

基药独家、渠道扩张推动业绩增长

买入维持评级

目标价格：30 元

投资要点：

- 复方血栓通胶囊作为独家品种，进入 2012 版基药目录，未来省外市场开拓值得期待
- 三七价格有望回归，公司生产成本将有所下降

摘要：

- 复方血栓通胶囊作为独家品种进入 12 版基药目录，有望放量增长。**公司调整营销战略，12 年新成立基础事业部，针对各地基药目录进行营销工作。13 年公司计划销售人员从目前 30 多人的规模提高到百人以上规模，以支持进一步在基层市场拓展。同时，基药在二、三级医院销售比例的提高也有利于产品在二、三级医疗机构的放量。公司目前的主要市场还集中在广东省内，2012 年广东省内市场的销售额占比 60% 以上。公司积极拓展省外市场，新进基药加省外空白市场将带来复方血栓通胶囊的迅速增长。
- 三七成本回落有利于公司利润率提升。**三七是公司复方血栓通系列产品的主要原料，其成本支出占原料成本的 90%。2012 年三七种植面积上升到 16 万亩，是 2010 年的 2 倍。预计 2013 年开始三七产量将有明显上升，并且增长的趋势会持续到 2015 年，到 2014 年三七供给预计达到 1000 万公斤。而目前三七需求量在 700 万公斤左右，增长相对稳定，未来两年三七价格将会有所回落，公司生产成本有望持续下降，利润率有望回升。
- 盈利预测与投资建议：**预计公司 2013-2015 年收入分别 11.6 亿、15.6 亿、20.2 亿，净利润分别 2.6 亿、3.9 亿、5.6 亿，2013-2015 年 EPS 0.74、1.08、1.56 元，同比增长 47%、46%、44%，对应 PE 31X、21X、15X。维持公司“买入”评级，上调六个月目标价至 30 元。

主要经营指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	751	886	1,162	1,560	2,022
YoY	17%	18%	31%	34%	30%
净利润	151	182	267	390	563
YoY	14%	21%	47%	46%	44%
EPS	0.42	0.50	0.74	1.08	1.56
PE	56.3	46.7	31.8	21.7	15.1

中小市值上市公司研究组

首席分析师：

王凤华 (S1180511010001)

新财富 2012 年最佳中小市值分析师

电话：010-88085761

Email: wangfenghua@hysec.com

资深分析师：

李坤阳(S1180511030001)

电话：010-88013558

Email: likunyang@hysec.com

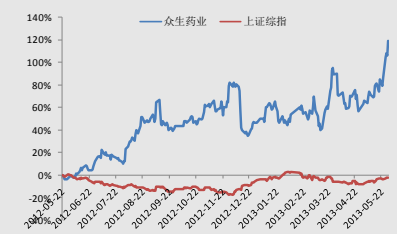
研究助理：

史余森

电话：010-88013570

Email: shiyusen@hysec.com

市场表现



数据来源：Wind

行情数据

当前股价	23.56
总股本(千股)	360,000
总市值(百万)	8,482
流通市值(百万)	5,186
12月最高价(前复权)	24.10
12月最低价(前复权)	9.62

数据来源：Wind

相关研究

众生药业：复方血栓通胶囊将产销两旺

20130419

目录

公司基本情况	4
公司简介	4
产品结构	4
股权结构	5
复方血栓通胶囊	6
心脑血管中成药：市场容量大，需求增长快	6
眼底病市场：优势品牌，高占有率	7
三七成本有望回归理性	9
复方血栓通胶囊作为独家品种进入 12 版基药目录，有望放量增长	10
众生丸：咽喉用药，稳定增长	11
咽喉用药市场状况	11
中成药为主的市场需求结构	12
众生丸市场占有率位居行业第七	13
脑栓通进入广东省基药增补目录，有望复制复方血栓通胶囊的成功经验	13
盈利预测与估值	13

插图

图 1: 公司主要子公司.....	4
图 2: 公司主要产品: 复方血栓通胶囊和众生丸.....	5
图 3: 公司主要控股股东.....	6
图 4: 心脑血管用药-市场规模和增速.....	6
图 5: 眼科病用药市场规模及增长状况.....	8
图 6: 眼底病市场规模.....	8
图 7: 80 头三七价格.....	9
图 8: 公司复方血栓通产品销售市场分布.....	11
图 9: 国内咽喉用药市场规模及增长.....	12
图 10: 国内咽喉用药市场结构.....	12

表格

表 1: 公司主营业务状况.....	5
表 2: 样本医院脑血管中成药用药市场份额.....	7
表 3: 样本医院心血管中成药用药市场份额.....	7
表 4: 主要产品用量和消费对比.....	7
表 5: 2008 年眼底病终端用药市场份额.....	9
表 6: 三七产量及价格波动趋势.....	10
表 7: 公司收入按地区划分.....	10
表 8: 2009 年众生丸市场份额及排名.....	13
表 9: 相关公司财务指标对比.....	14
表 10: 财务报表预测.....	15

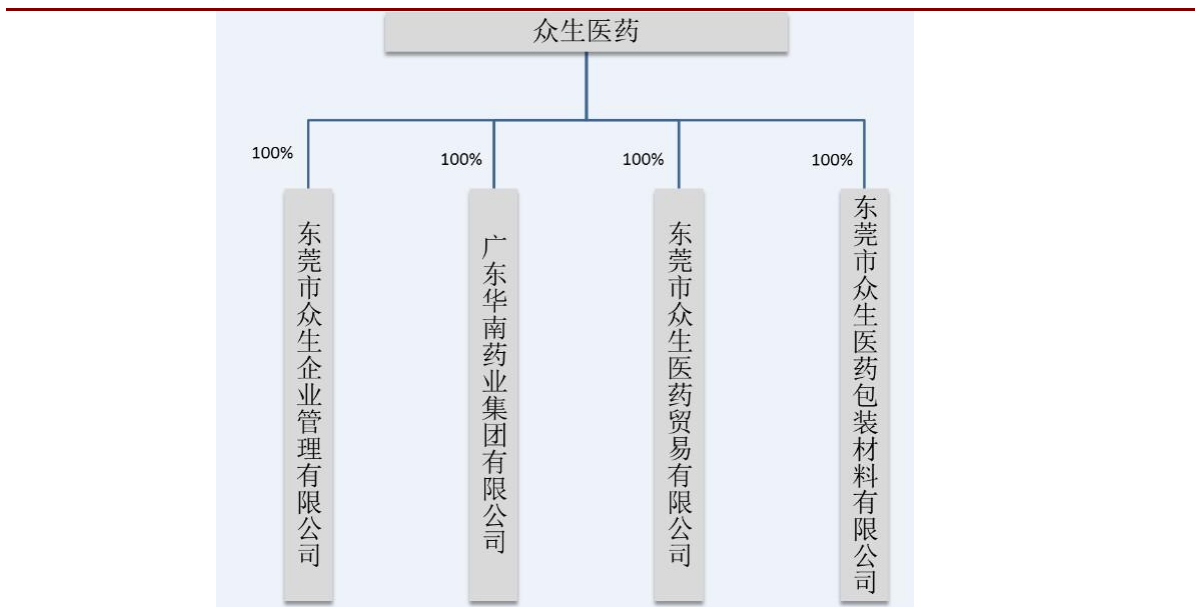
公司基本情况

公司简介

广东众生药业股份有限公司始建于 1979 年，主营业务涉及药品的研发、生产与销售。2009 年 12 月，众生药业 IPO 上市。截至 2012 年底，公司总股本为 3.6 亿股，流通 A 股 2.2 亿股。

母公司及全资子公司华南药业主要从事药品的研发和生产，在产品结构上以中成药为主，化学药、普药为辅，注重在心血管科、眼科、神经科、消化科等核心治疗领域的推广，主要产品有复方血栓通胶囊、众生丸、清热祛湿冲剂等。

图 1：公司主要子公司



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

产品结构

2012 年公司中成药收入占营业收入的 80%，其中复方血栓通胶囊收入 4.2 亿，占公司收入的 48%；众生丸收入 1.4 亿，占公司总收入的 15%。公司的核心产品复方血栓通胶囊分属心脑血管疾病用药细分领域，在眼底病领域的应用也有突出表现。此外，众生丸分属咽喉用药细分领域；清热祛湿冲剂分属清热冲剂类中成药细分领域。

表 1: 公司主营业务状况

营业收入	2012A		2011A		2010A	
	收入 (百万)	毛利率	收入 (百万)	毛利率	收入 (百万)	毛利率
中成药	717.58	69.15%	589.79	72.65%	489.70	73.25%
复方血栓通胶囊	427.89	75.72%	359.57	81.36%	297.29	83.66%
众生丸	140.13	58.31%	125.11	58.31%	113.74	59.05%
清热祛湿颗粒	26.61	47.25%	23.14	47.70%	-	-
脑栓通等其他中成药	122.96	63.40%	81.97	63.40%	-	-
化学药	161.59	32.38%	156.24	31.93%	148.80	31.26%
其他业务收入	7.44	5.95%	4.62	-2.73%	2.22	-
营业收入合计	886.43	61.92%	750.64	63.71%	640.71	63.36%

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

图 2: 公司主要产品: 复方血栓通胶囊和众生丸



资料来源: 公司官网, 宏源证券研究所

股权结构

公司的实际控制人张绍日, 曾任广东省石龙华南制药厂副厂长, 广东众生制药厂营销副总经理, 东莞市华冠发展有限公司总经理, 广东华南制药厂厂长; 现任众生药业董事长、总经理, 华南药业董事长、总经理, 东莞市华弘贸易有限公司执行董事。截至 2012 年 12 月 31 日, 张绍日持有公司股票 5892 万股, 持股比例 32.74%。

图 3：公司主要控股股东



资料来源：公司官网，宏源证券研究所

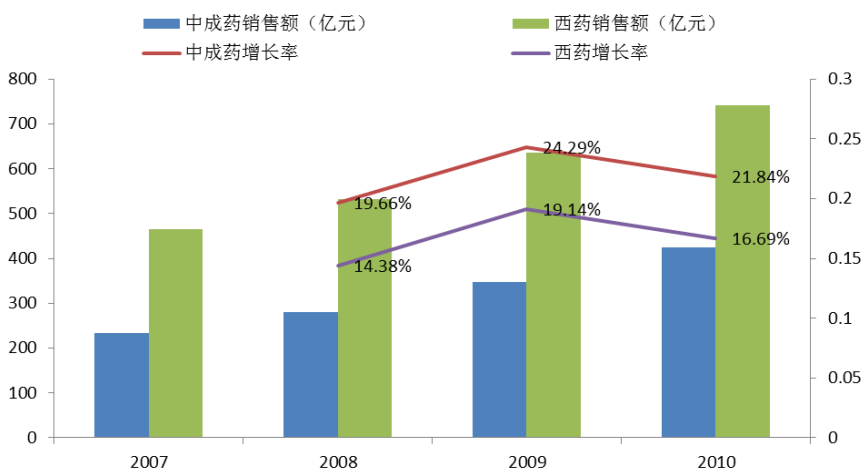
复方血栓通胶囊

复方血栓通胶囊具有两个适用症，用于心脑血管和眼底病疾病的治疗。该药具有活血化瘀，益气养阴功效，用于血瘀兼气阴两虚的稳定性劳累型心绞痛，和血瘀兼气阴两虚证的视网膜静脉阻塞。

心脑血管中成药：市场容量大，需求增长快

我国心脑血管用药 2010 年规模超过 1100 亿，07-10 年复合增速 18.55%。2010 年心脑血管用药中，中成药规模达到 424 亿，占比 36.42%；化学药规模为 741 亿，占比 63.58%。由于中成药多靶点、多效用、综合治疗的特点对慢性心脑血管疾病治疗有优势。随着中成药的持续研发，中成药在临床应用也不断上升，近几年中成药的增速保持在 20% 以上，中成药市场份额呈现逐年上升趋势，复合增速快于整体心脑血管用药市场增速，达到 22%，同期化学药的增速 16%。

图 4：心脑血管用药-市场规模和增速



资料来源：SFDA 南方所，宏源证券研究所

目前我国心脑血管中成药品种较多，2011 年复方血栓通胶囊在脑血管中成药市场份额中占比 3.65%，位列行业第八，市场销售比较稳定。

表 2：样本医院脑血管中成药用药市场份额

排名	名称	生产厂家	2009	2010	2011
1	疏血通注射液	黑龙江友博	12.37%	10.31%	12.77%
2	醒脑静注射液	无锡山禾	12.22%	11.61%	10.23%
3	血栓通注射液	中恒集团	9.96%	10.37%	10.02%
4	血塞通注射液	黑龙江珍宝岛、昆明制药	5.33%	5.48%	6.21%
5	脑心通胶囊	步长制药	4.46%	5.13%	6.15%
6	灯盏花素注射液	云南生物谷灯盏花	4.07%	5.66%	5.10%
7	培元通胶囊	羚锐制药			3.92%
8	复方血栓通胶囊	众生药业	3.80%	3.50%	3.65%

资料来源：SFDA 南方所，宏源证券研究所

表 3：样本医院心血管中成药用药市场份额

排名	名称	2009	2010	2011
1	银杏叶注射液	15.08%	16.76%	14.90%
2	丹红注射液	8.12%	8.91%	7.04%
3	丹参川芎嗪注射液	2.84%	3.64%	4.96%
4	银杏叶片	5.61%	5.21%	4.65%
5	红花黄色素注射液			3.83%
6	参麦注射液	5.02%	4.43%	3.69%
7	复方丹参滴丸	3.76%	3.62%	3.60%
8	通心络胶囊	4.63%	3.91%	3.25%

资料来源：SFDA 南方所，宏源证券研究所

表 4：主要产品用量和消费对比

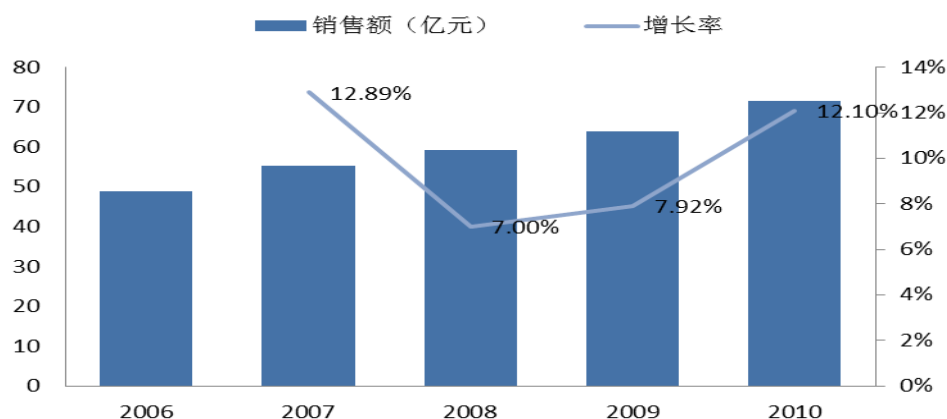
产品名称	生产厂商	成分	疗程	规格	日用量	日消费价格
复方丹参滴丸	天津天士力制药	丹参、三七、冰片	4 周	27mg/丸	30 丸	5-7 元
通心络胶囊	河北以岭药业	人参、水蛭、全蝎、土鳖虫、蜈蚣、蝉蜕、赤芍、冰片等	4 周	28mg/粒	6 粒	6-7 元
复方血栓通系列	众生药业	三七、黄芪、丹参、玄参	4 周	0.5g/粒	9 粒	5-7 元

资料来源：公司调研，宏源证券研究所

眼底病市场：优势品牌，高占有率

数据显示我国眼科疾病的患者不断增加，无论是老年人的白内障，还是儿童的近视，患者数量都在上升，我国眼科用药市场规模不断扩大，2010 年眼科用药销售规模达到 71 亿元，较 2009 年增长了 12.10%。

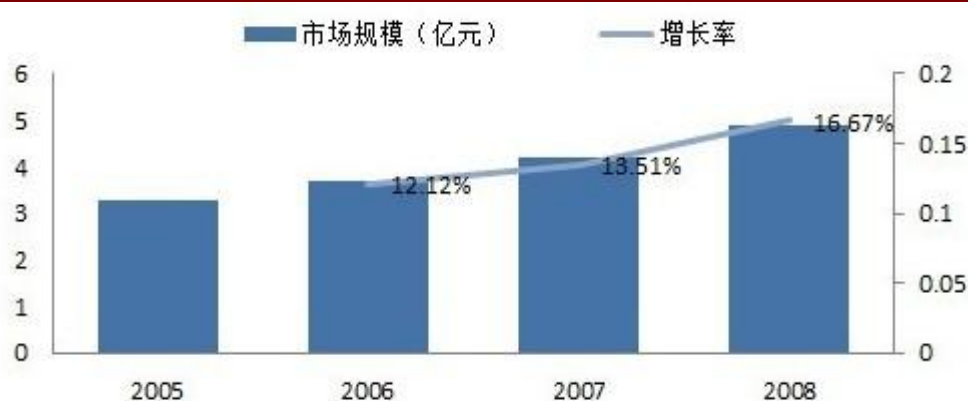
图 5：眼科病用药市场规模及增长状况



资料来源：广州标点医药信息有限公司，宏源证券研究所

眼底病是主要的眼科疾病之一，眼底病用药是国内眼病六大用药类别之一。2005 年我国眼底病用药的市场规模约有 3.3 亿元，至 2008 年市场规模增加到了 4.9 亿元左右，市场规模相对较小；从四年的增长情况来看，眼底病用药的市场规模呈稳定增长，四年的平均复合增长率为 14.08%。

图 6：眼底病市场规模



资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

公司的复方血栓通胶囊在眼底病治疗药物中表现比较突出。根据 SFDA 南方医药经济研究所调研结果显示，在治疗眼底病时，有九成多的眼科医生在治疗均会用到扩张血管改善微循环的药物，因而在眼底病用药市场中，扩张血管、活血化瘀的药物销售额占眼底病用药销售额的比例最多。

我国眼底病用药前十大品牌中有九个都有扩张血管改善微循环的作用，其中复方血栓通胶囊对视网膜静脉阻塞有较好的疗效，其市场份额为 22.27%，位列第一。

表 5：2008 年眼底病终端用药市场份额

药名	排名	市场份额	备注
复方血栓通胶囊	1	22.27%	中成药
复方樟柳碱	2	9.94%	植物神经调节药物
血栓通注射液	3	7.72%	中成药
维生素 E 烟酸酯胶囊	4	5.36%	心脑血管用药
复方丹参滴丸	5	4.25%	中成药、心脑血管用药
银杏叶片	6	2.98%	中成药、心脑血管用药
安步乐克	7	2.99%	抗血栓药
胰激肽原酶肠溶片	8	3.11%	抗血栓药
托拉唑林	9	3.01%	抗血栓药
明目地黄丸	10	2.57%	抗血栓药

资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

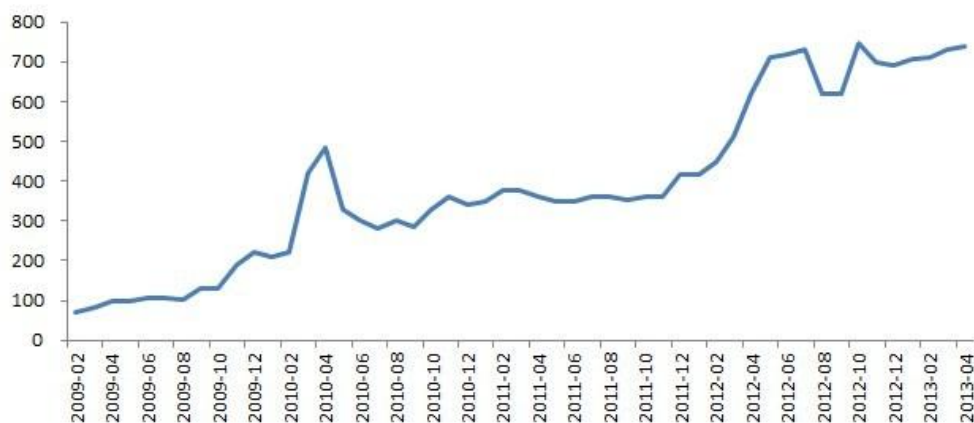
三七成本有望回归理性

复方血栓通胶囊作为公司的主营产品，其主要原料为三七、黄芪、丹参、玄参等，其中三七占原料成本的 90%，其价格变动对公司利润率有重要影响。

三七的生产地较为集中，且其生长受气候影响较为明显。加上需求市场的波动，近年来三七价格维持了较高的水平，这对于依赖三七为原料的部分厂家产生了很大的影响。

图 7：80 头三七价格

三七价格80头（元）



资料来源：Wind，宏源证券研究所

2006 年开始由于种植面积迅速增加，供过于求，三七价格下降，种植面积持续下滑。2009 年由于受云南干旱影响，三七供给下降，价格开始迅速上涨，种植面积从 2010 年开始持续增加。由于三七属于三年生作物，当年三七产量供应仍然较少，不能满足市场需求，价格继续上升。2012 年，三七种植面积上升到 16 万亩，是 2010 年的 2 倍。预计 2013 年开始三七产量将有明显上升，并且增长的趋势会持续到 2015 年，到 2014 年三七供给预计达到 1000 万公斤。

目前三七需求量在 700 万公斤左右，增长相对稳定，我们预计未来两年由于三七供给端的持续增加，价格将会有所回落，这对于以复方血栓通系列为主要利润来源的众生药业来说，生产成本有望持续下降，利润率有望回升。

表 6：三七产量及价格波动趋势

项目	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E
三七种植面积(万亩)	12	12	10	6.8	8.5	9.7	16
三七采挖面积(万亩)	5.4	5.7	5.2	2.8	3	3.1	5
三七产量(万公斤)	900	920	884	445	450	470	800
平均价格(元/公斤)	50	55	70	165	350	400	350

资料来源：文山三七研究院，宏源证券研究所

复方血栓通胶囊作为独家品种进入 12 版基药目录，有望放量增长

公司的复方血栓通胶囊作为独家品种，进入了 2012 年新版基药目录；下半年开始各地将加快基药增补和招标工作，公司的复方血栓通胶囊有望放量增长。

除基层医疗机构外，我们认为进入基药目录的品种在二、三级医院销量也将迅速打开。2013 年初全国卫生会议层提出二、三级医疗卫生机构基药的使用比例：二级医院基本药物使用量和销售额应达到 40%-50%，三级医院基本药物销售额要达到 25%-30%。

目前，公司的主要市场还集中在广东省内，2012 年广东省内市场的销售额占比 60% 以上。近年来，公司也积极拓展省外市场，以摆脱对单一市场的依赖，省外市场销售占比也一直快速上升。

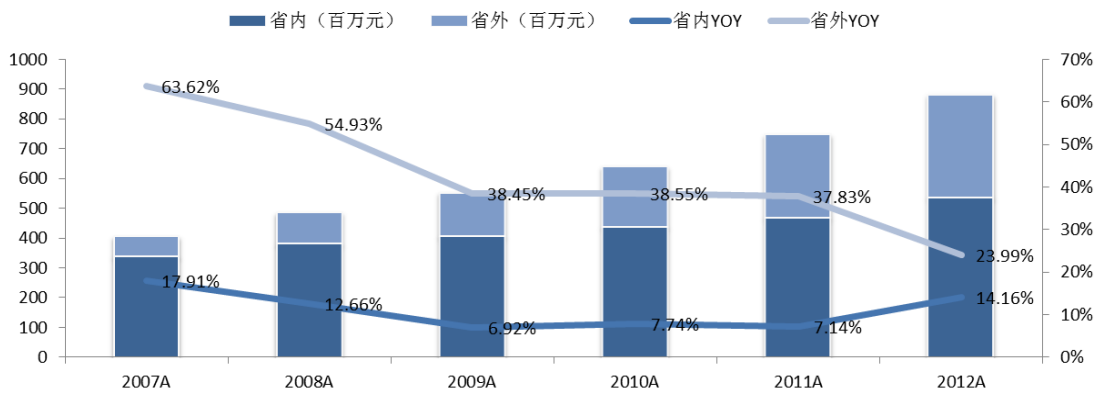
省外市场方面，公司目前销售状况较好的有河南、湖南等省份，但相对来说省外空白市场还较多。如能复制公司在广东的销售经验，复方血栓通等产品在其他省份公司的发展空间还很大，销售收入有望实现快速增长。

表 7：公司收入按地区划分

营业收入	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A	2012A
省内	285.41	336.52	379.13	405.36	436.74	467.94	534.18
占比	87.31%	83.21%	78.28%	73.57%	68.40%	62.72%	60.77%
省外	41.49	67.88	105.17	145.61	201.75	278.08	344.81
占比	12.69%	16.79%	21.72%	26.43%	31.60%	37.28%	39.23%

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 8：公司复方血栓通产品销售市场分布



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

公司目前确立了抢时间、广覆盖、结同盟、促增长的扩张战略。通过人力配置调整，加强人力投入，尽快实现销售规模的扩大。公司从 2012 年开始搭建基药队伍，以期能够使复方血栓通胶囊尽快进入各地增补基药目录。

2012 年开始公司根据医改政策和市场环境变化对公司营销管理中心架构进行调整。公司目前营销管理中心有四个业务部门，分别是（1）医院事业部，主要针对处方药的市场，面向二级以上的医疗机构；（2）品牌事业部，主要针对 OTC 产品销售工作；（3）代理事业部，主要承担公司自建队伍不能覆盖的区域或品种；（4）基础医疗事业部，主要针对基本药物目录的品种的销售工作，负责的领域是县级医疗机构、卫生诊所等基础医疗机构。其中基础事业部是 2012 年新成立的市场营销部门，其主要工作方向就是各地基药目录的增补。2013 年公司销售人员也大规模扩招，以支持进一步拓展销售市场。

众生丸：咽喉用药，稳定增长

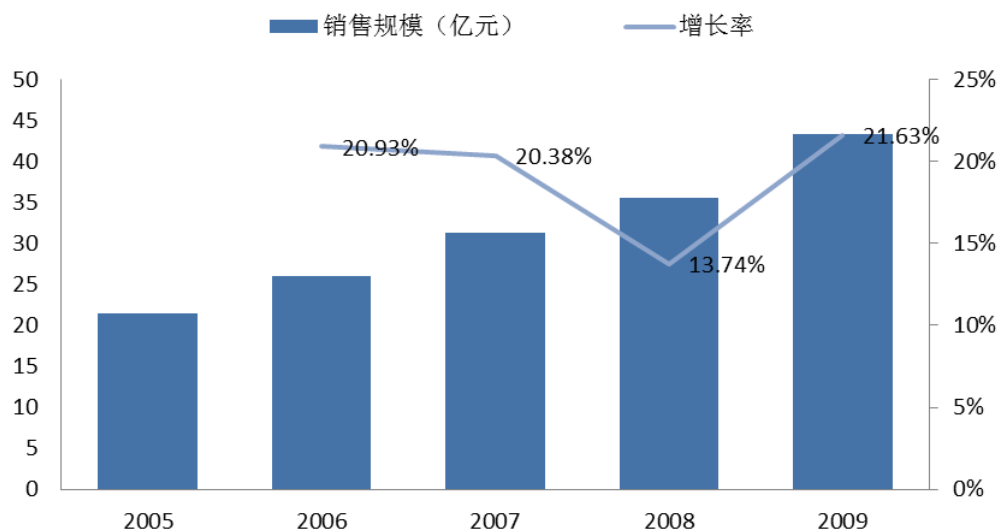
2012 年公司众生丸收入 1.4 亿，收入占比 16%，毛利率 58%。众生丸是以蒲公英、紫花地丁、黄芩、岗梅等中药为原料制成的国家保护品种中成药，其主要功能是清热解毒，活血凉血，消炎止痛，用于上呼吸道感染，急、慢性咽喉炎，急性扁桃腺炎等症。12 年 6 月众生丸技术改造项目顺利通过 2010 版 GMP 认证，确保了公司产能的提升，有力支持和保障了市场的发展。

咽喉用药市场状况

咽喉用药是继感冒药、胃药之后百姓消费最多的药品种类之一。咽喉药市场大约有 45 亿元市场容量，并以年均 10-20% 速度稳定增长。

由于咽喉疾病属常见病和多发病，发病人群广，且慢性咽喉炎等疾病尚难彻底根治，这就使咽喉用药拥有庞大的消费群体与广阔的市场发展空间。作为 OTC 中的一个主流类别的品种，咽喉用药的市场规模逐年上升，市场空间广阔。

图 9：国内咽喉用药市场规模及增长

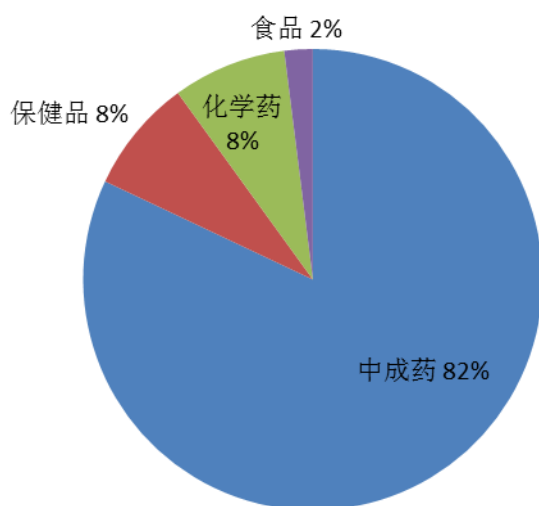


资料来源：SFDA 南方所，宏源证券研究所

中成药为主的 市场需求结构

调查显示，在咽喉不适目标消费人群中，57%是因感冒咽喉炎引起，18%是烟酒过度导致，还有 13%左右是用嗓过度，12%由其他原因引起。在咽喉疾病用药市场上，中成药以其疗效和品牌占据了市场主要份额。

图 10：国内咽喉用药市场结构



资料来源：SFDA 南方所，宏源证券研究所

众生丸市场占有率位居行业第七

2009 年中药类咽喉用药前十大品牌市场份额约占 63.6%，市场集中度较高。众生丸作为公司的主营产品之一，市场占有率 4.2%，排名第七。

众生丸是公司享受专利保护的中成药品种，得益于市场规模的不断扩大以及公司积累的良好品牌效应，我们预计 2013-2014 年众生丸的销售仍将维持 20% 的增速。

表 8：2009 年众生丸市场份额及排名

产品名称	生产厂家	排名	市场份额
金嗓子喉片	广西金嗓子有限责任公司	1	14.50%
蓝芩口服液	江苏扬子江药业集团有限公司	2	12.20%
复方草珊瑚含片	江西江中药业股份有限公司	3	6.60%
清喉利咽颗粒	桂龙药业(安徽)有限公司	4	6.30%
西瓜霜	广西桂林三金药业股份有限公司	5	5.80%
西瓜霜清咽含片	广西桂林三金药业股份有限公司	6	4.50%
众生丸	广东众生药业股份有限公司	7	4.20%
黄氏响声丸	江苏无锡济民可信山禾药业股份有限公司	8	3.80%
西瓜霜润喉片	广西桂林三金药业股份有限公司	9	3.10%
清咽滴丸	天津中新药业集团股份有限公司	10	2.60%

资料来源：SFDA 南方所，宏源证券研究所

脑栓通进入广东省基药增补目录，有望复制复方血栓通胶囊的成功经验

公司的脑栓通胶囊目前也是独家品种，拥有其专利权保护，该品种进入了国家 863 研究计划，是公司未来重点开发的品种之一。目前脑栓通已经进入了《广东省基本药物增补品种目录（2013 年版）》，我们认为该品种有望复制公司复方血栓通胶囊的成功经验，成为下一个潜力品种。

盈利预测与估值

预计公司 2013-2015 年收入分别 11.6 亿、15.6 亿、20.2 亿，净利润分别 2.6 亿、3.9 亿、5.6 亿，2013-2015 年 EPS 0.74、1.08、1.56 元，同比增长 47%、46%、44%，对应 PE 31X、21X、15X。维持公司“买入”评级，上调六个月目标价至 30 元。

表 9：相关公司财务指标对比

证券代码	证券名称	ROE(%)				销售毛利率(%)				净利率(%)			
		2009A	2010A	2011A	2012A	2009A	2010A	2011A	2012A	2009A	2010A	2011A	2012A
002317.sz	众生药业	13.68	9.81	10.51	11.85	61.62	63.36	63.71	61.91	18.19	20.53	20.05	20.48
000538.sz	云南白药	17.97	23.17	24.29	25.15	30.35	30.48	29.97	30.02	8.49	9.19	10.70	11.56
002603.sz	以岭药业	46.83	33.59	18.95	4.92	60.99	66.37	68.38	68.21	18.23	19.10	23.25	11.27
300039.sz	上海凯宝	10.79	10.38	13.03	17.59	82.94	82.18	81.83	83.79	14.96	20.50	20.44	21.98
600252.sh	中恒集团	24.82	39.63	22.72	27.23	50.17	58.88	68.66	72.32	17.99	26.04	32.52	36.71
600329.sh	中新药业	18.71	17.67	13.45	21.96	38.28	38.49	35.66	34.91	9.54	9.24	6.07	8.93
600422.sh	昆明制药	9.17	12.22	16.75	20.69	35.25	32.41	29.64	31.76	4.67	5.43	5.98	6.67
600518.sh	康美药业	13.95	15.56	14.18	14.54	33.40	36.50	30.18	25.16	21.10	21.62	16.53	12.91
600535.sh	天士力	16.06	16.87	17.68	20.20	32.69	33.69	29.96	30.66	8.11	9.88	9.74	8.52
600557.sh	康缘药业	15.84	15.85	13.80	15.73	74.78	72.70	72.33	75.20	16.56	13.49	12.32	12.62
600750.sh	江中药业	20.44	18.94	12.66	11.65	62.58	43.91	33.50	37.87	10.54	10.21	8.76	7.11
证券代码	证券名称	资产负债率(%)				流动比率				速动比率			
		2009A	2010A	2011A	2012A	2009A	2010A	2011A	2012A	2009A	2010A	2011A	2012A
002317.sz	众生药业	7.73	6.45	5.90	8.66	12.08	14.12	13.95	12.04	11.64	13.21	12.96	11.14
000538.sz	云南白药	39.56	42.17	38.89	34.10	2.29	2.10	2.21	2.55	1.53	1.20	1.15	1.29
002603.sz	以岭药业	47.63	38.40	12.40	7.70	1.45	1.67	8.51	20.69	1.22	1.28	7.64	17.19
300039.sz	上海凯宝	14.81	9.73	8.12	9.11	6.42	9.72	11.60	11.00	6.24	9.22	11.20	10.60
600252.sh	中恒集团	61.65	55.92	48.63	30.25	1.66	2.34	1.89	2.32	1.14	1.43	0.68	1.56
600329.sh	中新药业	51.24	45.60	46.78	48.45	0.95	1.15	1.15	1.20	0.65	0.76	0.76	0.83
600422.sh	昆明制药	40.65	42.08	43.71	50.89	1.72	1.70	1.65	1.45	1.14	1.13	1.09	0.87
600518.sh	康美药业	31.29	39.99	39.31	41.07	3.12	2.82	4.61	3.07	2.20	2.12	3.68	2.12
600535.sh	天士力	46.06	37.19	43.08	43.81	1.14	1.78	1.45	1.65	0.90	1.47	1.18	1.28
600557.sh	康缘药业	25.41	37.39	42.87	47.18	2.54	1.65	1.67	1.44	2.37	1.53	1.60	1.37
600750.sh	江中药业	32.84	29.01	25.92	36.41	1.58	2.12	2.19	3.01	1.31	1.73	1.74	2.47
证券代码	证券名称	营业总收入同比增长率(%)				归属母公司股东净利润同比增长率(%)				营业总收入(亿元)			
		2009A	2010A	2011A	2012A	2009A	2010A	2011A	2012A	2009A	2010A	2011A	2012A
002317.sz	众生药业	13.90	16.16	17.16	18.09	34.91	31.05	14.47	20.58	5.52	6.41	7.51	8.86
000538.sz	云南白药	25.31	40.49	12.28	20.99	29.72	53.41	30.74	30.69	71.72	100.75	113.12	136.87
002603.sz	以岭药业	73.92	1.04	18.43	-15.59	143.36	6.18	43.89	-59.08	16.32	16.49	19.53	16.49
300039.sz	上海凯宝	18.46	31.49	35.89	34.40	19.10	80.14	35.46	44.54	4.59	6.03	8.20	11.02
600252.sh	中恒集团	13.41	100.13	-19.30	69.11	167.43	195.00	1.10	90.26	7.12	14.26	11.51	19.46
600329.sh	中新药业	21.80	20.57	26.44	16.80	46.37	13.76	-15.56	78.19	28.81	34.73	43.92	51.30
600422.sh	昆明制药	9.46	26.64	33.94	23.91	81.59	46.73	52.05	39.68	14.35	18.17	24.34	30.16
600518.sh	康美药业	37.63	39.19	83.77	83.62	70.25	42.67	40.46	43.40	23.77	33.09	60.81	111.65
600535.sh	天士力	16.26	16.50	41.23	41.58	23.77	42.18	35.64	25.93	39.93	46.52	65.70	93.01
600557.sh	康缘药业	-14.44	40.24	13.21	23.77	12.91	12.77	0.98	31.32	9.69	13.58	15.38	19.03
600750.sh	江中药业	29.66	35.64	3.26	20.57	33.90	29.89	-12.78	-1.09	18.90	25.64	26.47	31.92
证券代码	证券名称	存货周转率				应收账款周转率				净利润(百万元)			
		2009A	2010A	2011A	2012A	2009A	2010A	2011A	2012A	2009A	2010A	2011A	2012A
002317.sz	众生药业	4.71	3.70	3.28	3.70	11.50	12.01	10.76	8.96	1.00	1.32	1.51	1.82
000538.sz	云南白药	3.39	3.20	2.53	2.43	36.15	28.94	25.88	31.30	6.04	9.26	12.11	15.83
002603.sz	以岭药业	6.00	3.13	2.30	1.34	13.63	9.84	11.09	9.09	2.97	3.16	4.54	1.86
300039.sz	上海凯宝	2.42	2.35	2.97	4.02	5.21	5.31	4.80	5.56	0.69	1.24	1.68	2.42
600252.sh	中恒集团	1.27	1.07	0.31	0.48	23.82	13.00	9.62	36.46	1.26	3.71	3.75	7.13
600329.sh	中新药业	3.71	3.84	4.26	4.45	7.55	7.60	7.92	7.03	2.58	2.93	2.48	4.41
600422.sh	昆明制药	3.71	4.08	4.77	4.16	6.66	7.74	8.82	10.06	0.58	0.86	1.30	1.82
600518.sh	康美药业	1.99	1.93	2.78	3.06	10.75	8.92	10.68	11.13	5.02	7.16	10.05	14.41
600535.sh	天士力	7.67	6.50	7.05	7.34	7.57	8.46	9.58	8.80	3.17	4.50	6.11	7.69
600557.sh	康缘药业	4.59	5.22	5.86	6.09	4.63	3.96	2.77	2.69	1.60	1.81	1.83	2.40
600750.sh	江中药业	6.48	7.25	6.15	6.22	201.96	258.36	161.72	132.97	2.01	2.61	2.28	2.25

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

表 10: 财务报表预测

利润表	2012	2013E	2014E	2015E	财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	886	1,162	1,560	2,022	成长性				
减:营业成本	338	408	516	639	营业收入增长率	18.1%	31.1%	34.2%	29.6%
营业税费	9.8	12.1	16.2	21.0	营业利润增长率	18.6%	53.2%	47.9%	44.8%
销售费用	300.6	383.6	499.2	626.9	净利润增长率	20.6%	47.0%	46.2%	44.3%
管理费用	63.1	81.4	109.2	121.3	EBITDA 增长率	16.9%	57.9%	47.5%	43.0%
财务费用	-27.2	-29.3	-34.6	-43.5	EBIT 增长率	15.3%	60.4%	51.1%	46.4%
资产减值损失	2.2	0.0	0.1	0.1	NOPLAT 增长率	12.9%	66.4%	51.1%	46.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	投资资本增长率	15.5%	11.6%	16.0%	10.2%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	净资产增长率	7.4%	13.5%	17.3%	21.3%
营业利润	200	307	454	657	利润率				
加:营业外净收支	13	7	5	5	毛利率	61.9%	64.9%	66.9%	68.4%
利润总额	213	314	459	662	营业利润率	22.6%	26.4%	29.1%	32.5%
减:所得税	31	47	69	99	净利润率	20.5%	22.9%	25.0%	27.8%
净利润	182	267	390	563	EBITDA/营业收入	22.2%	26.7%	29.4%	32.4%
资产负债表	2012	2013E	2014E	2015E	EBIT/营业收入	19.5%	23.9%	26.9%	30.3%
货币资金	907	1,049	1,256	1,641	运营效率				
应收帐款	116	146	197	255	固定资产周转天数	117	106	88	70
应收票据	155	191	256	332	流动营业资本周转天数	141	139	137	140
预付帐款	46	78	120	171	流动资产周转天数	511	450	412	407
存货	98	117	148	183	应收帐款周转天数	40	40	39	39
其他流动资产	0	3	7	11	存货周转天数	37	33	31	30
固定资产	323	364	398	389	总资产周转天数	671	586	523	497
在建工程	21	18	18	8	投资资本周转天数	291	252	214	186
无形资产	51	52	55	58	投资回报率				
其他非流动资产	21	26	34	43	ROE	11.4%	14.8%	18.5%	22.0%
资产总额	1,737	2,046	2,488	3,091	ROA	10.4%	13.0%	15.7%	18.2%
短期债务	-	-	-	-	ROIC	21.3%	30.7%	41.5%	52.4%
应付帐款	61	76	96	119	费用率				
应付票据	-	1	1	2	销售费用率	33.9%	33.0%	32.0%	31.0%
其他流动负债	49	70	96	129	管理费用率	7.1%	7.0%	7.0%	6.0%
长期借款	-	-	-	-	财务费用率	-3.1%	-2.5%	-2.2%	-2.1%
其他非流动负债	41	96	175	268	三费/营业收入	38.0%	37.5%	36.8%	34.9%
负债总额	150	245	376	529	偿债能力				
少数股东权益	-	-	-	-	资产负债率	9%	12%	15%	17%
股本	180	360	360	360	业绩和估值指标	2012	2013E	2014E	2015E
留存收益	1,407	1,440	1,752	2,202	EPS(元)	0.50	0.74	1.08	1.56
股东权益	1,587	1,800	2,112	2,562	BVPS(元)	4.41	5.00	5.87	7.12
现金流量表	2012	2013E	2014E	2015E	PE(X)	46.73	31.79	21.75	15.07
经营活动产生现金流量	142	239	325	480	PB(X)	5.35	4.71	4.02	3.31
投资活动产生现金流量	-80	-73	-75	-25	P/S	9.57	7.30	5.44	4.19
融资活动产生现金流量	-50	-24	-43	-69	EV/EBITDA	17.40	24.27	16.08	10.71

分析师简介:

王风华: 宏源证券研究所首席分析师, 分管中小市值、医药、机械、旅游、农业等行业研究组,《新财富》2012年度最佳中小市值研究机构第四名。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。16年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 10年加盟宏源证券研究所。主要研究: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。

主要研究覆盖公司: 众生药业、华星化工、金宇集团、久立特材、佳都新太、中弘股份、德力股份、双塔食品、利亚德、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、长信科技、金陵药业、煌上煌、积成电子、开尔新材、凯恩股份、超华科技、鑫龙电器、探路者、滨江集团、海宁皮城、永新股份、围海股份、航民股份、报喜鸟等。

机构销售团队

区域	姓名	电话	手机	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云		13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越		13424300435	zhaoyue@hysec.com
QFII	孙婉莹	0755-82934785	18682185141	sunwanying@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。