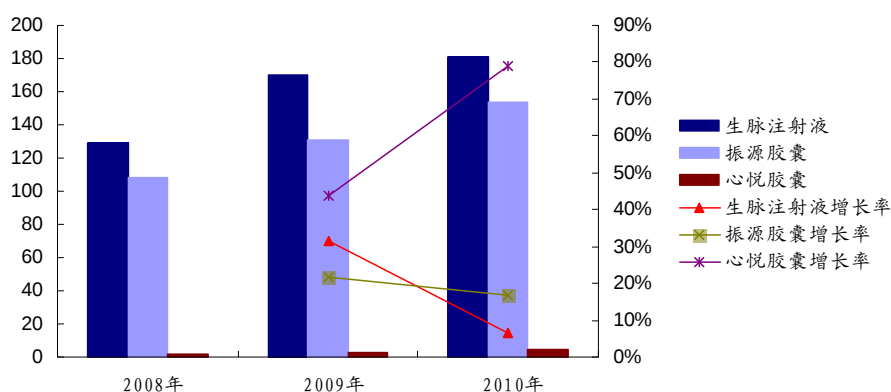
资料来源：中国市场调研研究中心，国联证券研究所

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。经卫生部组织全国十家三甲医院组成的“振源胶囊临床疗效观察全国协作组”，以多中心、随机、双盲给药方式进行临床试验，观察振源胶囊在治疗冠心病和糖尿病患者方面的疗效，结果表明振源胶囊不仅有良好的抗心肌缺血、调节脂质代谢及降低血糖的作用，还可明显改善患者疲劳、乏力、气短等衰弱症状，具有疗效确切的特点。振源胶囊为本公司独家产品，目前尚无厂家生产同类产品，在竞争中处于有利地位，近三年的销售复合增长率为 19.23%，2010 年销售收入为 1.53 亿元。

心悦胶囊是以西洋参茎叶为主要原料，提取出西洋参茎叶总皂苷研制而成的国家 5 类（原 II 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。心悦胶囊最大的优势在于能够促进缺血性心肌毛细血管新生，改善心肌组织灌注，还可提高高密度脂蛋白水平，降低低密度脂蛋白水平。能够有效解决冠状动脉搭桥手术或冠状支架置入后心肌微循环改善的世界难题，这是一般活血化瘀产品无法比拟的。经中国中西医结合学会组织的“国家二类新药心悦胶囊专家论证会”论证，认为

“心悦胶囊成分明晰、工艺稳定、质量可控、安全可靠，治疗冠心病心绞痛疗效确切。尤为独特的作用是：在调节脂质代谢紊乱时可提高HDL-c 水平，又可抑制心肌梗死后的心室重构，有利于对心肌梗死后的长期预后改善具有重要临床意义。”心悦胶囊于 2003 年获得生产批号，2004 年进入新疆、江西及云南三地的省级医保目录，2009 年进入国家医保目录，期间依托强大的科研实力进行了扎实的临床研究，我们认为经过较长的培育期后，产品在进入全国医保目录的基础上，随着公司对产品定位为重点推广对象，必将在未来三年实现爆发式增长，具有成为过亿元品种的潜力。

图表10：公司近三年主要心脑血管中成药销售收入增长幅度



资料来源：招股说明书 国联证券研究所

三、受益于清热解毒市场景气 清开灵注射液供不应求

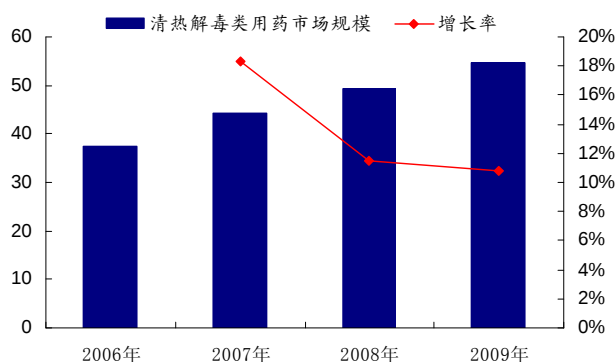
1、我国清热解毒用药市场概述

近几年，随着非典型性肺炎、禽流感病毒、甲型H1N1 流感病毒的轮番侵袭，病毒和疫情的蔓延为抗病毒药物带来了广泛的市场空间，特别是中药抗病毒药物凭借其毒副作用小、抗耐药性、和有效性等独特优势，在几次疫情中发挥了重要作用，清开灵注射液便是其中的明星产品，我国清开灵注射液生产企业共有十家，2009 年该细分行业的生产总值为 6.45 亿元，同比增长 16.91%。行业龙头企业中国神威药业集团有限公司清开灵注射液销售额为 3.24 亿元，同比增长 4.43%，占市场份额的 53.70%。

2、产品供不应求 受制产能瓶颈

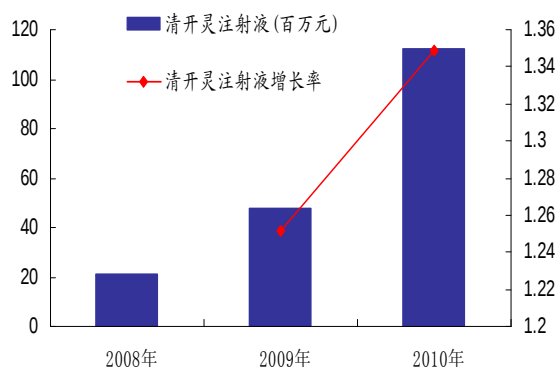
虽然清开灵市场竞争激烈，但是公司以其产品的独特工艺不含附加剂，质量标准较高，物美价廉，市场份额逐年增加，09年以来一直处于供不应求的状态，复合增长率为130%，由于受制于产能瓶颈，公司生脉注射液部分产能让位清开灵，以保证供应。随着募投项目达成及产能瓶颈的解决，公司在该产品上还有较大潜力。

图表 11: 近年清热解毒类用药市场规模增长幅度(单位: 亿元)



数据来源: 公司招股说明书, 国联证券研究所

图表 12: 近三年公司清开灵注射液销售增长幅度(单位: 百万元)



数据来源: 公司年报, 国联证券研究所

四、非林地栽参引领行业标准，全产业链营运创造规模化优势

1、我国人参产业概述

人参为五加科人参属多年生宿根性草本植物，具有滋补强壮、预防疾病的功效，被誉为“中药之王、百草之王”。人参对人体的滋补强壮作用和对多种疾病的防治效果十分显著，特别是在抗疲劳、抗衰老、预防心血管疾病和癌症方面具有独特的作用。世界鲜参总产量每年2.1万多吨，我国鲜参总产量每年1.6万吨左右，年总产值约7亿元人民币。韩国高丽参每年总产量约0.3万吨，但总产值却高达25.6亿元人民币。相比之下，我国人参产业大而不强，出口以原料参为主，附加值低，人参产业升级的要求越来越迫切，从行业的发展中也能看到这一明显的趋势。首先，人参的栽种逐渐向规模化标准化过度，种植方法从过去毁林栽参向林下栽参和非林地栽参逐步过渡；其次人参产品的开发逐步从过去简单的初加工向以人参提取物为核心囊括药

品、保健品的深加工；再次，产业政策上吉林省提出了人参产业振兴工程的发展目标。到 2012 年、2015 年、2020 年，参业产值分别实现 200 亿元、400 亿元以及 1000 亿元，受益于产业政策，那些拥有人参资源优势、全产业链整合能力强的企业将成为行业领先者。

2、非林地栽参的先行者 未来两年将进入收获期

在人参的非林地栽种上，公司 07 年在业界最早引入韩国先进的种植技术，现在已过去四年，公司未来两年进入收获期，目前由于传统种植业务无法填补供需缺口，人参原料仍在持续上涨的趋势中，一方面丰富的人参资源保证公司原料的供应和质量，有效规避成本上升的风险，另一方面也确立了公司在以后人参产业升级中的领导地位，其在人参非林地种植方面的先发优势将有望使其成为行业标准的制定者。

图表13：林地栽参和非林地栽参异同

林地栽参	非林地栽参
森林腐殖土的有机质含量多在 17%-20%，土地改良成本相对较低。	农田土中的有机质含量在 2%-5% 之间，有机肥及微生物肥等土地改良成本相对较高。
参地利用率低，伐林栽参轮作期一般需要 30 年，而林下栽参也需要 20 年	参地利用率较高，参地一般只需 3 年的保养期，整个种植周期不到 7 年。
环境成本高，参业和林业的矛盾较大	环境成本低，有利于参业生产田园化、机械化、水利化、为科学的集约化生产创造条件

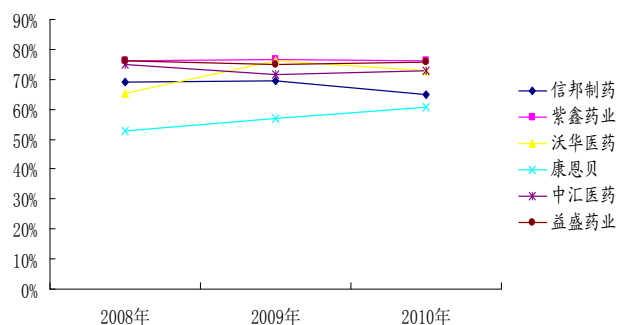
资料来源：国联证券研究所整理

五、财务分析

1、盈利能力分析

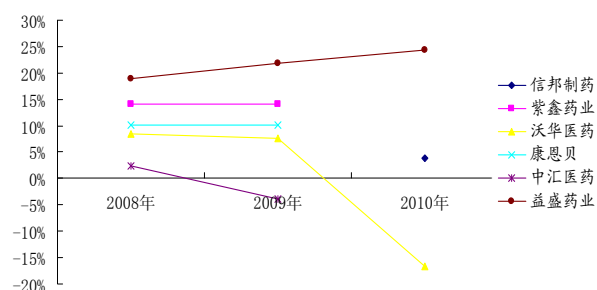
从盈利能力来看，公司在同行业公司位居前列，随着公司 2010 年高毛利产品的提价以及产品持续畅销，公司毛利率、净利率以及净资产收益率保持稳步提升的趋势。由于公司地处原产地，以及终端产品在国家最高零售价范围内具有一定价格优势，我们认为公司高毛利率的水平仍将维持。公司销售费用率相对较高的原因是公司采用专业化学术推广的营销模式，相对代理模式来说销售费用的支出相对较高。

图表 14: 同比公司毛利率对比



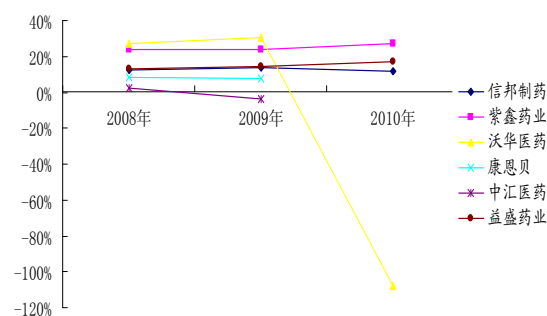
数据来源: 公司年报, 国联证券研究所

图表 16: 同比公司净资产收益率(摊薄)对比



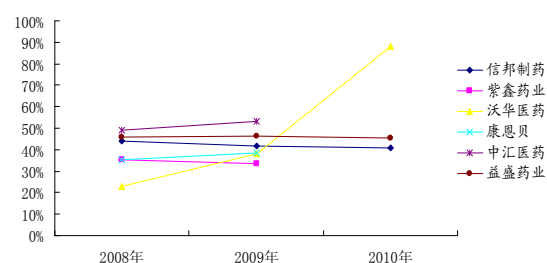
数据来源: 公司年报, 国联证券研究所

图表 15: 同比公司净利率对比



数据来源: 公司年报, 国联证券研究所

图表 17: 同比公司销售费用率对比

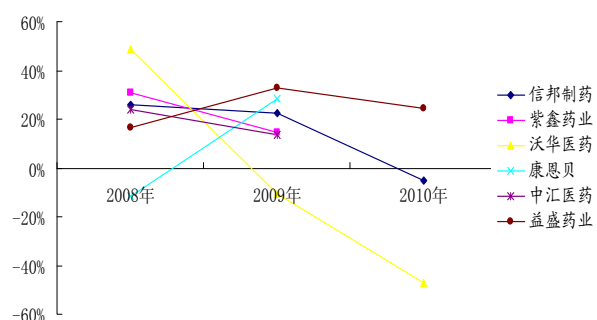


数据来源: 公司年报, 国联证券研究所

2、成长性分析

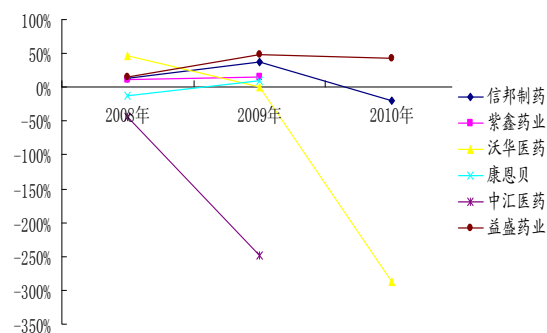
从成长性来看, 公司各项指标也位居同比公司前列, 我们认为公司产能瓶颈的解决以及新产品潜力的挖掘将为高成长性提供良好的保障。

图表 18: 同比公司营业总收入(同比增长率)



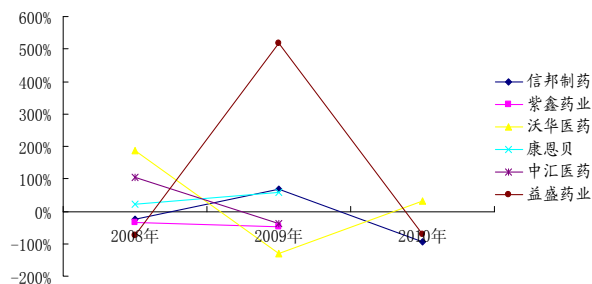
数据来源: 公司年报, 国联证券研究所

图表 19: 同比公司归属母公司股东的净利润(同比增长率)



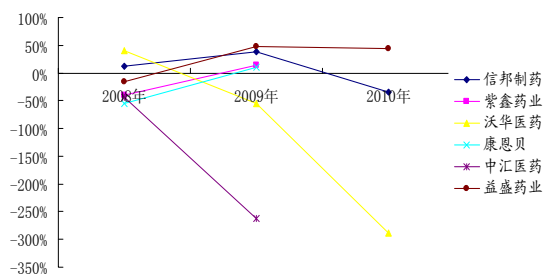
数据来源: 公司年报, 国联证券研究所

图表 20: 同比公司每股经营活动产生的现金流量净额(同比增长率)



数据来源: 公司年报, 国联证券研究所

图表 21: 同比公司基本每股收益(同比增长率)

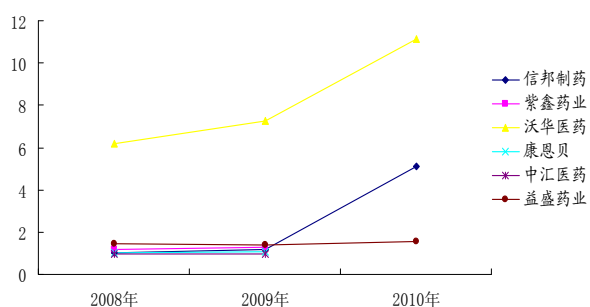


数据来源: 公司年报, 国联证券研究所

3、负债及营运能力分析

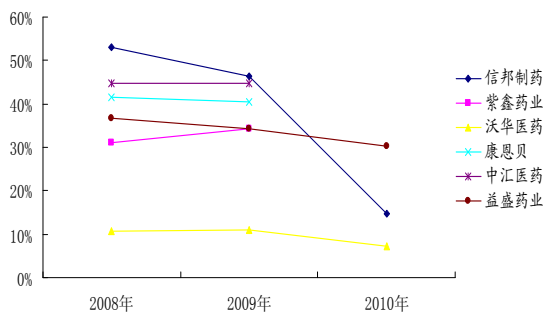
公司速动比率维持在平稳的水平线, 资产负债率同行业相比较低, 显示出健康的资产流动性。营运能力方面, 应收账款周转率高于行业平均水平, 回款控制较好, 存货周转率较低的原因主要是由于 1) 公司原材料人参及人参果均为季节性采购, 储备性需求导致期末库存增加; 2) 学术营销模式以及基本覆盖全国的销售网络导致库存相对较高; 3) 人参种植面积的增加导致消耗性生物资产的增加。

图表 22: 同比公司速动比率对比



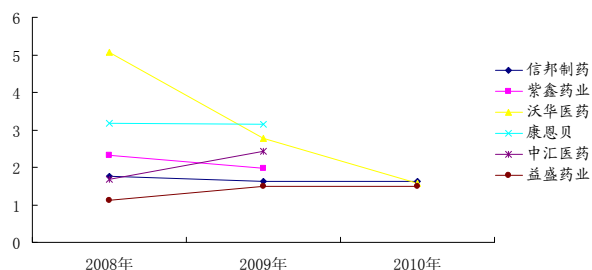
数据来源: 公司年报, 国联证券研究所

图表 23: 同比公司资产负债率对比



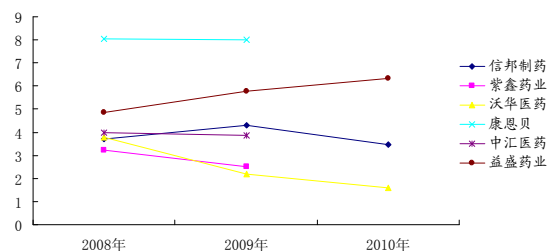
数据来源: 公司年报, 国联证券研究所

图表 24: 同比公司存货周转率对比



数据来源: 公司年报, 国联证券研究所

图表 25: 同比公司应收账款周转率对比

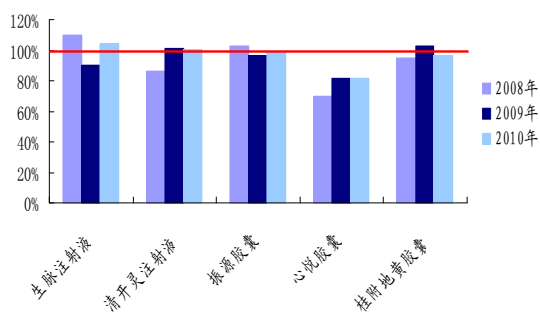


数据来源: 公司年报, 国联证券研究所

五、募投项目分析

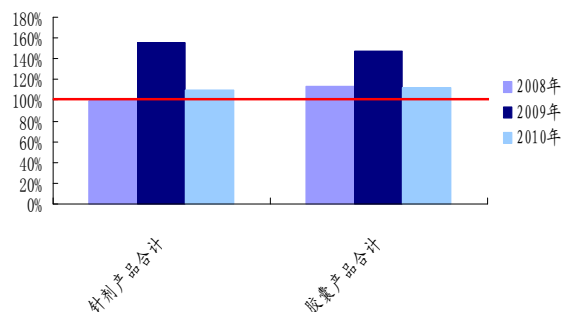
公司本次计划发行 2,760 万股股票, 募集资金主要投向以下三个项目 (见图表), 随着公司胶囊剂 (振源胶囊、桂附地黄胶囊等) 及针剂产品 (清开灵及生脉注射液) 的持续旺销, 生产能力已经严重饱和, 在很大程度上制约了公司产品的发展, 虽然公司已经进行相关的技改项目的实施, 但是仍然无法解决产能制约。此次募集资金项目建设期为一年, 预计 2012 年新增产能逐步达产, 届时胶囊产品产能将扩大到 3.824 亿粒/年, 针剂产品产能扩大到 2.8588 亿支/年, 业绩贡献方面将从 2012 年开始逐步体现。募集资金项目将有效解决产能瓶颈, 主导产品能够满足市场需求, 扩大销售份额和市场占有率, 同时研发中心的建设也将使得企业研发能力得到有效提升。

图表 26: 公司主要产品近三年产销率



数据来源: 公司年报, 国联证券研究所

图表 27: 公司产品产能利用率



数据来源: 公司年报, 国联证券研究所

图表28: 公司募投项目明细

项目名称	投资额 (万元)	建设期	项目达产后总产能
年扩产2 亿粒硬胶囊剂生产线建设项目	14,113.21	1 年	3.824亿粒/年
年扩产1 亿支针剂生产线建设项目	10,014.27	1 年	2.8588亿支/年
扩建省级研发中心项目	3,505.26	1 年	
合计	27,632.74	1 年	

资料来源：公司招股说明书 国联证券研究所

六、盈利预测

1、关键假设

我们对公司未来三年盈利状况的预测主要是基于以下假设：

- (1) 公司募集资金扩产项目在 2012 年建成投产，但当年仅有部分达产，全部达产从 2013 年开始。公司 2011 年-2013 年的营业收入同比增长率分别为 20.37%、24.44%、30.18%。
- (2) 产品单价基本维持稳定，公司综合毛利率维持稳定，销售费用管理费用逐步下降。

2、盈利预测

		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
生脉注射液	收入(百万元)	129.14	170.03	180.95	201.40	236.65	292.26
	增长率		31.66%	6.43%	11.30%	17.50%	23.50%
	毛利率	70.26%	72.37%	74.34%	74.20%	74.25%	74.25%
清开灵注射液	收入(百万元)	21.24	47.82	112.30%	144.64	188.32	257.06
	增长率		125.19%	134.82%	28.80%	30.20%	36.50%
	毛利率	57.73%	59.36%	64.63%	64.64%	64.50%	64.50%
振源胶囊	收入(百万元)	107.89	131.25	153.39	182.16	231.11	311.99
	增长率		21.65%	16.87%	18.76%	26.88%	35.00%
	毛利率	87.51%	88.57%	88.83%	88.50%	88.50%	88.50%
桂附地黄胶囊	收入(百万元)	8.44	10.02	9.77	10.75	12.58	15.09
	增长率		18.74%	-2.49%	10.00%	17.00%	20.00%
	毛利率	85.4%	86.8%	85.29%	85.29%	85.29%	85.29%
心悦胶囊	收入(百万元)	1.73	2.49	4.46	23.19	39.43	57.17
	增长率		44.43%	78.96%	420.0%	70.0%	45.0%
	毛利率	84.85%	85.28%	85.88%	85.90%	85.90%	85.90%
其他产品	收入(百万元)	43.30	53.14	55.22	59.09	65.00	72.80
	增长率		22.72%	3.92%	7.00%	10.00%	12.00%
合计	收入(百万元)	311.74	414.75	516.10	621.23	773.08	1,006.37
	增长率		33.04%	24.43%	20.37%	24.44%	30.18%
	毛利率	76.31%	74.80%	75.81%	75.45%	75.71%	75.97%

图表29：公司利润表预测

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万）	516.22	621.23	773.08	1,006.37
营业成本	124.96	152.54	187.78	241.79
营业税金及附加	6.27	7.52	9.43	12.28
销售费用	235.45	282.97	351.83	457.59
管理费用	49.43	58.71	72.98	94.80
财务费用	1.55	-14.29	-8.50	-5.33
资产减值损失	0.38	0.00	0.00	0.00
营业利润	98.21	133.78	159.57	205.24
营业外收入	7.8	0.00	0.00	0.00
营业外支出	3.21	0.00	0.00	0.00
利润总额	102.81	133.78	159.57	205.24
所得税	15.21	19.79	23.61	30.36
净利润	87.6	113.99	135.96	174.87
少数股东损益	-0.04	-0.05	-0.06	-0.08
归属母公司净利润	87.64	114.04	136.02	174.95
每股收益（元）（按发行后股本算）	0.79	1.03	1.23	1.59

资料来源：国联证券研究所

七、估值 41.20-46.35 元

1、可比公司估值比较

考虑目前A股的上市公司中从事人参全产业链运营的公司较少，我们参照业务与益盛药业近似公司，2011年预测市盈率均值为38倍，考虑到公司近年来保持快速增长，未来受益于募集资金项目的投产，增长持续，我们给予公司2011年的合理估值区间为40-45倍，对应合理股价为41.20元-46.35元之间。

图表30：A股可比公司估值

证券代码	证券简称	股价 (2011-3-10)	PE (2010E)	PE (2011E)	PE(2012E)
002118.SZ	紫鑫药业	29.95	39.54	30.87	23.79
002349.SZ	精华制药	28.05	63.32	49.88	37.12
002390.SZ	信邦制药	43.65	64.06	50.80	38.04
300039.SZ	上海凯宝	40.00	50.57	32.36	23.74
300158.SZ	振东制药	36.11	55.74	37.90	29.19
600557.SH	康缘药业	16.16	33.83	26.20	20.14
可比公司平均			51.17	38.00	28.67

资料来源：Wind，国联证券研究所

2、投资风险

（1）公司主导产品均进入基本药物目录，存在药品降价的风险。

(2) 募集资金项目达产后，新品推进及市场开拓的速度有可能低于预期的风险。

(3) 药品原材料价格波动的风险。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。