

益盛药业(002566)

公司研究/简评报告

业绩增长无虞，上下游双轮驱动

—调研简报与一季报点评

民生精品---简评报告/医药行业

2011年4月20日

一、事件概述

益盛药业公布了2011年一季度，1-3月实现营业收入1.16亿元，实现归属母公司净利润1339万元。我们于近日对益盛药业进行了实地调研，和董事长张总、董秘李总就公司经营情况进行了交流，并参观了公司的人参种植基地。

二、分析与判断

➤ 全年业绩预期不变

今年一季度公司营业收入和净利润分别同比增长16.05%、13.89%。净利润增速稍低主要是因为上市发行的推介路演费用计入当期费用，剔除这部分因素后的公司净利润增长率在39%左右。公司一季度营业收入在全年的比重往往较低（去年尚不到20%），主要是由于春节期间营销工作受到影响，因此1-3月的收入增速不能代表全年业绩水平。经过和管理层充分沟通后，我们认为全年净利润超过1.1亿元仍是大概率事件。

➤ 心悦胶囊实现爆发增长

一季度重点产品心悦胶囊不负众望，营业收入大幅增长79%，我们认为该产品在明年有望成为亿元大品种。原先心悦胶囊仅进入新疆、江西、云南等省医保目录，进入09年全国医保目录的利好将在今明两年得以充分体现。公司今年主要采取三方面的举措：一是通过继续赞助“全国百家百姓医院”活动对心悦胶囊进行推广，二是和各省的心血管学会合作进行学术推广，三是扩大医院终端的覆盖数，今年心悦胶囊覆盖医院数量有望扩大一倍。

➤ 新产品将陆续上市

新产品方面：西洋参二醇皂苷注射液完成临床试验，正在找专家做一些咨询工作，今年要申报新药批文；吉林省开展的人参药食同源试点，公司也有一些新产品将在第二批进行申报；新产品发茂森是国内唯一一个准字号治疗脱发的产品，我们预计今年上半年有望获得OTC批文，该产品同样具有较强的市场潜力。

➤ 平地种植人参规模启动扩大

我们参观了公司的平地栽参基地和投资建设的有机肥料厂（图1、图2、图3、图4）。公司现有人参平地种植面积800亩，以往平均每年增加200多亩，我们了解到公司已经开始加速平地种植面积的扩大，今年增量大大超过往年200-300亩的规模。根据公司对平地栽参人参和传统山参的检测比较，前者的农药和重金属残留大大低于后者，品质更优。

三、盈利预测与投资建议

我们暂维持此前的盈利预测不变，即2011-2013年期间公司净利润分别增长33%、23%和35%，对应的EPS分别为1.06元、1.30元和1.76元。目前公司市盈率水平虽然不低，但我们认为对益盛药业的估值不应拘泥于静态的业绩。

一是我们的业绩预测总体上基于谨慎的原则，实际上公司今明两年的业绩仍有超预期的可能，如心悦胶囊（进入全国医保目录带来的铺货率大增）、清开灵注射液（部分省份基本药物中标带来需求释放）等都具有充分的业绩弹性；二是公司后续新产品较多；三是对公司平地种参业务的前景应给予充分的重视。吉林省每年伐林栽参用地的批复面积上限已经从1500公顷下降到1000公顷，一边是人参种植面积的减少，一边是下游人参需求的日益增长，今后一个时期国内人参资源的供需矛盾将逐渐突出。而吉林省对长白山生态保护力度的加大和对人参产业的积极扶持引导，也将有利于人参价值的回归，鉴于人参漫长的生长周期，不少企业已经在加大人参药材的收购力度。在这一背景下，益盛药业这样兼有人参全产业链和先进种植基地的企业将成为产品和资源双轮驱动的

推荐

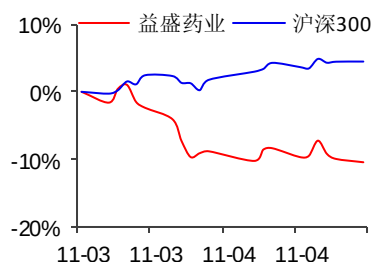
首次评级

合理估值：45元

交易数据(2011-4-20)

收盘价(元)	35.33
近12个月最高/最低	41.99/34.91
总股本(百万股)	110.32
流通股本(百万股)	22.08
流通股比例%	20.0
总市值(亿元)	39.79
流通市值(亿元)	7.96

该股与沪深300走势比较



分析师

分析师：练乐尧

执业证书编号：S0100108110693

电话：(8610)8512 7656

Email: lianyueyao@mszq.com

地址：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层100005

优质公司。以每亩 600 - 800kg 的产量计算, 考虑到不断上扬的人参价格, 特别是高端人参价格, 公司的投资价值有较大的空间。我们建议投资者积极关注, 合理估值为 45 元, 对应 2011 - 2013 年 EPS 的 PE 为 42.5 倍、34.5 倍和 25.5 倍。

图 1: 公司人参有机肥厂区



资料来源: 公司调研, 民生证券研究所

图 2: 公司平地栽参基地 (第一年)



资料来源: 公司调研, 民生证券研究所

图 3: 公司平地栽参基地 (第二年)



资料来源: 公司调研, 民生证券研究所

图 4: 公司平地栽参基地 (第四年)



资料来源: 公司调研, 民生证券研究所

四、风险提示:

- 1、公司主导产品生脉注射液、振源胶囊、心悦胶囊、清开灵注射液均进入基本医疗保险用药目录, 存在药品最高零售限价下调和药品招标的政策风险。
- 2、募集资金项目达产后, 存在产品市场开拓低于预期的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	516	632	794	1,050
增长率 (%)	24.4%	22.5%	25.6%	32.1%
归属母公司股东净利润 (百万元)	88	117	144	195
增长率 (%)	43.4%	33.4%	23.1%	35.2%
每股收益 (元)	0.79	1.06	1.30	1.76
PE	56	43	35	26
PB	4.2	2.9	2.7	2.5

资料来源: 民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总
利润表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	516	632	794	1,050
减：营业成本	125	154	194	253
营业税金及附加	6	7	9	13
销售费用	235	286	357	467
管理费用	49	63	73	94
财务费用	2	(14)	(8)	(5)
资产减值损失	0	0	0	0
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	98	137	168	228
加：营业外收支净额	5	0	0	0
三、利润总额	103	137	168	228
减：所得税费用	15	20	24	33
四、净利润	88	117	144	195
归属于母公司的利润	88	117	144	195
五、基本每股收益 (元)	1.06	1.06	1.30	1.76

主要财务指标

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	/	17.8	13.8	10.2
成长能力:				
营业收入同比	24.4%	22.5%	25.6%	32.1%
营业利润同比	46.4%	39.2%	23.1%	35.2%
净利润同比	43.4%	33.4%	23.1%	35.2%
营运能力:				
应收账款周转率	6.35	6.93	6.91	6.70
存货周转率	1.49	1.49	1.59	1.55
总资产周转率	1.10	0.54	0.42	0.52
盈利能力与收益质量:				
毛利率	75.8%	75.6%	75.6%	75.9%
净利率	17.0%	18.5%	18.1%	18.5%
总资产净利率 ROA	17.0%	6.4%	7.4%	9.2%
净资产收益率 ROE	24.4%	6.8%	7.9%	9.8%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	2.26	17.60	16.37	17.56
资产负债率	30.2%	5.7%	5.9%	5.7%
长期借款/总负债	2.5%	3.8%	3.4%	3.3%
每股指标 (元)				
每股收益	1.06	1.06	1.30	1.76
每股经营现金流量	0.61	0.76	0.68	0.77
每股净资产	4.34	15.57	16.61	17.97

资产负债表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	46	1,226	1,220	1,260
应收票据	56	63	86	113
应收账款	88	95	135	178
预付账款	7	9	11	15
其他应收款	18	22	32	42
存货	99	108	136	190
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	313	1,523	1,619	1,799
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	162	239	291	282
在建工程	23	43	23	13
无形资产	12	11	11	10
其他非流动资产	5	5	5	5
非流动资产合计	202	299	330	310
资产总计	515	1,822	1,949	2,108
短期借款	40	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	7	9	12	15
预收账款	2	3	3	3
其他应付款	74	60	70	70
应交税费	11	10	10	10
其他流动负债	4	5	5	5
流动负债合计	139	87	99	102
长期借款	4	4	4	4
其他非流动负债	13	13	13	13
非流动负债合计	17	17	17	17
负债合计	156	103	116	119
股本	83	110	110	110
资本公积	39	1,253	1,253	1,253
留存收益	237	286	400	556
少数股东权益	1	69	69	69
所有者权益合计	359	1,718	1,832	1,982
负债和股东权益合计	515	1,822	1,949	2,108

现金流量表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	51	84	75	84
投资活动现金流量	(57)	(120)	(60)	(10)
筹资活动现金流量	5	1,216	(21)	(34)
现金及等价物净增加	(1)	1,180	(6)	40

资料来源：民生证券研究所

分析师与联系人简介

练乐尧，四川大学卫生经济学博士，具有证券投资咨询执业资格。4年医药行业从业经验，先后从事过临床医生、卫生经济与卫生政策研究等工作。2008年加盟民生证券研究所，从事医药行业与上市公司研究，对医药行业有较深入的见解和认识，熟悉上市公司盈利模式和核心竞争力的分析。研究范围覆盖中药、化学制药、原料药、生物药、医疗器材医疗服务和医药商业等。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	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
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	13621034253	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
李北铎	上海	021-68885797	18621639595	libeiduo@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	Zhuguangyu@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
许力平	广深	0755-22662071	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22662071	13701050353	weikejia@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 518040

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 200120

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。