

太子参产新临近，度过难关在望

—OTC 专家的华丽转型

民生精品---简评报告/医药行业

2011 年 05 月 05 日

一、事件概述

我们于 4 月 20 日去江中药业进行了调研，并就我们关注的问题与公司高管进行了深入交流。

二、分析与判断

太子参价格随着新品上市可望回落，健胃消食片毛利将回升

2011 年太子参主产区种植面积比往年增加幅度较大，从目前贵州、福建、安徽的太子参生长情况看，今年太子参产量将会增加 20-25%。今年下半年，随着供应的增加和需求的缩减，太子参价格将会下跌。我们认为，上半年，健胃消食片销售收入增长会放缓，甚至出现同比负增长，毛利率仍难以改善，而在今年下半年，随着新产太子参的上市，健胃消食片的销售将会逐步回归正常，毛利有望得到提升。我们预计今年全年太子参均价在 200 元左右。太子参作为一年生药材，同时，包括贵州、福建、安徽、山东、山西、江苏、浙江在内的多个省区均可以种植，其高价格不具有持续性，其每亩经济效益一定会向种植其他经济作物的平均水平靠近。

初元随着产品升级和渠道改革的完成，增速有望回升

由于产品的升级及销售渠道改革，10 年初元的销售受到影响，销售额为 2.25 亿元，增速仅为 12%。今年一季度，初元销售收入增长 20%。我们认为，保健品的市场培育需要两三年的过程，随着公司对初元的产品升级和渠道改革，该产品将逐步进入发展的快车道。预计今年初元系列产品将实现 25%-35% 的增长。

参灵草将开拓一片蓝海

参灵草定价为 8150 元/听（每听 10 瓶），全年连续服用总费用在二十多万，属于奢侈品，其目标客户是富人、权贵以及明星等具有高消费能力的人群。我们认为保健品中的奢侈品市场尚且属于蓝海，公司的参灵草有望取得超预期的发展。今年一季度，参灵草销售收入为 3000 万元左右，全年销售收入预计将达到一个亿以上。

三、盈利预测与投资建议

我们预计公司未来三年将实现每股收益 1.05 元、1.48 元和 1.92 元，以 5 月 5 日收盘价计算对应动态市盈率分别为 26 倍、19 倍和 14 倍。我们认为太子参的高价格难以持续，对公司的负面影响将会是一过性的。同时，我们认为公司基本面处于转型的关键时期，公司有望摆脱现有一品独大的局面，开拓出保健品、奢侈品等新天地。结合基本面及估值情况，我们给以公司“强烈推荐”的投资评级。

四、风险提示：

太子参产量低于预期，导致其高价格得以维持；初元与参灵草的销售低于预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2,564	2,957	3,503	4,138
增长率(%)	35.6%	15.4%	18.5%	18.1%
归属母公司股东净利润(百万元)	261	325	460	600
增长率(%)	29.9%	24.6%	41.5%	30.3%
每股收益(元)	0.84	1.05	1.48	1.93
PE	33	26	19	14
PB	4.94	4.37	3.75	3.17

资料来源：民生证券研究所

强烈推荐

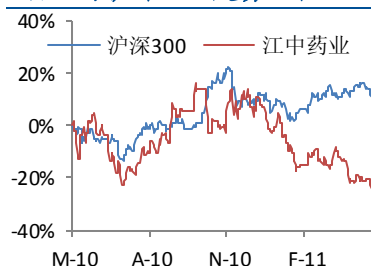
首次评级

合理估值：
37—44 元

交易数据(2011-05-05)

收盘价(元)	27.490
近 12 个月最高/最低	42.08/26.50
总股本(百万股)	311.15
流通股本(百万股)	295.88
流通股比例%	95.09
总市值(亿元)	85.54
流通市值(亿元)	81.34

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：李平祝

执业证书编号：S0260511020019

电话：(8610)85127808

Email: lipingzhu@mszq.com

分析师：练乐尧

执业证书编号：S0100108110693

电话：(8610)85127656

Email: lianyueyao@mszq.com

联系人：吴晓雯

电话：(8610)85127808

Email: lipingzhu@mszq.com

相关研究

1. 《红日药业(300026)调研报告-配方颗粒快速增长，血必净更进一步》2011.05.04
2. 《华海药业调研报告—扩张为王，做大做强》2011.04.28
3. 《东富龙调研报告—订单驱动业绩快速增长》2011.04.24

一、健胃消食片-太子参价格随着新品上市可望回落

目前,消化不良用药市场格局比较稳定,健胃消食片在经历了十几年的市场开拓后步入成熟期,目前增长比较平稳。2006-2010 年健胃消食片销售收入复合增长率为 10.69%,其中,2010 年销售收入为 11.4 亿元,同比增长 9%。今年一季度,健胃消食片销售收入同比略有下降。我们认为销售下降的主要原因是原材料价格大幅上涨后,公司提价并控制生产。公司未来可能会根据太子参的价格情况采取阶段性停产,限产的措施。尤其是在,消食片销售的淡季,每年的 6-8 月份。

从去年 7 月份起,健胃消食片的主要原材料太子参价格暴涨,导致产品毛利率骤减。

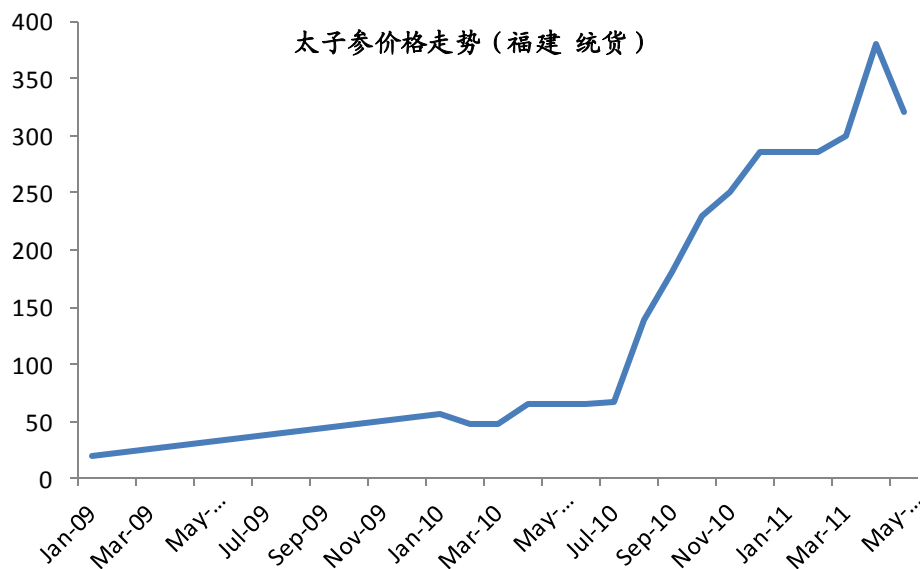
2010 年,太子参主产区福建柘荣和贵州施秉县遭自然灾害袭击,导致太子参 2010 年下半年产量大减。据估计,2010 年全国太子参只有 3000-3500 吨,同比总计减产约 30%。此外,由于游资恶意炒作,从去年 7 月份起太子参的价格暴涨,从 2010 年上半年的 50-70 元/公斤,飙升到 2010 年下半年的 240-300 元/公斤。导致公司 2010 年太子参的均价高达 150-180 元/公斤。而今年一季度公司太子参的采购价格仍处于 220-240 元/公斤的高位。

2011 年太子参主产区比往年扩种了 50%,达到 6 万亩。由于太子参一般在 10 月下旬-12 月份种植,于次年 6-7 月份采收,种植扩产效应在今年下半年才会显现。正常情况亩产在 100 公斤左右,去年由于价格暴涨,太子参的种苗受到影响,单产可能会受一定影响,但整体而言,我们认为太子参的供给将会比 10 年高,我们预计今年产量比去年高 1/4-1/5 左右。同时,由于太子参价格的暴涨,太子参的市场需求已经被压缩。当然,在新品上市前,太子参价格仍有不确定性,就像去年也是在产新后价格才正式上涨一样。

我们认为,在太子参主要产区不出现自然灾害的前提下,今年下半年,随着供应的增加和需求的缩减,太子参价格将会下跌。我们认为,上半年,健胃消食片销售收入增长会放缓,甚至出现同比负增长,毛利率仍难以改善,而在今年下半年,随着新产太子参的上市,健胃消食片的销售将会逐步回归正常,毛利有望得到提升。

我们认为太子参作为一年生药材,同时国内包括贵州、福建、安徽、山东、山西、江苏、浙江等多个省区均可以种植,其高价格不具有持续性,其每亩经济效益一定会向种植其他经济作物的平均水平靠近。去年太子参的种植面积已经大幅增加,即使考虑上由于突如其来的价格暴涨使得太子参的种苗收到一定的影响,从而影响今年太子参的产量,明年太子参的生产将不会受到影响。

图 1: 太子参价格走势 (元/公斤)



资料来源: 卫生部、统计局

二、初元-产品升级加渠道改革，增速有望回升

初元产品于 2008 年 5 月上市，最初品种为初元复合氨基酸口服液 I 型和 II 型，且于 2010 年获得国家药监局的保健食品生产批件。2010 年，初元产品进行升级，新产品初元复合肽特殊膳食营养液 I 型和 II 型上市。复合肽类比复合氨基酸类的效果更好，价位也会更高一些

由于产品的升级及销售渠道改革，2010 年初元的销售受到影响，增速较低，2010 年销售收入达 2.25 亿元，增速仅为 12%。今年一季度，初元销售收入增长 20%。

2010 年公司对初元产品进行了重新定位，针对小手术、大手术、肿瘤等的不同类群的病人，对产品市场进行细分，后续会进一步推出细分市场的产品。产品由送礼定位为送礼和自用，扩大了使用人群。同时，公司对初元产品的销售渠道进行了改革，调整了销售人员的结构和数量，减少了兼职促销员，专业化初元营销团队由 2009 年的 1000 余人增加到当前的 1400 人左右，提高了初元销售团队的人员数量和质量。初元的营销网络已经覆盖了一万多的终端，今年还会再覆盖 3000 到 5000 个终端，渠道是大型卖场和医院边上的礼品店。营销网络的扩张为公司通过“人海战术+广告轰炸+明星效应”的营销模式实现销售增长奠定了基础。

我们认为，保健品的市场培育需要两三年的过程，随着公司对初元的产品升级和渠道改革，该产品将逐步进入发展的快车道。预计今年初元系列产品将实现 25%-35% 的增长，毛利率水平会略高于去年，但是相应地也会造成销售费用方面的增加。我们认为初元今年有望实现盈亏平衡，明年将实现盈利。

我们认为给病人送礼的市场空间较大，公司强大的销售实力有望从中分得一杯羹。

三、参灵草-保健品中的奢侈品，定位高端人群

参灵草主要由西洋参、灵芝和冬春夏草三味滋补药材制成，组方符合中医理论。西洋参，性凉，补气；灵芝，性平，安神；虫草，性温，填精。中医理论，判断一个人的健康状况，主要看精气神，参灵草能兼补精气神，且药性平和，适合所有体质的人服用。公司组方已申请了专利。产品具有补气、安神、填精的功效，且即使是高血压、高血脂、高血糖的人群都可以长期服用。

参灵草定位高端，定价为 8150 元/听（每听 10 瓶），全年连续服用总费用在二十多万，属于一种奢侈品，其目标客户是富人、权贵以及明星等具有高消费能力的人群。

参灵草除了功效齐全、适用人群广，定位高端的特点外，其制作工艺也很严格，参灵草采用了美国地道的威斯康辛州西洋参、德国的自动化生产线、日本的全球专利包装“二片罐”成型技术、瑞士的全程检测，制作精良。

从去年起，参灵草在北京、上海、南昌等地进行了目标人群的市场测试，市场认可度较好。此外，参灵草通过独家代理进入参茸制品店和高档会所。今年一季度，参灵草销售收入为 3000 万元左右，全年销售收入预计将达到一个亿以上。

我们认为保健品中的奢侈品市场尚且属于蓝海，公司的参灵草有望取得超预期的发展。

四、OTC 线上另有两新产品今年投放市场

（1）锐洁卫生湿巾

锐洁卫生湿巾是由中国人民解放军军事医学科学院研制而成。与市场上现有的消毒湿巾相比，其主要是通过药店销售，功能定位为杀菌。湿巾的市场空间较大，有望做到十亿元的销售规模。锐洁卫生湿巾将于今年五六月份投放市场，且与健胃消食片共用同一 OTC 渠道。

（2）乳酸菌素片

江中牌乳酸菌素片采用独特配方、先进工艺设备，多层次的质量控制方法，拥有独特的口感，和市场上其它乳酸菌素片进行口感测试对比，口感测试满意度达 80% 左右，远远高出其它同类产品。乳酸菌素片将于今年开始在个别省投入市场。

目前，已获得国家药监局乳酸菌素片生产批件的企业有 37 家。

五、朴卡酒定位独特，有望超预期发展

朴卡酒是纯枸杞酿造的白酒，其定位是单位商务宴请，其特点是不上头、醒酒快且不伤肝。目前朴卡酒有典藏和珍藏两种，典藏和珍藏的售价分别为 530 元和 260 元。朴卡酒于今年 1 月份开始销售，目前公司在找经销商，走餐饮渠道。公司还请来了洋河的策划顾问盛初做其顾问。

我们认为，朴卡酒均属于高端消费品，其今年以及未来几年的增长很大程度上取决于公司的营销策略和能力，这些需要进一步跟踪。

六、抗艾滋病产品处于临床二期试验阶段

IBE5（二咖啡酰奎尼酸）是公司与军事医学科学院放射和辐射研究所共同研发的一类新药，用于治疗艾滋病。现处于临床二期试验阶段，公司持有 20% 的股权

七、盈利预测与投资评级

太子参价格走势对公司的业绩影响较大，我们对于太子参的价格预测如下，随着太子参新期的到来，我们预计下半年太子参的价格将适度回落，我们认为由于成本及产量原因，太子参价格难以回落到价格暴涨前的水平，我们预计 2011 年全年太子参价格平均为 200 元。

毛利率的预测考虑了去年年底太子参出厂价上调 5% 的因素。

表 1：太子参价格走势及健胃消食片毛利率预测

	09H1	09H2	10H1	10H2	11H1	11H2	11A	12H1	12H2	12A	13A
太子参价格估计值	20	40	60	220	240	160	200	200	100	150	100
健胃消食片毛利率估计值	79%	77%	72%	56%	56%	66%	61%	61%	74%	68%	74%

资料来源：民生证券研究所

对公司各产品的收入、毛利及其增长情况预测如下表：

表 2：分产品收入毛利预测

单位：万元	2010A	2011E	2012E	2013E
OTC				
健胃消食片	114383	114383.36	120102.5294	129710.73
增长	9%	0.00%	5.00%	8%
毛利率	64%	61%	68%	74%
复方草珊瑚含片	22832	23744.852	24457.19783	24946.342
增长	5%	4%	3%	2%
毛利率	65%	65%	65%	65%
亮噪	2085	2189.3025	2254.981538	2300.0812
增长	-10%	5.00%	3.00%	2.00%
毛利率	65%	65%	65%	65%
乳酸菌素片		1000	5000	7000
增长			500.00%	40%
毛利率		70%	70%	70%
锐洁卫生湿巾		1000	3000	5000
增长			300.00%	67%
毛利率		70%	70%	70%
保健品				
初元 收入	22546	29310	38103	47629
增长	12%	30%	30%	25%
毛利率	74%	74%	74%	74%
参灵草 收入	3000	10000	15000	19500
增长			50%	30%
毛利率	74%	74%	74%	74%
工业合计				

收入	164846	181628	207918	236086
增长		10%	14%	14%
毛利率	65.61%	64.48%	69.22%	72.76%
医药流通				
收入	88478	110597.35	138246.6875	172808.36
增长	134%	25%	25%	25%
毛利率	2.59%	2.59%	2.59%	2.59%
总营业收入				
收入	253324	292225	346165	408895
增长	35.67%	15.36%	18.46%	18.12%
毛利率	43.60%	41.06%	42.61%	43.10%

资料来源：民生证券研究所

基于上述假设，我们预计公司未来三年将实现每股收益 1.05 元、1.48 元和 1.92 元，以 5 月 5 日收盘价计算对应动态市盈率分别为 26 倍、19 倍和 14 倍。我们认为太子参的高价格难以持续，对公司的负面影响将会是一过性的。同时，我们认为公司基本面处于转型的关键时期，成功的话公司将摆脱现有一品独大的局面，开拓出保健品、奢侈品等新天地。我们认为公司的初元、参灵草的潜力都是比较大的。结合基本面及估值情况，我们给以公司“强烈推荐”的投资评级。

公司财务报表数据预测汇总

利润表					资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	2,564	2,957	3,503	4,138	货币资金	214.82	669.57	602.18	635.63
减：营业成本	1,438	1,743	2,010	2,354	应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00
营业税金及附加	18.89	21.79	25.81	30.49	应收账款	217.25	382.23	354.58	518.23
销售费用	649.69	660.00	750	850	预付账款	25.64	54.58	51.24	70.80
管理费用	129.38	140.00	160.00	175.00	其他应收款	69.92	69.16	91.28	98.77
财务费用	74	65	68	79	存货	117.77	278.65	275.06	363.57
资产减值损失	2.35	8.48	14.04	21.17	其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0	0	0	0	流动资产合计	645.39	1454.18	1374.33	1687.00
二、营业利润	310.81	383.96	542.93	706.94	长期股权投资	67.92	0.00	66.11	0.00
加：营业外收支净额	-7.38	0.00	0.00	0.00	固定资产	451.25	454.99	429.09	668.86
三、利润总额	303.43	383.96	542.93	706.94	在建工程	6.92	49.33	350.00	350.00
减：所得税费用	41.60	57.59	81.44	106.04	无形资产	362.91	383.72	336.79	289.86
四、净利润	261.83	326.37	461.49	600.90	其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司的利润	261.20	325.37	460.49	599.90	非流动资产合计	890.61	957.94	1185.08	1377.23
五、基本每股收益 (元)	0.839	1.046	1.480	1.928	资产总计	1536.00	2412.13	2559.42	3064.23
主要财务指标					短期借款	174.00	145.00	0.00	0.00
项目	2010A	2011E	2012E	2013E	应付票据	95.40	212.64	147.98	267.95
EV/EBITDA	21.04	16.50	11.81	8.75	应付账款	0.00	0.00	0.00	0.00
成长能力:				0	预收账款	66.32	138.41	123.09	186.68
营业收入同比	35.6%	15.4%	18.5%	18.1%	其他应付款	32.37	40.95	40.95	40.95
营业利润同比	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	应交税费	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润同比	31.4%	24.6%	41.4%	30.2%	其他流动负债	11.50	92.55	92.55	92.55
营运能力:					流动负债合计	379.59	629.56	404.57	588.13
应收账款周转率	6.71	8.34	6.76	8.07	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转率	5.16	6.34	5.53	6.13	其他非流动负债	2.88	2.78	2.78	2.78
总资产周转率	1.06	1.16	1.14	1.21	非流动负债合计	83.48	3.48	148.48	148.48
盈利能力与收益质量:					负债合计	463.07	633.03	553.05	736.61
毛利率	43.9%	41.1%	42.6%	43.1%	股本	295.88	311.15	311.15	311.15
净利率	10.2%	11.0%	13.2%	14.5%	资本公积	195.25	713.07	713.07	713.07
总资产净利率 ROA	13.0%	14.6%	17.4%	20.1%	留存收益	449.75	535.45	707.89	934.17
净资产收益率 ROE	15.1%	16.6%	20.2%	22.3%	少数股东权益	46.35	46.98	47.98	48.98
资本结构与偿债能力:					所有者权益合计	1072.93	1779.09	2006.37	2327.62
流动比率	2.31	3.40	2.87	4.10	负债和股东权益合计	1536.00	2412.13	2559.42	3064.23
资产负债率	26.2%	21.6%	24.0%	19.9%	现金流量表				
长期借款/总负债	10.0%	4.7%	3.0%	5.4%	项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
每股指标 (元)					经营活动现金流量	223.69	370.18	512.73	674.43
每股收益	0.839	1.046	1.480	1.928	投资活动现金流量	(140.73)	(350.00)	(350.00)	(60.00)
每股经营现金流量	0.719	1.190	1.648	2.168	筹资活动现金流量	402.58	(87.57)	(129.28)	(163.87)
每股净资产	5.567	6.294	7.323	8.664	现金及等价物净增加	485.54	(67.40)	33.45	450.56

资料来源：民生证券研究所

分析师与联系人简介

李平祝，北京大学药理学硕士，具有证券投资咨询执业资格。3年证券从业经验，2011年3月加入民生证券。

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、原料药等。

吴晓雯，北京大学金融信息工程硕士，北京大学医学英语学士。2011年4月加盟民生证券。

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
尹璿	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。