

中航证券金融研究所

张绍坤 证券执业证书号：S0640511040001

赵浩然 证券执业证书号：S0640513070002

电话：0755-83689524

邮箱：zskscstock@yahoo.com.cn

zhaohao2011@gmail.com

众生药业（002317）2013 年中报点评： 中药高增长依旧，毛利率下滑明显

行业分类：中药

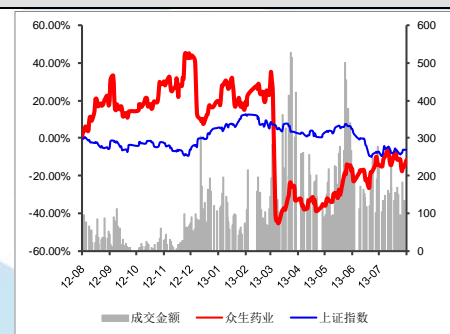
2013 年 08 月 05 日

公司投资评级	持有
6-12 个月目标价	
当前股价（13.08.05）	23.47

基础数据

上证指数	2050.48
总股本（亿）	3.60
流通 A 股（亿）	2.20
流通 B 股（亿）	0
流通 A 股市值（亿）	51.63
每股净资产（元）	4.42
ROE（2013H）	5.87%
资产负债率	8.67%
动态市盈率	39.08
市净率	5.48

近一年公司指数与上证综指走势对比



资料来源：wind

事件回顾：

公司公布 2013 年半年度报告：公司报告期内实现营业收入 5.28 亿元，同比增长幅度为 26.78%；营业利润为 1.12 亿元，同比增长 12.97%；归属上市公司股东的净利润为 0.93 亿元，同比增长 11.18%；基本每股收益为 0.26 元，较去年同期增长 13.04%。

投资要点：

中药业务延续高增长，2 季度利润增速放缓：报告期内，公司医药制造业累计实现营业收入 5.24 亿元，较去年同期增长 26.63%，其中中成药业务实现销售收入 4.44 亿元，同比增长 34.67%，而化学药业务上半年实现营业收入 0.80 亿元，同比则下滑 4.94%，中成药业务延续高增长势头是推动当期公司业绩增长的主要因素。就单季度情况来看，公司 2 季度实现营业收入 2.86 亿元，同比增长 28.96%，增速略高于 1 季度，但是受毛利率下降、市场开拓力度加大以及研发投入增加等多方面因素的影响，净利润同比增长幅度仅为 1.95%，远低于 1 季度的 23.20%。

药材价格持续上行，导致业绩低于预期判断：2009 年以来，三七等中药材价格持续上涨，对公司中成药业务影响较大，在此前的报告中我们曾乐观预计三七价格将会在去年下半年将会出现整体回落趋势，但事实上三七价格经过去年 08、09 月的短暂回调后，在种植成本上升、市场需求旺盛等因素的带动下，又重新进入上行通道，今年 7 月份无数头三七的平均价格创出 730 元/kg 的新高，受此影响，公司上半年中成药业务毛利率仅为 65.19%，同比下降 5.77 个百分点，导致公司医药制造业的综合毛利率相对于去年同期下降 3.39%，毛利率下滑是公司上半年业绩低于我们此前预期判断的主要原因。

上游延伸+管理优化，缓解成本上涨压力：公司上半年在原辅料成本、人力成本、能源成本持续上升的压力下，一方面积极通过向上游三七种植产业延伸来应对当前中药材成本的上涨，报告期内新增三七合作种植 430 亩、种苗种植研究 100 亩；另一方面坚持优化运营流程，通过管理能力提升来化解成本上涨压力，今年上半年公司期间费用率累计为 37.33%，较去年同期下降 0.40 个百分点，分项目来看，销售费用和管理费用分别为 1.71 亿元和 0.36 亿元，分别同比增长 17.60% 和 46.57%，当期研发费用投入的高增加使得管理费用率同比上升 0.92%，但是销售费用率同比下降 2.53 个百分点，显示了公司管理优化的成效。

股市有风险 入市须谨慎

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

研发投入力度加大，后续品种值得关注：公司管理层一贯重视专利技术的开发和获得，并通过专利保护、行政保护等构建核心产品知识产权保护体系，以确保其产品的市场独占优势；今年上半年公司累计研发投入 2.10 亿元，同比增长 71.66%，核心品种复方血栓通胶囊扩大适用症状已经获得广东省药监局受理，盐酸莫西沙星等多个产品的临床研究注册进入国家药监局排队等候阶段，口康凝胶、健行颗粒分别完成 III 期临床阶段和 III 期临床前期沟通阶段，后续品种为公司未来的健康持续发展奠定基础。

基药独家优势明显，省外市场开拓加快：2013 年，公司及全资子公司华南药业共有 101 个产品品规入选《国家基本药物目录》(2012 年版)，其中包括核心独家品种复方血栓通胶囊，此外，公司另一独家品种脑栓通胶囊也进入广东等多地增补目录中；报告期内，公司借助独家品种进入基药目录这一契机，并利用入选基药目录品种规格多、市场基础好的优势，在保持广东省内稳定增长的同时，加快新兴市场的开拓力度，在省内实现营业收入 2.95 亿元，比去年同期增长 12.48%；省外实现营业收入 2.30 亿元，同比增加 51.01%，在主营业务收入中的占比为 43.08%，较去年上升 7.08 个百分点，公司省外市场获得进一步拓展。

投资评级：

我们认为核心品种进入基药目录，为公司打开更为广阔的市场空间，随着其省外市场布局加快，重点品种的放量增长将会是近期驱动公司业绩增长的主要因素，但是公司整体盈利能力受三七等中药材价格的持续高位运行影响较大，毛利率仍然存在进一步下滑的可能性；我们根据公司公布中报，暂调整公司 13-15 年 EPS 分别为 0.60、0.79、1.02 元（原 13-14 年分别为 0.67、0.93、1.12 元），对应的动态市盈率分别为 39、30、23 倍，综合考虑当前 A 股市场的整体估值水平，调整公司的评级为“持有”。

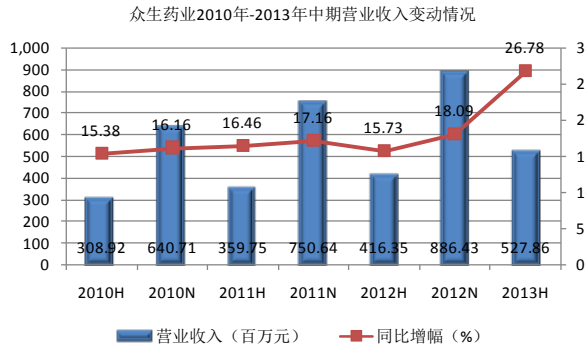
投资风险：

药品价格的宏观控制；市场开拓低于预期；新药研发风险；原材料价格持续上行。



AVIC

图表 1: 众生药业营业收入变动情况



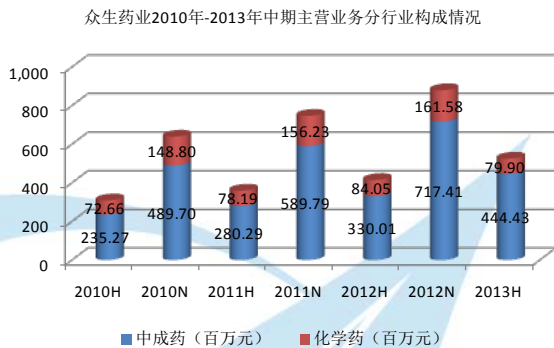
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 2: 众生药业净利润变动情况



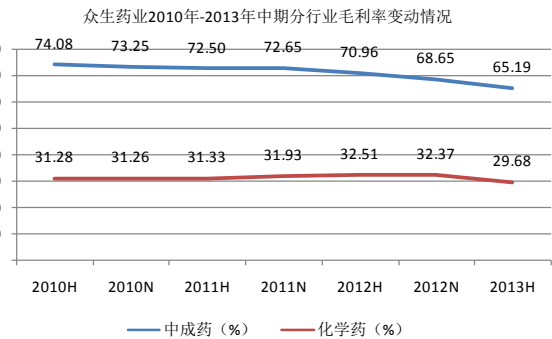
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 3: 众生药业营业收入分行业构成变动情况



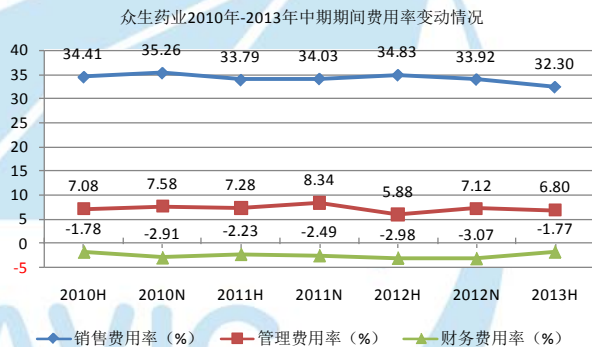
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 4: 众生药业分行业毛利率变动情况



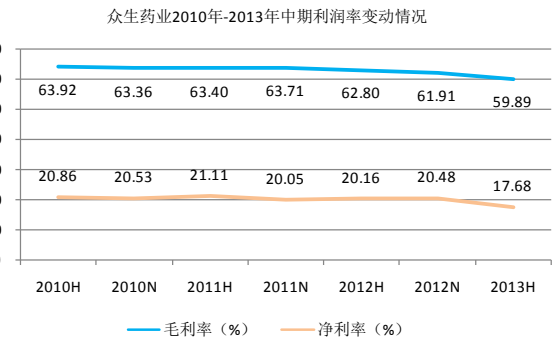
资料来源:公司报告、中航证券金融研究所

图表 5: 众生药业期间费用率变动情况



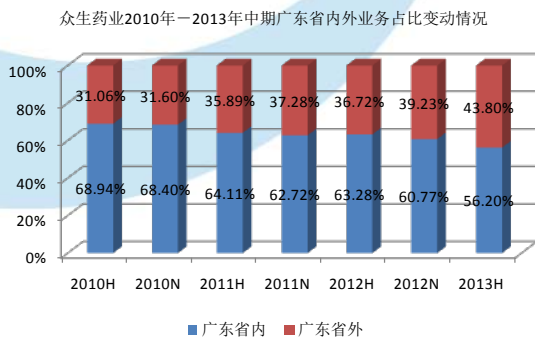
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 6: 众生药业利润率变动情况



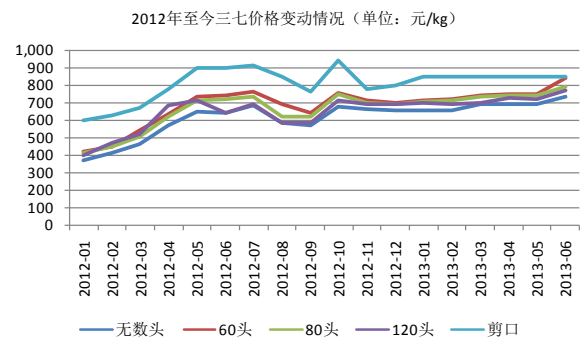
资料来源:公司报告、中航证券金融研究所

图表 7: 众生药业省外业务占比变动情况



资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 8: 2012年以来三七价格变动情况



资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 9: 盈利预测表

报表预测						
利润表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	640.71	750.64	886.43	1137.38	1476.09	1827.70
减: 营业成本	234.75	272.39	337.67	455.98	602.54	721.21
营业税金及附加	5.52	8.67	9.78	11.83	15.35	19.01
营业费用	225.92	255.44	300.64	363.73	454.78	568.41
管理费用	48.54	62.64	63.08	82.69	103.33	124.10
财务费用	-18.62	-18.67	-27.23	-18.04	-15.45	-18.69
资产减值损失	0.37	1.40	2.24	1.34	1.34	1.34
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	3.90	7.81	7.81
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	144.23	168.78	200.25	243.76	322.01	420.12
加: 其他非经营损益	8.92	6.38	12.56	9.92	9.92	9.92
利润总额	153.15	175.15	212.81	253.68	331.93	430.05
减: 所得税	21.64	24.61	31.30	37.47	48.62	63.34
净利润	131.51	150.54	181.51	216.21	283.31	366.71
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	131.51	150.54	181.51	216.21	283.31	366.71
资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	1035.63	864.57	869.72	733.46	640.04	1021.19
应收和预付款项	136.39	213.23	316.34	194.09	468.97	350.59
存货	81.67	84.19	98.21	157.80	180.50	224.43
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	366.00	366.00	366.00
长期股权投资	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	168.27	312.52	343.89	336.88	285.87	234.86
无形资产和开发支出	31.72	52.47	50.84	64.66	76.48	86.30
其他非流动资产	0.00	0.54	3.75	3.51	3.28	3.28
资产总计	1463.68	1537.51	1692.75	1866.41	2031.14	2296.65
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	71.58	53.28	65.41	102.08	87.32	120.52
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	5.45	7.04	40.64	40.64	40.64	40.64
负债合计	77.02	60.32	106.05	142.72	127.96	161.16
股本	120.00	180.00	180.00	180.00	180.00	180.00
资本公积	986.53	926.53	926.53	926.53	926.53	926.53
留存收益	280.13	370.67	480.18	617.16	796.65	1028.97
归属母公司股东权益	1386.66	1477.19	1586.71	1723.68	1903.17	2135.50
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1386.66	1477.19	1586.71	1723.68	1903.17	2135.50
负债和股东权益合计	1463.68	1537.51	1692.75	1866.41	2031.14	2296.65
现金流量表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	91.82	70.64	142.41	-27.40	-1.29	500.61
投资性现金净流量	-66.75	-185.40	-80.29	-47.66	-3.76	-3.76
筹资性现金净流量	-80.23	-43.64	-50.27	-61.20	-88.37	-115.70
现金流量净额	-55.16	-158.40	11.85	-136.26	-93.42	381.16

资料来源: wind、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、未来也将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。