

益盛药业 (002566)
投资评级：增加持股
报告日期：2014-06-27

当前价格 (元)	13.70
目标价格 (元)	15.50
目标期限 (月)	6

股价走势：

主要数据

总股本(百万股)	330.95
A股股本(百万股)	330.95
B/H股股本(百万股)	0/0
总市值(亿元)	41.2
A股流通比例(%)	61.7
第一大股东	张益胜
第一大股东持股比例	38.88%
12个月最高/最低(元)	25.89/12.45

联系人

刘洋
 021-60956118
Ly_hazq@163.com
 S0010113090015

收购皇封参业 人参产业开疆辟土

事件：

公司拟发行 0.19 亿股及支付现金 0.89 亿元收购皇封参业 100% 的股权，同时向不超过 10 名特定投资者发行 0.08 亿股募集配套资金，配套资金总额不超过 1.05 亿元，主要用于收购皇封参业现金支付。皇封参业承诺 14-16 年扣非后归母净利润不低于 2300 万元、2700 万元、3200 万元。

主要观点：
□ 收购皇封参业 100% 股权，完善公司人参产业链

皇封参业主业为人参、西洋参种植及系列产品加工与销售，在人参饮片、人参食品、人参保健品以及人参化妆品等人参终端产品的开发方面具有优势。收购皇封参业可完善公司人参产业链，丰富产品，提高公司人参生产规模和竞争力，皇封参业也可以利用公司的非林地栽参的成功经验和模式，加快皇封参业在非林地栽参方面的种植速度，实现快速扩大种植规模，以规避林地栽参的政策风险。

□ 人参供需不平衡，人参价格维持上涨趋势

安国生晒 25 支人参的价格 840 元/公斤，年涨幅达 87%，我们预计人参价格维持上涨趋势：一从供给看，吉林省控制林地参种植面积、去年东北洪水、人参生长周期长，今年人参货源仍然紧张；二从需求看，人参药食同源后，下游人参需求扩大 3-5 倍，大型药企增加人参采购，发展人参下游产业。公司目前人参库存充足，非林地参项目不断扩大，将明显受益于人参价格的上涨。

□ 盈利预测及投资建议

公司 3.65 亿元收购皇封参业 100% 股权，按 13 年净利润计算，13PE 25，按 14 年承诺净利润计算，14PE 16，估值低于行业平均，收购完成后将增厚公司的每股收益，收购前预期 14-16 年 EPS 分别为 0.28 元、0.33 元、0.37 元，若收购完成 15 年并表，预计 14-16 年 EPS 分别为 0.28 元、0.38 元、0.43 元，目前股价对应 14-16PE 分别为 49、36、32，给予公司增加持股的投资评级。

□ 风险提示

中成药降价；人参价格下降；收购未通过。

盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	644	758	839	965
收入同比(%)	7%	18%	11%	15%
归属母公司净利润	87	94	109	122
净利润同比(%)	-10%	8%	16%	11%
毛利率(%)	73.7%	69.9%	69.7%	67.5%
ROE(%)	5.2%	5.0%	5.6%	5.8%
每股收益(元)	0.26	0.28	0.33	0.37
P/E	47.19	43.89	37.72	33.90
P/B	2.49	2.22	2.11	1.99
EV/EBITDA	60	35	30	27

资料来源：wind、华安证券研究所

图表 1 皇封参业利润表

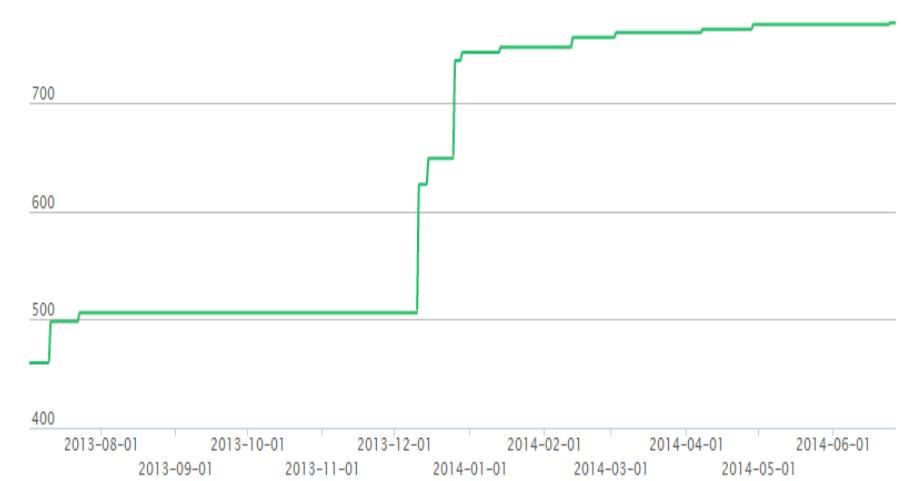
单位: 万元

	2012	2013
营业收入	3383	5800
营业利润	1239	1397
利润总额	1469	1537
净利润	1388	1465
归属母公司所有者净利润	1387	1465
净利率	41.01%	25.26%
资产负债率	20.50%	44.60%

资料来源: 公司公告、华安证券研究所

图表 2 东北生晒 25 支价格

单位: 元/KG



资料来源: 中药材天地网、华安证券研究所

附录：财务报表预测

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1,539	1,750	1,866	2,028	营业收入	644	758	839	965
现金	398	406	477	493	营业成本	169	228	255	314
应收账款	178	204	225	259	营业税金及附加	11	12	13	14
其他应收款	15	17	18	21	销售费用	339	356	386	424
预付账款	19	24	33	47	管理费用	62	72	80	92
存货	477	619	607	657	财务费用	(13)	(1)	(2)	(3)
其他流动资产	452	482	506	551	资产减值损失	0	1	(0)	0
非流动资产	351	355	361	367	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	6	6	6	6
固定资产	269	252	235	218	营业利润	82	96	114	128
无形资产	16	15	14	13	营业外收入	21	18	18	18
其他非流动资	66	88	112	136	营业外支出	1	3	3	3
资产总计	1,891	2,105	2,227	2,395	利润总额	102	111	129	143
流动负债	181	182	191	216	所得税	15	17	19	22
短期借款	100	98	97	95	净利润	88	94	110	122
应付账款	20	23	27	34	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	62	60	68	88	归属母公司净利润	87	94	109	122
非流动负债	32	49	63	91	EBITDA	87	113	130	144
长期借款	2	2	2	2	EPS (元)	0.26	0.28	0.33	0.37
其他非流动负	30	47	60	88					
负债合计	214	230	254	307					
少数股东权益	21	21	22	22					
股本	221	331	331	331					
资本公积	940	940	940	940					
留存收益	495	582	680	795					
归属母公司股东权	1,656	1,853	1,951	2,066					
负债和股东权益	1,891	2,105	2,227	2,395					
主要财务比率									
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E					
成长能力									
营业收入	7.23%	17.77%	10.69%	14.93%					
营业利润	-14.44%	17.41%	18.97%	12.63%					
归属于母公司净利润	-9.63%	7.51%	16.36%	11.26%					
获利能力									
毛利率(%)	73.71%	69.92%	69.65%	67.48%					
净利率(%)	13.56%	12.38%	13.01%	12.60%					
ROE(%)	5.22%	5.03%	5.56%	5.84%					
ROIC(%)	10.63%	6.97%	6.53%	7.15%					
偿债能力									
资产负债率(%)	11.31%	10.95%	11.41%	12.83%					
净负债比率(%)	-19.63%	-15.72%	-17.64%	-16.23%					
流动比率	8.49	9.64	9.75	9.37					
速动比率	5.86	6.23	6.58	6.33					
营运能力									
总资产周转率	0.36	0.38	0.39	0.42					
应收账款周转率	3.76	4.33	4.26	4.34					
应付账款周转率	34.12	35.43	33.58	31.83					
每股指标 (元)									
每股收益(最新摊薄)	0.26	0.28	0.33	0.37					
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.57)	(0.31)	0.23	0.05					
每股净资产(最新摊薄)	5.00	5.60	5.90	6.24					
估值比率									
P/E	47.2	43.9	37.7	33.9					
P/B	2.5	2.2	2.1	2.0					
EV/EBITDA	60.22	34.82	29.53	26.62					
现金流量表									
单位:百万元									
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E					
经营活动现金流	(188)	(102)	76	17					
净利润	88	94	109	122					
折旧摊销	19	18	18	18					
财务费用	0	(1)	(2)	(3)					
投资损失	(6)	(6)	(6)	(6)					
营运资金变动	(579)	(208)	(43)	(115)					
其他经营现金	290	1	0	1					
投资活动现金流	(363)	6	6	6					
资本支出	0	0	0	0					
长期投资	0	0	0	0					
其他投资现金	(363)	6	6	6					
筹资活动现金流	98	104	(11)	(6)					
短期借款	100	(2)	(2)	(2)					
长期借款	(0)	0	0	0					
普通股增加	0	110	0	0					
资本公积增加	0	0	0	0					
其他筹资现金	(1)	(5)	(9)	(4)					
现金净增加额	(453)	8	71	16					

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。