

## 众生药业 (002317): 营销网络外延, 产能释放在即

行业分类: 医药

2012. 03. 20

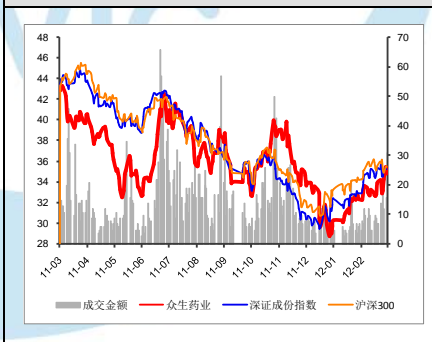
研究员: 张绍坤  
(执业证书编号: S0640511010008)  
联系人: 刁志学, 赵浩然  
电话: 0755-83520492、83689524  
Email: diaozhixue@163.com

6个月目标价	33.90
当前股价	23.35
投资评级	买入

### 基础数据

上证指数	2410.18
总股本(亿)	1.80
流通A股(亿)	0.45
流通A股市值(亿)	10.51
总市值(亿)	42.03
ROE	10.19%
资产负债率	5.90%
动态市盈率	20.01
动态市净率	2.75

### 近一年股价表现



### 事件回顾:

公司公布 2011 年年报: 报告期内公司实现营业收入 7.51 亿元, 同比增长幅度为 17.16%; 营业利润为 1.69 亿元, 同比增长 17.02%; 归属上市公司股东的净利润为 1.45 元, 同比增长 17.10%; 基本每股收益为 0.84 元, 较去年同期增长 15.07%。

### 投资要点:

**营销网络推进, 省外业务增长迅速:** 我们在之前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, 带动公司广东省外营业收入快速增长; 2011 年公司在广东省内实现营业收入 4.68 亿元, 比去年同期增长 7.14%; 广东省外实现营业收入 2.78 亿元, 同比增长 37.83%, 在主营业务收入中的占比为 37.28%, 较去年上升 5.68 个百分点。

**高比例研发投入, 维持技术优势:** 2011 年公司研发支出 3192.93 万元, 占营业收入比例为 4.25%, 保持高比例的研发投入, 取得丰厚的成果; 报告期内公司核心产品众生丸和清热祛湿颗粒获得国家二级中药保护品种的续保批准, 同时公司还取得三项专利授权, 围绕这两项核心产品形成专利保护, 进一步巩固自身技术优势; 复方血栓通胶囊技术改造课题获“重大新药创制”科技重大专项子课题立项。

**通过技术合作, 加快产品开发:** 公司坚持自主研发与合作研发并重的研发模式, 与苏州圣诺及美国 Simaomics, Inc. 合作开发眼科 I 类新药 STP601 项目; 同时, 公司还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 QU100、WCH-16、DXZ923 等新药项目进行开发, 为公司未来的发展奠定基础。

**募投项目建设完成, 产能即将释放:** 产能不足一直是困扰公司发展的主要因素, 去年募投项目受新版 GMP 认证的影响, 实施进度缓慢是其业绩低于预期的主要原因; 目前公司已完成项目的建设, 预计今年上半年将有望完成 GMP 认证工作, 实现产能的释放。

**财务状况良好, 现金流充裕:** 2011 年年报显示: 公司应收账款受省外市场销售收入增长的影响较大, 同比上升 46.68%, 周转率为 10.76, 虽较去年有所降低, 但仍为安全可控; 公司流动比率和速动比率分别为 13.95 和 12.96, 具有较强的短期偿债能力; 公司拥有 8.95 亿货币资金, 现金流充裕。

### 投资评级:

我们根据公司公布年报, 调整公司 12-14 年 EPS 分别为 1.13/1.45/1.92 元 (原 12-13 年分别为 1.23 元和 1.57 元), 对应的动态市盈率分别为 20、16、12 倍, 考虑到公司产能的释放、以及营销网络外延, 维持对公司的“买入”评级, 目标价 33.90 元。

### 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。

**图表 1：盈利预测表**

资产负债表					利润表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	1193	1295	1529	1875	<b>营业收入</b>	751	942	1150	1408
现金	895	936	1087	1336	营业成本	272	313	369	430
应收账款	83	94	121	144	营业税金及附加	9	11	13	16
其他应收款	0	0	1	1	营业费用	255	321	386	463
预付账款	10	11	13	16	管理费用	63	82	102	123
存货	84	103	118	139	财务费用	-19	-18	-20	-24
其他流动资产	120	151	190	239	资产减值损失	1	1	1	1
<b>非流动资产</b>	377	488	469	449	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	254	376	352	319	<b>营业利润</b>	169	232	299	400
无形资产	52	72	91	110	营业外收入	9	9	9	9
其他非流动资产	61	31	17	10	营业外支出	2	1	1	2
<b>资产总计</b>	1570	1783	1999	2324	<b>利润总额</b>	175	240	306	407
<b>流动负债</b>	86	96	97	106	所得税	25	36	46	61
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	151	204	260	346
应付账款	15	30	28	37	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	71	66	70	70	<b>归属母公司净利润</b>	151	204	260	346
<b>非流动负债</b>	7	6	7	6	EBITDA	170	246	319	417
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.84	1.13	1.45	1.92
其他非流动负债	7	6	7	6					
<b>负债合计</b>	93	102	104	113	<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>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
股本	180	180	180	180	<b>成长能力</b>				
资本公积	927	927	927	927	营业收入	17.2%	25.5%	22.1%	22.5%
留存收益	371	574	788	1105	营业利润	17.0%	37.5%	28.8%	33.8%
归属母公司股东权益	1477	1681	1895	2211	归属于母公司净利润	14.5%	35.3%	27.8%	32.9%
<b>负债和股东权益</b>	1570	1783	1999	2324	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	63.7%	66.8%	67.9%	69.5%
					净利率(%)	20.1%	21.6%	22.6%	24.6%
					ROE(%)	10.2%	12.1%	13.7%	15.6%
					ROIC(%)	22.3%	24.5%	29.5%	36.6%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	5.9%	5.7%	5.2%	4.9%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	13.95	13.54	15.69	17.64
					速动比率	12.96	12.46	14.49	16.33
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.49	0.56	0.61	0.65
					应收账款周转率	10	10	10	10
					应付账款周转率	11.55	13.97	12.77	13.33
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.84	1.13	1.45	1.92
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	0.92	1.10	1.53
					每股净资产(最新摊薄)	8.21	9.34	10.53	12.28
					<b>估值比率</b>				
					P/E	27.07	20.01	15.65	11.78
					P/B	2.76	2.42	2.15	1.84
					EV/EBITDA	19	13	10	8

现金流量表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	71	166	199	275
净利润	151	204	260	346
折旧摊销	20	32	40	41
财务费用	-19	-18	-20	-24
投资损失	0	-0	-0	-0
营运资金变动	-85	-52	-83	-89
其他经营现金流	4	0	2	1
<b>投资活动现金流</b>	-185	-144	-21	-21
资本支出	185	123	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	-21	-21	-21
<b>筹资活动现金流</b>	-44	18	-26	-5
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	60	0	0	0
资本公积增加	-60	0	0	0
其他筹资现金流	-44	18	-26	-5
<b>现金净增加额</b>	-158	40	152	248

数据来源：中航证券研究所

## 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](http://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。