

益盛药业(002566)

公司研究/简评报告

从种植到加工，全面进军人参产业

—益盛药业公告点评

民生精品---简评报告/医药行业

2011年8月3日

一、事件概述

益盛药业发布公告，公司计划使用超募资金 42,338.60 万元用于投资建设“非林地栽参扩建项目”及“人参饮片加工项目”。

二、分析与判断

➤ 扩大平地种参，布局上游资源

公司投资 20,709.19 万元，在集安按照 GAP 标准建设人参种植基地 12,000 亩。公司在 2005 年立项考察，2007 年开始实施，经过多年探索平地种参已取得初步成功，公司对平地参的检测结果也证实了这一点。伐林栽参批复面积的减少引发了吉林省人参供求关系的逆转，随着市场供给的紧张，人参相关企业对人参资源的掌控已经从收购人参向争取人参种植林地指标发展。公司扩大人参种植规模，有利于加强在上游资源方面的优势。今后每年将有稳定的 2000 亩左右的人参收获面积，目前鲜人参价格已达 60 元/斤，这部分的利润贡献将十分可观。

➤ 进入人参饮片市场，完善全产业链

公司原先是从事人参种植和人参药品生产销售，此次投资 21,629.41 万元建设人参饮片加工项目意味着进入人参饮片产业，成为人参平地种植—人参饮片加工销售—人参药品的人参全产业链企业。新增 480 吨干参的加工能力，一方面是瞄准国内的人参饮片市场，另一方面也是着眼于未来平地种参的收获加工，以及人参食品、化妆品等系列精加工产品的需要。

➤ 增资子公司，新的利润增长点

除了上述投向外，公司还将使用超募资金 7,514.57 万元，向全资子公司集安市益盛包装印刷有限公司增资。益盛包装主要向益盛药业供应包装产品，也是当地唯一的包装生产企业，目前产能受到一定限制。我们认为增资后将形成新的利润增长点。

➤ 供需矛盾突出，看涨人参后市

投资者或对人参后市的表現有所顾虑，我们判断人参未来的价格仍将震荡上行。即使在连续两年上涨后，中国人参的价格仍明显低于韩国国内，出口需求仍将旺盛；国内市场无论是中药企业还是经销商环节，对人参涨价都具备一定的消化能力。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。

三、盈利预测与投资建议

益盛药业是我们重点推荐的上市公司，具备人参平地种植—人参饮片加工销售—人参药品的人参全产业链企业，在 A 股中属于较稀缺的投资标的。在人参价格不断回归的过程中，益盛药业这样兼有革命性的上游人参种植技术和丰富的下游人参产品的企业将受到越来越多的资金关注。

我们维持强烈推荐评级，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。目前的估值水平主要反映了公司制药业务的价值，尚没有反映人参种植和人参加工等业务的价值，公司股价仍有较大的空间。

四、风险提示：

1、公司主导产品生脉注射液、振源胶囊、心悅胶囊、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。

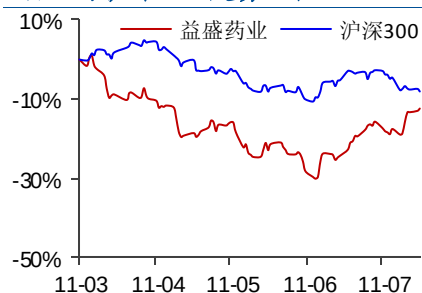
强烈推荐 维持评级

合理估值：45 元

交易数据(2011-8-2)

收盘价(元)	35.09
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)	39.71
流通市值(亿元)	9.68

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

分析师：李平祝

执业证书编号：S0260511020019

电话：(8610)8512 7808

Email: lipingzhu@mszq.com

相关研究

1. 《益盛药业(002566)调研简报与一季报点评：业绩增长无虞，上下游双轮驱动》2011.04.20

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

资料来源：民生证券研究所

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

分析师与联系人简介

练乐尧，四川大学卫生经济学博士，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。

李平祝，北京大学药剂学硕士，三年证券从业经验。2011年三月加入民生证券。

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。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璿	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13811313398	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@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

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

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。