

## 众生药业 (002317) 调研简报: 原材料价格平稳回落, 下半年确立业绩拐点

行业分类: 中药

2012年09月02日

公司投资评级	买入
6-12个月目标价	40.00
当前股价 (12.08.31)	31.80

### 基础数据

上证指数	2047.52
总股本 (亿)	1.80
流通 A 股 (亿)	0.45
流通 B 股 (亿)	0
流通 A 股市值 (亿)	57.24
每股净资产 (元)	8.27
ROE (2012H)	5.61%
资产负债率	6.87%
动态市盈率	30.93
市净率	3.60

### 近一年行业指数与上证综指走势对比



资料来源: wind

### 事件回顾:

2012年8月30日, 我们调研众生药业, 就上游原材料价格走势、公司营销网络建设以及未来发展规划同公司管理层进行沟通交流。

### 我们的观点:

**三七价格平稳回落:** 今年上半年受西南旱情等因素的影响, 三七价格的“高温”行情继续攀升, 在5月份达到高点, 其中无数头春三七的价格最高达到700元/公斤, 随后出现小幅回落, 目前仍处于500-600元/公斤的中高位运行; 下半年随着三七新产逐步上市销售, 下游制药企业开始补充库存, 市场需求量较大, 再加上药农留种较多, 预计短期内三七价格将会平稳回落为主; 长期来看, 供需关系是影响三七价格变动的主要因素, 近几年三七价格居高不下带动药农种植积极性持续高涨, 预计未来两三年市场上三七的供应量将会大幅增加, 价格进一步回落的可能性较大。

**营销网络建设提速:** 公司营销体系中分别设立医院、零售、基层事业部, 重点针对公司处方药、OTC药品、基药产品的推广, 随着基层医疗市场需求的扩大以及公司诸多产品进入基药目录, 处方药及基药产品将会是公司未来业绩增长的主要驱动因素; 上市以来公司在深耕广东省内的基础上逐步推动销售网络外延, 省外销售收入一直保持快速增长, 收入占比不断提升, 我们认为, 一直以来公司营销网络建设进度受其产能制约影响较大, 随着新建募投项目的投入使用, 长期困扰公司发展的产能瓶颈将不复存在, 公司也将加大对省内、省外营销网络的建设力度, 进而推动公司快速发展。

**下半年确立业绩拐点:** 三七作为公司主导产品复方血栓通胶囊的主要原材料之一, 在整个中药材成本中所占比重较大, 三七价格波动对公司毛利率影响较大, 公司积极地通过向上游三七种植产业延伸以及实施原材料战略储备, 来应对当前中药材成本的上涨; 我们认为, 短期内三七价格居高不下, 将会影响公司业绩增长 (预计下半年表现更为明显), 未来随着原材料价格回落、营销网络建设深入、新增产能逐步释放以及毒胶囊事件淡化, 公司将有望进入快速发展周期。

**内生式增长及外延性扩张并重:** 公司定位于成为“一家具有特色、值得信赖的品牌制药企业”, 坚持内生式增长和外延性扩张并重的发展战略; 一方面公司拥有多个极具市场潜力的独家产品, 竞争优势明显, 并引进创新科研团队增强自身研发实力, 加码肿瘤和糖尿病创领域新药物研发和产业化, 为公司实现内生性增长奠定基础; 另一方面公司上半年收购八达制药, 迈出外延式扩张的步伐, 在快速进入冻干粉针剂市场的同时, 也为后续高端粉针剂产品的开发生产搭建了平台, 公司充裕的现金流为实施外延性拓展提供保障。

**投资评级:** 我们看好公司产能的释放以及外延式扩张的前景, 综合考虑原材料上涨为公司带来的业绩压力及获取政府补贴的规模, 暂维持公司12-14年EPS分别为1.03/1.41/1.78元, 维持“买入”评级, 目标价40.00元。

**投资风险:** 药品价格的宏观控制; 中药材价格持续上涨; 新药研发风险。

联系人: 赵浩然      联系人电话: 0755-83689524  
 联系人邮箱: zhaohao185@hotmail.com

中航证券金融研究所发布      证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦29楼  
 公司网址: www.avicsec.com  
 联系电话: 0755-83692635  
 传真: 0755-83688539

**公司财务报表预测**

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	1193	1301	1415	1633	<b>营业收入</b>	751	1002	1289	1568
现金	895	895	895	1012	营业成本	272	399	482	538
应收账款	83	100	135	160	营业税金及附加	9	12	15	18
其他应收款	0	1	1	1	营业费用	255	334	418	522
预付账款	10	15	18	20	管理费用	63	82	102	128
存货	84	131	154	174	财务费用	-19	-15	-14	-19
其他流动资产	120	160	213	267	资产减值损失	1	1	1	1
<b>非流动资产</b>	377	488	468	448	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	189	285	379
无形资产	52	72	91	110	营业外收入	9	30	15	0
其他非流动资产	61	31	16	8	营业外支出	2	1	1	2
<b>资产总计</b>	1570	1789	1883	2081	<b>利润总额</b>	175	218	298	377
<b>流动负债</b>	86	193	119	116	所得税	25	33	45	57
短期借款	0	88	13	0	<b>净利润</b>	151	185	253	320
应付账款	15	38	36	46	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	71	66	71	70	<b>归属母公司净利润</b>	151	185	253	320
<b>非流动负债</b>	7	6	7	6	EBITDA	170	207	311	401
长期借款	0	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	0.84	1.03	1.41	1.78
其他非流动负债	7	6	7	6					
<b>负债合计</b>	93	199	126	123	<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%	33.5%	28.6%	21.7%
留存收益	371	484	651	851	营业利润	17.0%	12.1%	50.5%	33.1%
归属母公司股东权益	1477	1590	1757	1958	归属于母公司净利润	14.5%	22.9%	37.0%	26.4%
<b>负债和股东权益</b>	1570	1789	1883	2081	<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	63.7%	60.2%	62.6%	65.7%
<b>现金流量表</b>					净利率 (%)	20.1%	18.5%	19.7%	20.4%
					ROE (%)	10.2%	11.6%	14.4%	16.4%
<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	ROIC (%)	22.3%	19.0%	26.4%	32.5%
<b>经营活动现金流</b>	71	113	169	251	<b>偿债能力</b>				
净利润	151	185	253	320	资产负债率 (%)	5.9%	11.1%	6.7%	5.9%
折旧摊销	20	32	40	41	净负债比率 (%)	0.00%	44.43%	10.02%	0.00%
财务费用	-19	-15	-14	-19	流动比率	13.95	6.76	11.86	14.03
投资损失	0	-0	-0	-0	速动比率	12.96	6.08	10.57	12.53
营运资金变动	-85	-91	-113	-93	<b>营运能力</b>				
其他经营现金流	4	1	2	1	总资产周转率	0.49	0.60	0.70	0.79
<b>投资活动现金流</b>	-185	-144	-21	-21	应收账款周转率	10	10	10	10
资本支出	185	123	0	0	应付账款周转率	11.55	15.03	12.94	13.09
长期投资	0	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>				
其他投资现金流	0	-21	-21	-21	每股收益 (最新摊薄)	0.84	1.03	1.41	1.78
<b>筹资活动现金流</b>	-44	31	-148	-114	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.39	0.63	0.94	1.39
短期借款	0	88	-76	-13	每股净资产 (最新摊薄)	8.21	8.83	9.76	10.88
长期借款	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
普通股增加	60	0	0	0	P/E	38.02	30.93	22.58	17.86
资本公积增加	-60	0	0	0	P/B	3.87	3.60	3.26	2.92
其他筹资现金流	-44	-57	-72	-101	EV/EBITDA	28	23	16	12
<b>现金净增加额</b>	-158	-0	0	116					

资料来源: 中航证券金融研究所

## 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：S0640511040001，南开大学经济学硕士，2007年8月加入中航证券金融研究所，从事零售行业的研究。

## 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。

### 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。