

中药

署名人: 余方升

S0960511090002

021-52286447

yufangsheng@china-invs.cn

众生药业

002317

推荐

## 内生业绩增长未来高弹性可期

近日,公司公告称收购的益康饮片和凌晟药业已完成工商变更登记。

## 投资要点:

- **加强中药和化学药原料上游发展。**此次收购完成后,公司将持有益康中药 51.46%股权和凌晟药业 51.41%股权,成为控股股东。今后上游原料将以这两个公司为平台,实施统一管理生产,有利于提升和保障产品质量。
- **基药明年可望明显放量。**公司今年重点加强了基层市场的拓展,目前各地代理商遴选工作基本完成,全年基层销量不大主要是受制于地方招标进展较慢。我们认为,复方血栓通胶囊的疗效比较确定,加上定价优势,未来随着各省基药招标的陆续启动,明年开始有望明显放量,预计 14 年增速将达到 30%以上。脑栓通胶囊目前已经进入了广东、重庆等基药增补目录,今后有望复制复方血栓通胶囊的成长路径,成为 5-10 亿级别品种。
- **未来 2 年经营成本将大幅缓解。**中国药材市场网数据显示,三七最新 120 头统货成交价 470 元/Kg,较高点下降约 30%,经销商目前多持观望态度,随着后续还有数千吨冬七上市,我们预计今后一段时期将持续小幅下跌,明年秋季产新后有望大幅回落。按公司每年使用量 200 多吨来测算,我们初步估计未来 2 年每年都能节省 6000 多万采购成本。今年 4 季度由于产品生产周期因素,毛利率暂未有体现,预计明年 1 季度开始将会逐步明显回升。
- **推荐评级。**我们预计公司 13-15 年的 EPS 分别为 0.58、0.87 和 1.20 元,同比分别增长 15%、49%和 39%,看好未来的高成长弹性,维持推荐评级。

**风险提示:** 主导产品省外市场拓展面临一定竞争风险。

## 主要财务指标

单位:百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	886	1095	1375	1729
收入同比(%)	18%	23%	26%	26%
归属母公司净利润	182	209	312	433
净利润同比(%)	21%	15%	49%	39%
毛利率(%)	61.9%	58.8%	64.6%	70.4%
ROE(%)	11.4%	14.6%	20.3%	26.0%
每股收益(元)	0.50	0.58	0.87	1.20
P/E	40.58	35.16	23.59	17.00
P/B	4.64	5.13	4.78	4.43
EV/EBITDA	32	26	17	12

资料来源:中投证券研究总部

6-12 个月目标价: 30.45 元

当前股价: 21.10 元

评级调整: 维持

## 基本资料

上证综合指数	2139.61
总股本(百万)	360
流通股本(百万)	220
流通市值(亿)	46
EPS	0.38
每股净资产(元)	4.54
资产负债率	8.8%

## 股价表现

(%)	1M	3M	6M
众生药业	-12.77%	-10.63%	23.54%
医药生物	-8.63%	-7.12%	3.18%
上证指数	-1.61%	3.84%	-4.10%



## 相关报告

《众生药业-基药销售向好,4 季度毛利率有望逐步提升》2013-10-28

《众生药业-收购上游资源,奠定高品质生产基础》2013-9-12

《众生药业--中期主导品种收入增长较快,利润增速下半年有望回升》2013-8-5

附表 1: 众生药业主营业务收入及成本预测 (单位: 万)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	64071	75065	88662	<b>109454</b>	137509	172918
中成药:	48970	58979	71758	<b>91593</b>	118621	152926
复方血栓通胶囊	29729	35957	42789	<b>55625</b>	73425	95453
众生丸	11374	12511	14013	<b>15694</b>	17578	19687
清热祛湿冲剂	2012	2314	2661	<b>3060</b>	3519	4047
脑栓通等其它中药	5855	8197	12296	<b>17214</b>	24100	33739
化学药	14880	15624	16159	<b>16967</b>	17816	18707
其它业务收入	222	462	744	<b>893</b>	1072	1286
<b>营业成本</b>	23475	27239	33767	<b>45060</b>	48745	51157
中成药:	13100	16130	22493	<b>33115</b>	36140	37848
复方血栓通胶囊:	4857	6703	10747	<b>18733</b>	18353	15622
三七使用量 (公斤)		180000	200000	<b>240000</b>	<b>316800</b>	<b>411840</b>
采购均价 (元/公斤)		300	460	<b>700</b>	<b>500</b>	<b>300</b>
①三七成本金额		5400	9200	<b>16800</b>	<b>15840</b>	<b>12355</b>
②其它成本		1303	1547	<b>1933</b>	<b>2513</b>	<b>3267</b>
众生丸	4657	5216	5842	<b>6543</b>	7329	8208
清热祛湿冲剂	1100	1210	1404	<b>1628</b>	1889	2191
脑栓通胶囊等其它中药	2485	3000	4500	<b>6210</b>	8570	11826
化学药	10229	10635	10927	<b>11528</b>	12105	12710
其它业务成本	146	475	347	<b>416</b>	500	600
<b>毛利率</b>	63.36%	63.71%	61.91%	<b>58.83%</b>	64.55%	70.42%
中成药:	73.25%	72.65%	68.65%	<b>63.85%</b>	69.53%	75.25%
复方血栓通胶囊	83.66%	81.36%	74.88%	<b>66.32%</b>	75.00%	83.63%
众生丸	59.05%	58.31%	58.31%	<b>58.31%</b>	58.31%	58.31%
清热祛湿冲剂	45.33%	47.70%	47.25%	<b>46.79%</b>	46.33%	45.86%
脑栓通胶囊等其它中药	57.56%	63.40%	63.40%	<b>63.92%</b>	64.44%	64.95%
化学药	31.26%	31.93%	32.38%	<b>32.06%</b>	32.06%	32.06%
其它业务	34.29%	-2.73%	53.38%	<b>53.38%</b>	53.38%	53.38%

资料来源: 公司历年报表 中投证券研究总部

## 附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	1322	1026	997	1044	<b>营业收入</b>	886	1095	1375	1729
现金	907	547	413	346	营业成本	338	451	487	512
应收账款	115	127	165	208	营业税金及附加	10	12	15	19
其它应收款	1	1	1	1	营业费用	301	345	428	571
预付账款	46	38	45	50	管理费用	63	71	99	130
存货	98	138	147	154	财务费用	-27	-19	-9	1
其他	155	175	227	285	资产减值损失	2	1	1	1
<b>非流动资产</b>	416	628	784	826	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	323	427	551	630	<b>营业利润</b>	200	234	353	495
无形资产	51	49	47	45	营业外收入	14	12	12	12
其他	31	142	175	142	营业外支出	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	1737	1655	1781	1871	<b>利润总额</b>	213	244	365	506
<b>流动负债</b>	110	178	200	166	所得税	31	35	52	73
短期借款	0	69	87	50	<b>净利润</b>	182	209	312	433
应付账款	11	18	18	20	少数股东损益	0	0	0	0
其他	99	91	95	96	<b>归属母公司净利润</b>	182	209	312	433
<b>非流动负债</b>	41	41	41	41	EBITDA	199	248	390	554
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.50	0.58	0.87	1.20
其他	41	41	41	41					
<b>负债合计</b>	150	219	241	206	<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>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
股本	180	360	360	360	<b>成长能力</b>				
资本公积	927	567	567	567	营业收入	18.1%	23.5%	25.6%	25.8%
留存收益	480	510	614	738	营业利润	18.6%	16.8%	51.0%	40.2%
归属母公司股东权益	1587	1436	1541	1664	归属于母公司净利润	20.6%	15.4%	49.0%	38.8%
<b>负债和股东权益</b>	1737	1655	1781	1871	<b>获利能力</b>				
					毛利率	61.9%	58.8%	64.6%	70.4%
					净利率	20.5%	19.1%	22.7%	25.1%
					ROE	11.4%	14.6%	20.3%	26.0%
					ROIC	21.1%	18.7%	23.8%	30.5%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	8.7%	13.2%	13.5%	11.0%
					净负债比率	0.00%	31.65%	35.95	24.16%
					流动比率	12.04	5.77	4.99	6.30
					速动比率	11.14	4.99	4.25	5.37
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.54	0.65	0.80	0.95
					应收账款周转率	8	9	9	9
					应付账款周转率	26.03	30.74	26.67	26.78
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.50	0.58	0.87	1.20
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.40	0.45	0.69	1.06
					每股净资产(最新摊薄)	4.41	3.99	4.28	4.62
					<b>估值比率</b>				
					P/E	40.58	35.16	23.59	17.00
					P/B	4.64	5.13	4.78	4.43
					EV/EBITDA	32	26	17	12

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 相关报告

报告日期	报告标题
------	------

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
 推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
 中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
 回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
 中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
 看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

### 研究团队简介

中投医药团队荣誉: 2007—2012 年连续 6 年在新财富最佳分析师评选中入围和上榜, 2008 年和 2011 年在卖方分析师水晶球奖中获得第 2 名, 2012 年获第 1 名。

中投医药团队成员:

周锐, 医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 8 年证券行业从业经验, 整体负责中投医药团队研究工作;

余方升, 医药行业分析师, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 3 年证券行业从业经验, 负责中药研究;

余文心, 医药行业分析师, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药、医疗服务及政策研究;

江琦, 医药行业分析师, 上海交大生物工程学士, 金融学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药及医药流通研究;

王威, 医药行业分析师, 工学硕士, 5 年医疗器械行业从业经验, 2010 年加入中投证券研究所, 负责医疗器械及境外上市中资医药股研究。

### 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434