

## 众生药业 ( 002317 ): 业绩稳定增长, 产能释放在即

行业分类: 医药

2011. 10. 21

研究员: 张绍坤  
(执业证书编号: S0640511010008)  
联系人: 刁志学, 赵浩然  
电话: 0755-83520492、83689524  
Email: diaozhixue@163.com

### 事件回顾:

2011 年三季报显示: 1-9 月公司实现营业收入 55,596.48 万元, 同比增长 17.13%; 归属上市公司股东的净利润为 11,461.66 万元, 同比增长 16.84%; 每股收益 0.64 元; 公司第三季度单季度的营业收入与净利润分别同比增长 18.39% 和 14.95%。

### 投资要点:

#### ◆ 营销网络持续推进带动营业收入稳步增长

我们之前在报告中指出公司以自建营销队伍的方式, 在深耕广东省内的基础上逐步加大对省外营销体系建设, 随着营销网络的延伸, 将会带动公司营业收入稳步增长; 公司三季度单季度销售额同比增长 18.39%, 高于上半年增长速度, 营销网络建设成果的正在逐步体现在公司营业收入中;

#### ◆ 期间费用增长较大导致净利润增长幅度放缓

公司采取对核心原材料进行战略性采购和储备战略成效明显, 第三季度综合毛利率为 64.18%, 同比上升 1.90 个百分点, 但由于期间公司销售费用、财务费用、营业外支出等费用同比增加较大, 绝对金额相对去年同期增加 1512.10 万元, 导致净利润同比增长幅度 (14.95%) 低于营业收入增长幅度;

#### ◆ 募投项目进度加快产品即将突破产能瓶颈

产能瓶颈一直是困扰公司发展的主要问题, 公司募投项目主要为主导产品的技改扩产项目, 受新版 GMP 认证实施的影响, 公司上半年调整其实施进度, 报告期内固定资产及在建工程较去年期末分别增长 60.78% 和 166.06%, 表明公司正在加快募投项目实施进度。

#### ◆ 技术合作加快产品开发

公司联合华南新药创制中心与四川大学达成技术合作意向, 共同针对新药项目进行开发, 首期开发的三个项目分别为: 针对肺纤维化的化学一类新药 QU100 项目、针对 II 型糖尿病的化学一类新药 WCH-16 项目及针对癌症的 DXZ923 纳米制剂项目, 再加上前期自主研发的“健行”颗粒项目以及同美国 Simaomics, Inc. 合作开发眼科 I 类新药 STP601 项目, 公司有多个产品处于研究或临床试验阶段, 未来将有望成为公司盈利的新亮点。

### 投资评级:

我们暂时维持此前的盈利预测及投资评级, 公司 11-13 年 EPS 分别为 0.98 元、1.23 元、1.57 元, 对应的动态市盈率分别为 22、18、14 倍, 考虑到公司未来营销网络的扩大、产能释放带来的业绩增长, 我们给予公司 12 年 30 倍 PE, 目标价 36.90 元, “买入”评级。

### 投资风险:

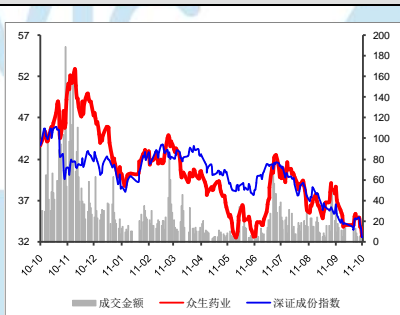
药品价格的宏观控制; 扩产低于预期; 新药研发风险。

|         |       |
|---------|-------|
| 6 个月目标价 | 34.20 |
| 当前股价    | 21.55 |
| 投资评级    | 买入    |

### 基础数据

|              |         |
|--------------|---------|
| 上证指数         | 2331.37 |
| 总股本 (亿)      | 1.80    |
| 流通 A 股 (亿)   | 0.45    |
| 流通 A 股市值 (亿) | 9.70    |
| 总市值 (亿)      | 38.79   |
| ROE          | 7.95%   |
| 资产负债率        | 7.27%   |
| 动态市盈率        | 22.08   |
| 动态市净率        | 2.58    |

### 近一年股价表现



**图表 1：盈利预测表**

| 资产负债表          |      |       |       |       | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元         |      |       |       |       | 单位:百万元          |             |              |              |              |
| 会计年度           | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | 会计年度            | 2010        | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
| <b>流动资产</b>    | 1272 | 1388  | 1557  | 1754  | <b>营业收入</b>     | 641         | 751          | 941          | 1153         |
| 现金             | 1054 | 1132  | 1225  | 1359  | 营业成本            | 235         | 271          | 315          | 368          |
| 应收账款           | 57   | 67    | 84    | 103   | 营业税金及附加         | 6           | 8            | 11           | 13           |
| 其他应收款          | 0    | 1     | 1     | 1     | 营业费用            | 226         | 263          | 339          | 415          |
| 预付账款           | 6    | 7     | 8     | 9     | 管理费用            | 49          | 54           | 73           | 86           |
| 存货             | 82   | 76    | 99    | 109   | 财务费用            | -19         | -45          | -49          | -53          |
| 其他流动资产         | 73   | 105   | 141   | 173   | 资产减值损失          | 0           | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动资产</b>   | 210  | 202   | 192   | 183   | 公允价值变动收益        | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 10   | 10    | 10    | 10    | 投资净收益           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产           | 137  | 146   | 145   | 141   | <b>营业利润</b>     | 144         | 199          | 252          | 324          |
| 无形资产           | 32   | 30    | 29    | 27    | 营业外收入           | 9           | 8            | 9            | 9            |
| 其他非流动资产        | 31   | 16    | 8     | 4     | 营业外支出           | 1           | 1            | 1            | 1            |
| <b>资产总计</b>    | 1482 | 1590  | 1750  | 1937  | <b>利润总额</b>     | 153         | 207          | 260          | 331          |
| <b>流动负债</b>    | 90   | 82    | 96    | 99    | 所得税             | 22          | 31           | 39           | 50           |
| 短期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     | <b>净利润</b>      | 132         | 176          | 221          | 282          |
| 应付账款           | 32   | 31    | 40    | 44    | 少数股东损益          | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 其他流动负债         | 58   | 51    | 56    | 55    | <b>归属母公司净利润</b> | 132         | 176          | 221          | 282          |
| <b>非流动负债</b>   | 5    | 5     | 5     | 5     | EBITDA          | 141         | 162          | 213          | 279          |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     | EPS (元)         | 1.10        | 0.98         | 1.23         | 1.57         |
| 其他非流动负债        | 5    | 5     | 5     | 5     |                 |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 96   | 88    | 101   | 105   | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| 少数股东权益         | 0    | 0     | 0     | 0     | <b>会计年度</b>     | <b>2010</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> |
| 股本             | 120  | 180   | 180   | 180   | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 资本公积           | 987  | 927   | 927   | 927   | 营业收入            | 16.2%       | 17.2%        | 25.4%        | 22.5%        |
| 留存收益           | 280  | 396   | 542   | 726   | 营业利润            | 32.7%       | 38.2%        | 26.6%        | 28.2%        |
| 归属母公司股东权益      | 1387 | 1502  | 1649  | 1833  | 归属于母公司净利润       | 31.0%       | 33.6%        | 26.0%        | 27.3%        |
| <b>负债和股东权益</b> | 1482 | 1590  | 1750  | 1937  | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 毛利率(%)          | 63.4%       | 63.9%        | 66.6%        | 68.1%        |
|                |      |       |       |       | 净利率(%)          | 20.5%       | 23.4%        | 23.5%        | 24.4%        |
|                |      |       |       |       | ROE(%)          | 9.5%        | 11.7%        | 13.4%        | 15.4%        |
|                |      |       |       |       | ROIC(%)         | 32.9%       | 35.9%        | 41.3%        | 49.0%        |
|                |      |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 资产负债率(%)        | 6.4%        | 5.5%         | 5.8%         | 5.4%         |
|                |      |       |       |       | 净负债比率(%)        | 0.00%       | 0.00%        | 0.00%        | 0.00%        |
|                |      |       |       |       | 流动比率            | 14.12       | 16.86        | 16.30        | 17.67        |
|                |      |       |       |       | 速动比率            | 13.21       | 15.93        | 15.27        | 16.57        |
|                |      |       |       |       | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 总资产周转率          | 0.44        | 0.49         | 0.56         | 0.63         |
|                |      |       |       |       | 应收账款周转率         | 11          | 11           | 12           | 12           |
|                |      |       |       |       | 应付账款周转率         | 9.04        | 8.52         | 8.85         | 8.73         |
|                |      |       |       |       | <b>每股指标(元)</b>  |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 每股收益(最新摊薄)      | 0.73        | 0.98         | 1.23         | 1.57         |
|                |      |       |       |       | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.51        | 0.52         | 0.66         | 0.99         |
|                |      |       |       |       | 每股净资产(最新摊薄)     | 7.70        | 8.35         | 9.16         | 10.18        |
|                |      |       |       |       | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | P/E             | 29.50       | 22.08        | 17.53        | 13.77        |
|                |      |       |       |       | P/B             | 2.80        | 2.58         | 2.35         | 2.12         |
|                |      |       |       |       | EV/EBITDA       | 20          | 17           | 13           | 10           |

| 现金流量表          |      |       |       |       |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元         |      |       |       |       |
| 会计年度           | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| <b>经营活动现金流</b> | 92   | 93    | 118   | 178   |
| 净利润            | 132  | 176   | 221   | 282   |
| 折旧摊销           | 15   | 8     | 9     | 9     |
| 财务费用           | -19  | -45   | -49   | -53   |
| 投资损失           | 0    | -0    | -0    | -0    |
| 营运资金变动         | -56  | -46   | -64   | -60   |
| 其他经营现金流        | 19   | 1     | 1     | 1     |
| <b>投资活动现金流</b> | -67  | 0     | 0     | 0     |
| 资本支出           | 67   | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他投资现金流        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>筹资活动现金流</b> | -80  | -15   | -26   | -44   |
| 短期借款           | -40  | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 40   | 60    | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | -40  | -60   | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -40  | -15   | -26   | -44   |
| <b>现金净增加额</b>  | -55  | 79    | 92    | 134   |

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。  
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。  
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

张绍坤，SAC执业证书号：S0640511010008，南开大学经济学硕士，2007年8月加入中航证券金融研究所，从事消费行业的研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）  
联系电话：0755-83692635

公司网址：www.avicsec.com  
传真：0755-83688539

### 免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。