

业绩符合预期，经营逐季向好

众生药业 (002317) 2012 年年报点评

谨慎推荐 (上调)

风险评级：一般风险

2012 年 2 月 6 日

投资要点：

- 收入利润增速加快，经营逐季向好。2012 年全年收入 8.86 亿元，同比增长 18.09%；净利润 1.81 亿元，同比增长 20.58%；扣非后净利润 1.71 亿元，同比增长 17.72%；EPS 1.01 元。其中四季度单季表现出色，延续了二季度以来向好趋势，收入同比增长 21%，净利润同比增长 38.9%，增速创近两年来单季新高。
- 中成药业务仍是公司的引擎，省外业务占比提高。全年中成药实现收入 7.17 亿元，同比增长 21.64%，占主营收入比重为 81.62%；化学药实现收入 1.61 亿元，同比增长 3.43%，占主营收入比重为 18.38%。省外业务实现营收 3.45 亿元，同比增长 23.99%，占主营收入比重为 39.23%，提高 1.95%。
- 三七价格高位运行，合作种植有望缓解成本压力。三七价格的波动对公司毛利影响较大。09 年以来种植面积增长明显，12 年后供应将逐步加大；加上产新季到来，预计三七价格将保持稳中有降。同时公司 12 年启动了三七合作种植项目，有望缓解三七价格高位运行对公司经营的压力。
- 招标势头良好，未来业绩有保障。2012 年底安徽公布了县级医院招标结果，公司核心品种复方血栓通胶囊中标。湖北省非基药招标中，复方血栓通胶囊、软胶囊和脑栓通中标。价格方面，湖北，价格有提升；安徽则小幅下调，显示公司产品较强的议价能力。
- 投资建议：目前中药板块市盈率均值 30.6 倍。公司静态市盈率 31 倍，动态市盈率 25.4 倍，估值合理。公司业绩稳定，经营向好趋势明显，是稳健性配置品种。上调至谨慎推荐。

风险提示：中药材成本上升，新一轮中成药降价

公司主要财务指标预测表

	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入(百万元)	750.64	886.44	1,066.24	1,299.96
同比%	17.16	18.09	20.28	21.92
归属母公司净利润(百万元)	150.54	181.08	222.27	273.89
同比%	14.47	20.29	22.74	23.23
毛利率%	63.71	61.90	64.06	65.13
ROE%	10.19	11.23	12.49	13.80
每股收益(元)	0.84	1.01	1.23	1.52
每股净资产(元)	8.21	8.96	9.89	11.03
市盈率(倍)	36.47	30.99	24.45	20.59
市净率(倍)	3.71	3.40	3.08	2.77

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

俞春燕

SAC 执业证书编号：
S0340511010001

研究助理

皮劲松

电话：0769-22119455

主要数据 2012 年 2 月 5 日

收盘价(元)	31.30
总市值(亿元)	56.34
总股本(百万股)	1.80
流通股本(百万股)	1.09
ROE (TTM)	11.9%
12 月最高价(元)	39.10
12 月最低价(元)	19.53

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

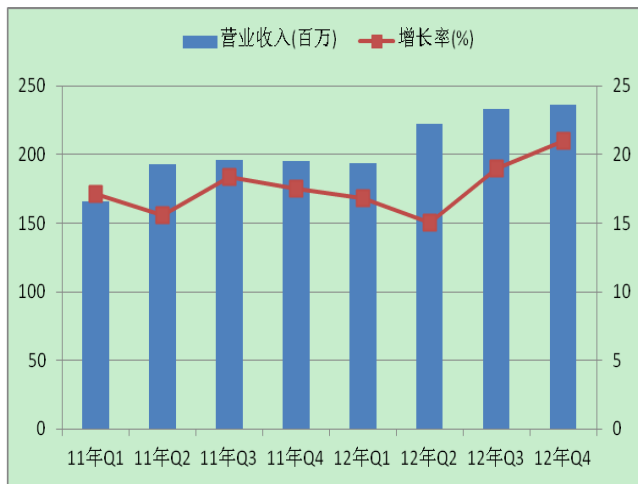
相关报告

克服成本压力，经营逐步向上
2012 年 10 月 26 日

1. 收入利润增速加快，经营逐季向好

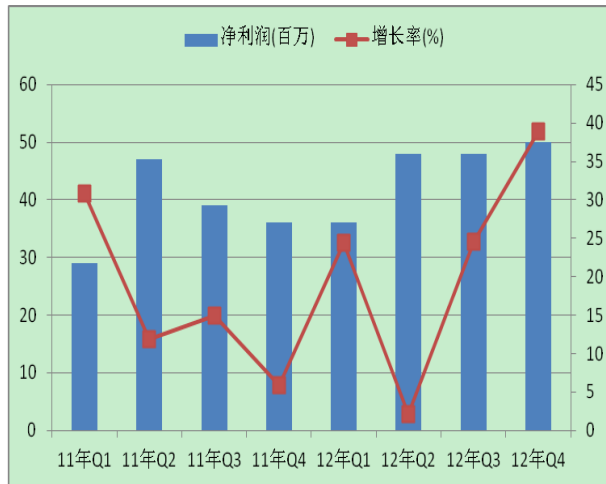
2012 年全年收入 8.86 亿元，同比增长 18.09%；净利润 1.81 亿元，同比增长 20.58%；EPS 1.01 元。其中四季度单季表现出色，延续了二季度以来向好趋势，收入同比增长 21%，净利润同比增长 38.9%，增速创近两年来单季新高。2012 年前三季度毛利率受中药材成本上升影响有所下滑，四季度企稳。销售和管理费用率也较为稳定。

图 1：营业收入分季度情况



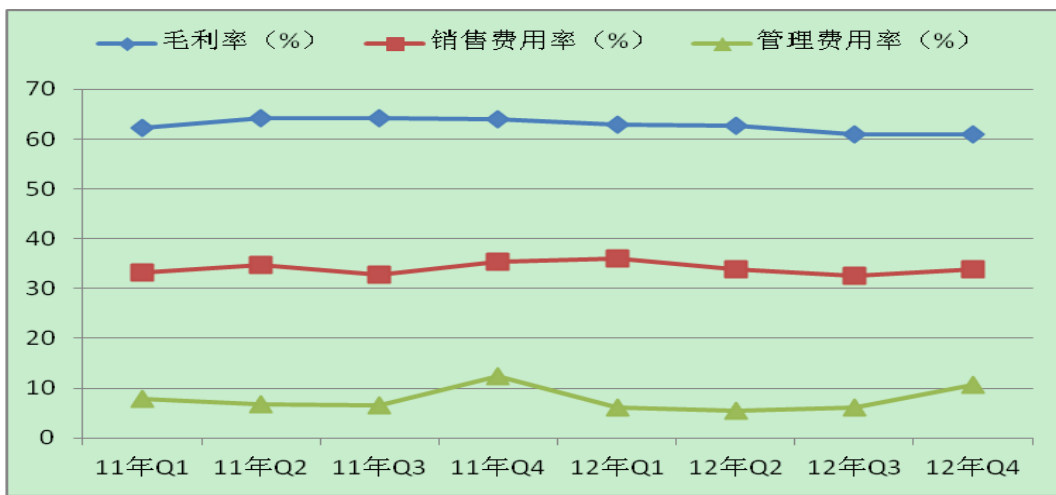
资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 2：净利润分季度情况



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 3：毛利率和费用率分季度情况



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

2. 中成药业务仍是公司的引擎，省外业务占比提高

以复方血栓通胶囊、脑栓通、众生丸等产品为主的中成药业务仍是公司业务的着力点。全年中成药实现收入 7.17 亿元，同比增长 21.64%，占主营收入比重为 81.62%；化学药实现收入 1.61 亿元，同比增长 3.43%，占主营收入比重为 18.38%。公司加大了广东省外营销网络的建设和拓展，省外业务增速快于整体业务。省外实现营收 3.45 亿元，同比增长 23.99%，占主营收入比重为 39.23%，提高 1.95%。

3. 三七价格高位运行，合作种植有望缓解成本压力

三七是复方血栓通胶囊的主要原材料，公司每年需求约 200 吨，三七价格的波动对公司毛利影响较大。09 年以来受干旱天气影响，三七价格快速上涨，三七(无数头)价格由 58 元/公斤升至目前的 650 元/公斤。由于三七的生长周期为 3 年，09 年以来种植面积增长明显，12 年后供应将逐步加大；加上产新季到来，预计三七价格将保持稳中有降。同时公司 12 年启动了三七合作种植项目，有望缓解三七价格高位运行对公司经营的压力。

图 3：三七（无数头）价格走势



资料来源：东莞证券研究所，iFind

4. 招标势头良好，未来业绩有保障

2012 年底安徽公布了县级医院招标结果，公司核心品种复方血栓通胶囊中标。在今年率先开标的湖北省非基药招标中，复方血栓通胶囊、软胶囊和脑栓通中标，明目地黄胶囊、盐酸氮卓斯汀滴眼液等多个二线产品也中标。此外复方血栓通胶囊、软胶囊和脑栓通入围 2012 年海南非基药采购目录，考虑到非基药招标政策相对温和以及复方血栓通胶囊和脑栓通都是独家品种，中标概率大。价格方面，同广东招标价相比，湖北的价格有提升；安徽则小幅下调，显示公司产品较强的议价能力。整体看，公司产品招标势头良好，未来两年业绩有保障。

表 1：公司产品最近中标情况

招标省份及类型	品种	中标日期	价格(元)
安徽县级医院	复方血栓通胶囊 (500mg, 30 粒/盒)	2012 年 12 月	22.89
湖北非基药	复方血栓通胶囊 (500mg, 30 粒/盒)	2013 年 1 月	22.14
	复方血栓通软胶囊 (660mg, 9 粒/盒)		29.1
	脑栓通胶囊 (400mg, 18 粒/盒)		23.01
海南非基药	复方血栓通胶囊 (500mg, 30 粒/盒)	2012 年 12 月 (采购公告)	N/A
广东非基药	复方血栓通胶囊 (500mg, 30 粒/盒)	2011 年 2 月	23.66
	复方血栓通软胶囊 (660mg, 9 粒/盒)		28.24
	脑栓通胶囊 (400mg, 18 粒/盒)		22.57

资料来源：东莞证券研究所，各地药品采购平台

5. 八达制药 14 年贡献利润，新药开发稳步推进

报告期内公司收购了八达制药相关资产，将在东莞重新建设生产线，预计13年底通过GMP认证，14年有望贡献利润。八达制药经营业务为冻干粉针剂，针剂项目一直是公司的战略规划，在医院上量迅速，对销售带动明显。八达制药销售规模2-3千万，保持盈利。由于招标采用商务标和技术标的方式，八达制药的产品并入公司后，因生产厂商的资产优势，在招标中更容易取得价格和销量优势，同时依靠公司丰富的销售渠道资源，注射剂销售将远超目前规模。

新药开发稳步推进。帕金森治疗药物健行颗粒进入了三期临床，包括盐酸洛氟普啉在内的多个品种获得了注册申请，也有多个临床前品种在研。新药开发风险高、投入大，公司加强了同其他机构加大了合作力度，引进了“肿瘤和糖尿病创新药物研发与产业化团队”。虽然短期内对业绩无实质性贡献，但在当前产品为王的竞争环境下，公司未雨绸缪，构建产品线梯队，将为企业的长远发展打下扎实基础。

6. 投资建议

目前中药板块市盈率均值30.6倍。公司12年实现EPS 1.01元，预计13年EPS 1.23元。以当前股价计算，静态市盈率31倍，动态市盈率25.4，估值合理。公司业绩稳定，经营向好趋势明显，是稳健性配置品种。上调至谨慎推荐。

表 2：公司利润预测表

科目(百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业总收入	750.64	886.44	1066.24	1299.96	1585.95
营业总成本	581.87	686.23	814.49	986.51	1199.73
营业成本	272.39	337.73	383.21	453.29	531.29
营业税金及附加	8.67	9.78	12.37	15.08	18.24
销售费用	255.44	300.63	353.99	438.09	531.29
管理费用	62.64	63.08	79.97	97.50	118.95
财务费用	-18.67	-27.23	-16.11	-18.75	-1.62
资产减值损失	1.40	2.24	1.07	1.30	1.59
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
对联营和合营投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	168.78	200.20	251.75	313.45	386.21
加 营业外收入	8.72	13.00	8.00	8.00	8.00
减 营业外支出	2.35	0.90	1.00	1.00	1.00
利润总额	175.15	212.30	258.75	320.45	393.21
减 所得税	24.61	31.22	36.48	46.47	55.44
净利润	150.54	181.08	222.27	273.99	337.77
减 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	150.54	181.08	222.27	273.99	337.77
最新总股本(百万股)	180.00	180.00	180.00	180.00	180.00
基本每股收益(元)	0.84	1.01	1.23	1.52	1.88
市盈率(倍)	36.47	30.99	24.45	20.59	16.65

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（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。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 2211943

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn