

众生药业 (002317): 营销网络有序推进、未来业绩稳定增长

行业分类: 医药

2011. 08. 02

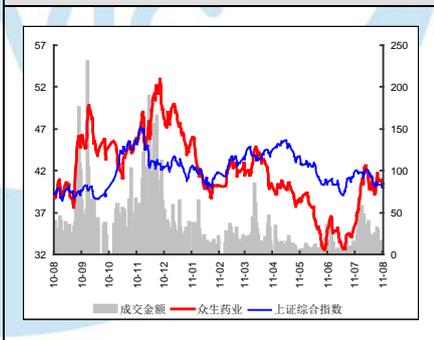
研究员: 张绍坤
(执业证书编号: S0640511010008)
联系人: 刁志学, 赵浩然
电话: 0755-83520492、83689524
Email: diaozhixue@163.com

6 个月目标价	37.60
当前股价	26.50
投资评级	买入

基础数据

上证指数	2679.26
总股本 (亿)	1.80
流通 A 股 (亿)	0.45
流通 A 股市值 (亿)	11.93
总市值 (亿)	47.70
ROE	5.41%
资产负债率	7.27%
动态市盈率	28.19
动态市净率	3.19

近一年股价表现



事件回顾:

2011 年中报显示: 1-6 月公司实现营业收入 35,975.16 万元, 同比增长 16.46%; 营业利润 8,332.79 万元, 同比增长 16.69%; 净利润 7,594.26 万元, 同比增长 17.83%。

投资要点:

◆ 营销网络有序推进, 空白区域增长显著

处方药方面公司加快建立营销网点, 实现对战略核心市场的覆盖, 利用省会城市医院的高端影响力, 向地、县级城市拓展; OTC 药品方面按照先广东周边省市, 后相邻省市的战略布局, 逐年扩大营销网络; 上半年公司在广东省外营业收入 12,867.14 万元, 同比增 34.51 个百分点, 是公司营业收入增长的主要来源。

◆ 重点产品稳定增长, 毛利有所下降

上半年受益于公司营销网络的推进和品牌影响力的提升, 公司主导产品复方血栓通胶囊、清热祛湿颗粒、脑栓通胶囊实现营业收入同比增加 23.54%、46.93%、29.18%, 带动公司中成药营业收入同比增长 19.13%; 由于三七涨价、环保压力、人力成本提高等因素的影响, 公司虽然采取批量采购和强化内部管理等方式控制生产成本, 但主导产品的毛利率同比仍出现不同程度的下滑, 幅度分别为 3.55、4.75、4.42 个百分点; 化学药品营业收入同比增长 7.60%, 毛利率基本保持稳定。

◆ 未来公司看点繁多, 业绩增长可期

➢ 复方血栓通胶囊、众生丸、清热祛湿冲剂技改等公司主要募投项目预计明年中完工, 届时主导产品的产能将得到释放, 在营销网络逐步扩大的带动下, 公司未来业绩将会持续稳定的增长。

➢ 清热祛湿颗粒获得国家中药保护品种证书, 提高了产品的核心竞争力, 有利于公司发挥知识产权优势开拓市场。

➢ 头孢克洛胶囊获药品临床试验批件, 通过后将会进一步丰富公司化学药品的种类, 对公司的业绩产生积极的影响。

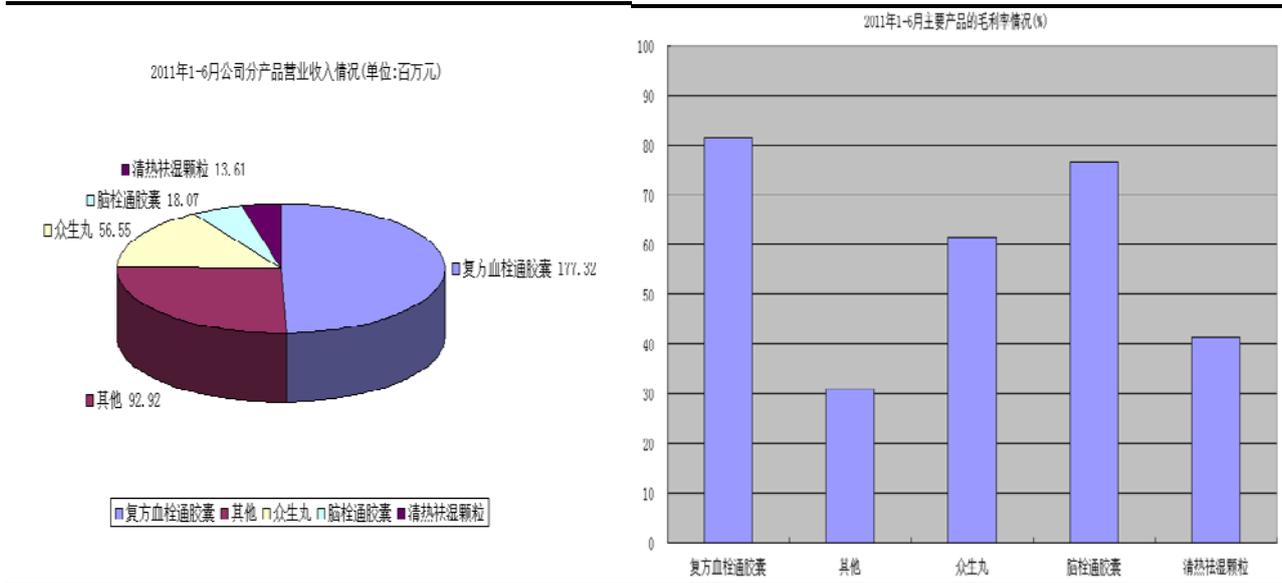
投资评级:

我们预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.94 元、1.14 元、1.37 元, 对应的动态市盈率分别为 29、23、20 倍, 考虑到公司未来营销网络的扩大、产能释放及新产品的投入市场, 我们给予公司 40 倍的 PE, 目标价 37.60 元, 买入评级。

投资风险:

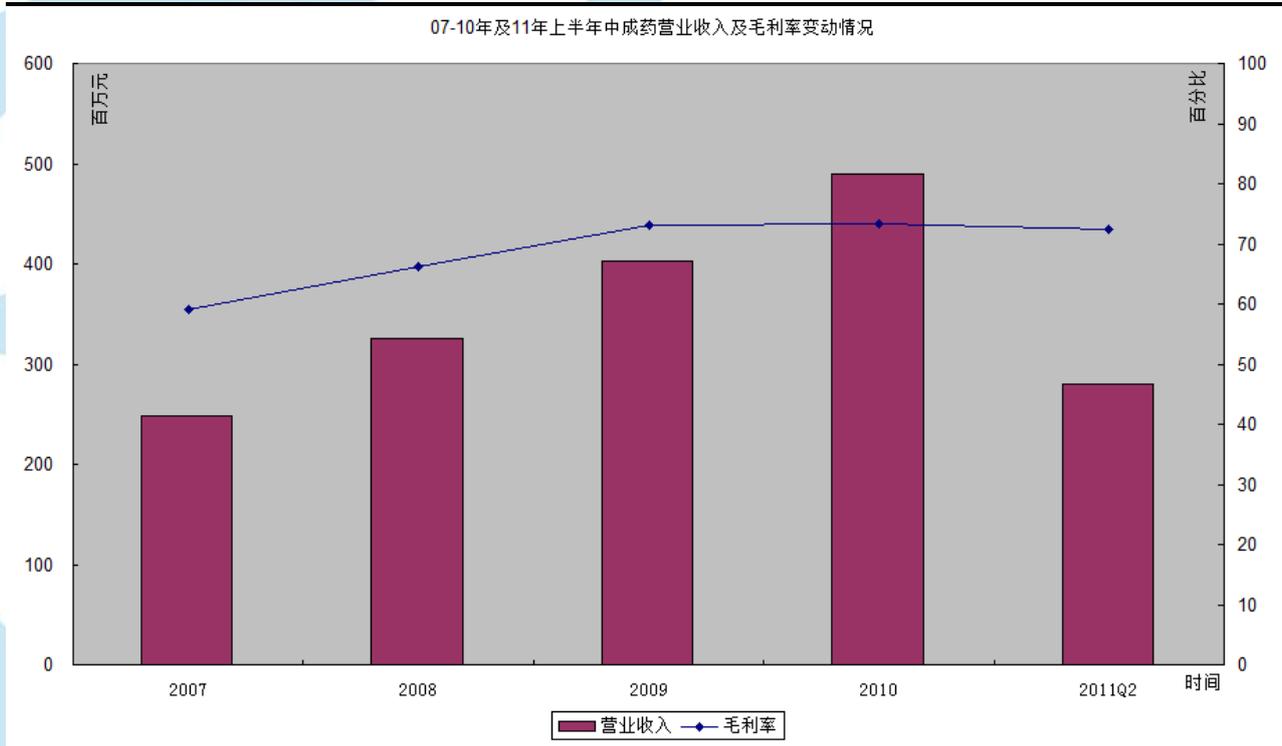
药品价格的宏观控制; 原材料价格持续上涨; 扩产低于预期。

图表 1：2011 年 1-6 月公司分产品营业收入和毛利率情况



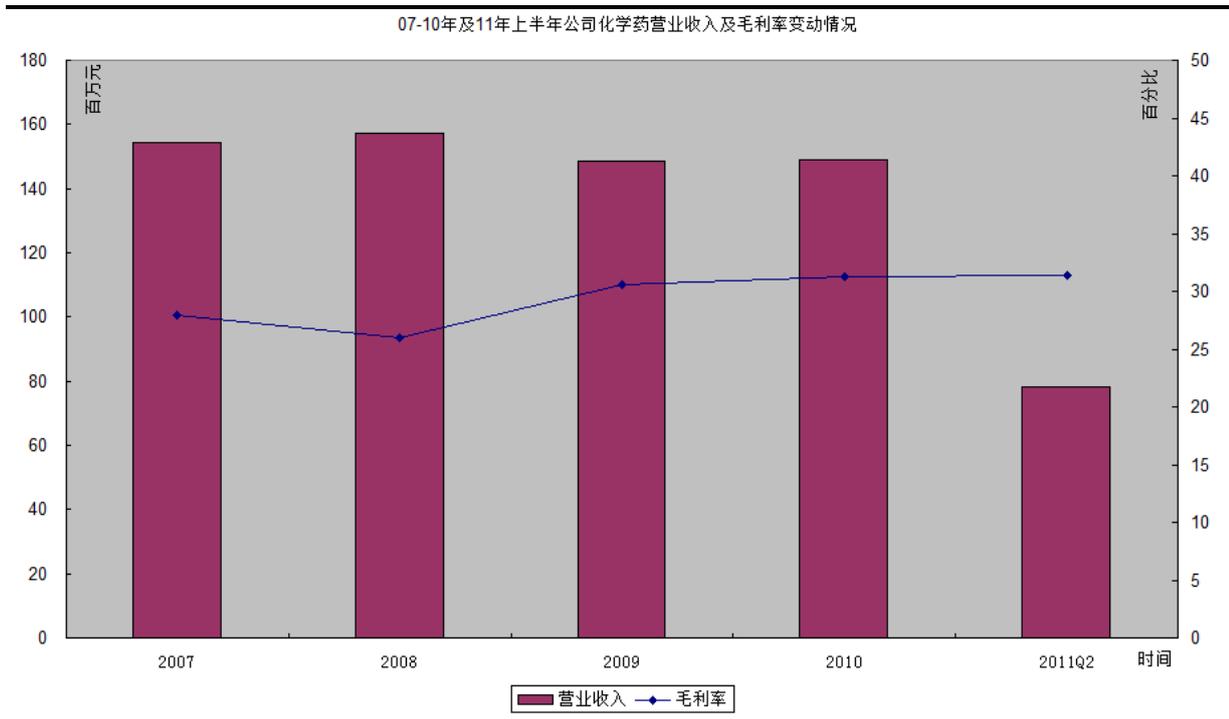
数据来源：中航证券研究所，wind

图表 2：2007 -2010 年及 2011 年上半年公司中成药营业收入和毛利率变动情况



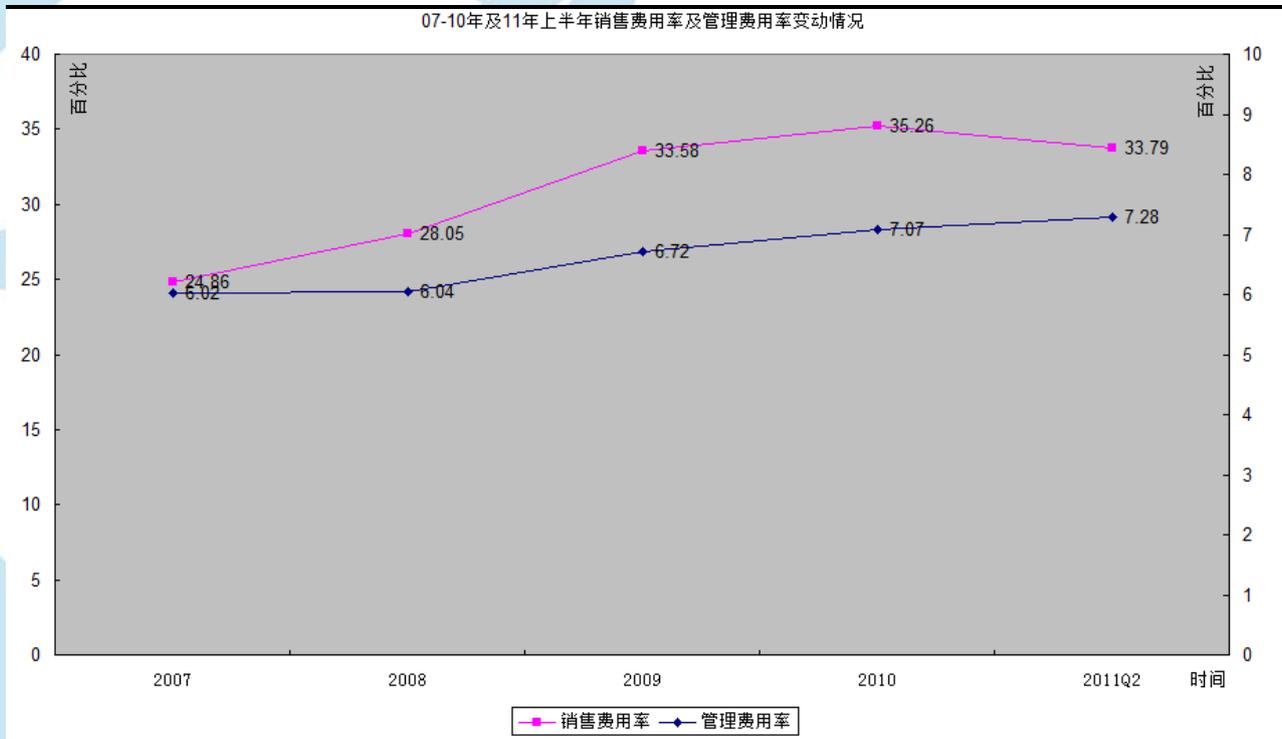
数据来源：中航证券研究所，wind

图表 3：2007 -2010 年及 2011 年上半年公司化学药营业收入和毛利率变动情况



数据来源：中航证券研究所，wind

图表 4：2007-2010 年及 2011 年上半年公司营业费用率及管理费用率变动情况



数据来源：中航证券研究所，wind

图表 5：公司分产品营业收入及主要财务预测

	08A	09A	10A	11E	12E	13E
中成药						
营业收入(百万元)	325.36	402.60	489.70	587.64	763.93	954.91
增加额(百万元)	77.47	77.24	87.10	97.94	176.29	190.98
增长幅度(%)	31.25	23.74	21.63	20.00	30.00	25.00
毛利率(%)	66.27	73.10	73.25	71.50	70.00	69.00
化学药						
营业收入(百万元)	157.42	148.37	148.80	159.21	170.36	187.39
增加额(百万元)	2.99	(9.05)	0.42	10.42	11.14	17.04
增长幅度(%)	1.93	(5.75)	0.28	7.00	7.00	10.00
毛利率(%)	25.94	30.52	31.26	31.26	31.26	31.26
其他假设						
营业费用/营业收入(%)	28.05	33.58	35.26	28.05	33.58	34.00
管理费用/营业收入(%)	6.04	6.72	7.07	6.04	6.72	7.50
税率(%)	12.95	12.54	14.13	15.00	15.00	15.00

数据来源：中航证券研究所，公司年报



图表 6: 盈利预测表

流动资产	1272	1383	1543	1715	营业收入	641	749	938	1146
现金	1054	1125	1200	1302	营业成本	235	278	347	426
应收账款	57	67	83	102	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	262	319	390
预付账款	6	7	9	11	管理费用	49	54	73	86
存货	82	78	109	127	财务费用	-19	-45	-48	-52
其他流动资产	73	105	141	172	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	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	营业利润	144	192	235	283
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
资产总计	1482	1584	1736	1898	利润总额	153	199	243	291
流动负债	90	83	100	106	所得税	22	30	37	44
短期借款	0	0	0	0	净利润	132	169	207	247
应付账款	32	32	44	52	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	58	51	56	55	归属母公司净利润	132	169	207	247
非流动负债	5	5	5	5	EBITDA	141	155	196	240
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.10	0.94	1.15	1.37
其他非流动负债	5	5	5	5					
负债合计	96	89	105	112	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	120	180	180	180	成长能力				
资本公积	987	927	927	927	营业收入	16.2%	17.0%	25.1%	22.3%
留存收益	280	389	524	680	营业利润	32.7%	32.9%	22.9%	20.1%
归属母公司股东权益	1387	1496	1630	1786	归属于母公司净利润	31.0%	28.6%	22.3%	19.4%
负债和股东权益	1482	1584	1736	1898	获利能力				
					毛利率(%)	63.4%	62.9%	62.9%	62.8%
					净利率(%)	20.5%	22.6%	22.1%	21.6%
					ROE(%)	9.5%	11.3%	12.7%	13.8%
					ROIC(%)	32.9%	34.0%	37.5%	41.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	6.4%	5.6%	6.1%	5.9%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	14.12	16.63	15.48	16.13
					速动比率	13.21	15.69	14.39	14.94
					营运能力				
					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	8.63	9.14	8.92
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.73	0.94	1.15	1.37
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	0.48	0.55	0.78
					每股净资产(最新摊薄)	7.70	8.31	9.06	9.92
					估值比率				
					P/E	36.79	28.60	23.38	19.58
					P/B	3.49	3.23	2.97	2.71
					EV/EBITDA	27	24	19	16

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	92	86	99	141
净利润	132	169	207	247
折旧摊销	15	8	9	9
财务费用	-19	-45	-48	-52
投资损失	0	-0	-0	-0
营运资金变动	-56	-47	-69	-65
其他经营现金流	19	1	1	1
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	-80	-15	-24	-40
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	-24	-40
现金净增加额	-55	71	75	102

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、未来也将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）

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635

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。