

益盛药业(002566)

公司研究/简评报告

人参龙头初长成

民生精品---简评报告/医药行业

2014年07月08日

一、事件概述

公司拟发行股份及支付现金购买长白山皇封参业100%股权，并募集配套资金。交易标的资产的预估值为3.65亿元，其中2.76亿元拟通过发行股份方式支付，按14.42元/股的发行价格测算，公司拟发行股份购买资产的发行数量为19,131,696股。非公开发行股票募集配套资金的发行价格不低于12.98元/股，金额不超过人民币10,500万元。

二、分析与判断

收购皇封参业完善公司的人参产业链，使公司成为人参板块的龙头企业

通过收购皇封参业，使益盛初步具备与韩国正官庄相抗衡的实力和能力。皇封参业在人参种植、人参食品、人参保健品、人参化妆品以及人参发酵产品等方面也具有一定的优势，与益盛构成协同。从上游种植方面，益盛的非林地裁参已经进入收获期并通过GAP认证，皇封参业拥有1000亩林地参，种植基地分别取得了中国、美国、欧盟有机认证。种植技术方面互相补充和完善。品牌方面，收购皇封使益盛拥有了成熟的品牌，皇封是人参的唯一中华老字号品牌。产品及加工方面，此次收购丰富了益盛的人参产品及提升了人参加工能力。皇封拥有独家的专利保护的紫红参，紫红参的抗癌成分含量是普通红参的三十倍，具有很大的市场潜力。同时，在人参下游精加工及衍生品方面，皇封在人参化妆品方面为韩国代工，同时独家代理了韩国韩方美化妆品，人参化妆品业务走在了国内企业的前列。在产品终端市场开发方面，目前皇封已在北京、长春、抚松等地开设了5家直营店，计划通过加快开设直营店以及加盟连锁的方式，加大市场开拓力度。此次收购使得公司的人参产业链完整化，快速提升公司在人参产业的实力，使公司成为人参板块的龙头企业。

人参产业短中长期涨价趋势明确，人参产业空间正在打开

短期看，据我们与产地沟通，人参今年的产量较去年进一步下降。同时，经过前几年涨价后，渠道的低价库存被消耗殆尽，新货已在市场消化。中长期看，吉林省人参产业振兴规划对于参土每年1000公顷的限量供给的影响逐步显现。同时，非林地裁参6年内的量都是明确的，对市场整体供给影响不大。人参的产量近两年逐步收缩，预计未来几年仍将继续收缩而后趋于平稳。而需求端，药用占一半以上，该部分稳定增长。食品及保健品需求未来几年逐步释放。因此，供给收缩，需求上涨导致中长期人参价格看涨。同时，人参获批作为新资源食品，下游空间逐步打开。

三、盈利预测与投资建议

我们预计2014-2016年EPS分别为0.30、0.35和0.41元，考虑此次收购以承诺业绩计算2015-2016年分别为0.40和0.46元，我们看好公司人参种植的战略前景，看好公司基本面的持续改善前景，维持“强烈推荐”评级。

四、风险提示：人参相关产品推广进度低于预期

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 644 | 729 | 849 | 984 |
| 增长率(%) | 7.2% | 13.3% | 16.4% | 15.9% |
| 归属母公司股东净利润(百万元) | 87 | 99 | 115 | 134 |
| 增长率(%) | -9.6% | 13.1% | 16.5% | 16.6% |
| 每股收益(元) | 0.26 | 0.30 | 0.35 | 0.41 |
| PE | 57 | 50 | 43 | 37 |
| PB | 2.98 | 2.83 | 2.66 | 2.50 |

资料来源：民生证券研究院

强烈推荐

维持评级

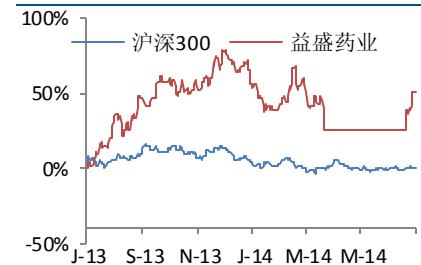
合理估值：

22 元

交易数据 (2014-07-07)

| | |
|------------|------------|
| 收盘价(元) | 14.92 |
| 近12个月最高/最低 | 17.64/9.88 |
| 总股本(百万股) | 330.95 |
| 流通股本(百万股) | 204.26 |
| 流通股比例% | 61.72 |
| 总市值(亿元) | 49.38 |
| 流通市值(亿元) | 30.48 |

该股与沪深300走势比较



分析师

分析师：李平祝

执业证书编号：S0100511030004

电话：(8610)85127808

Email: lipingzhu@mszq.com

相关研究

1. 益盛药业(002566)年报点评：蜕变中的公司，关注业务改善 2013.04.17
2. 益盛药业(002566)三季报点评：经营改善明显，维持“强烈推荐” 2012.10.24
3. 益盛药业(002566)中报点评：行业“毒胶囊事件”影响中期业绩 2012.08.21

公司财务报表数据预测汇总
利润表

| 项目 (百万元) | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 一、营业总收入 | 644 | 729 | 849 | 984 |
| 减：营业成本 | 169 | 205 | 242 | 281 |
| 营业税金及附加 | 11.13 | 10.94 | 12.74 | 14.76 |
| 销售费用 | 338.61 | 313.62 | 357 | 413 |
| 管理费用 | 62.22 | 69.29 | 80.68 | 93.51 |
| 财务费用 | -12.98 | 13.94 | 21.28 | 23.66 |
| 资产减值损失 | 0.39 | 0.30 | 0.30 | 0.30 |
| 加：投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 二、营业利润 | 81.68 | 116.41 | 135.61 | 158.08 |
| 加：营业外收支净额 | 20.76 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 三、利润总额 | 102.44 | 116.41 | 135.61 | 158.08 |
| 减：所得税费用 | 14.94 | 17.46 | 20.34 | 23.71 |
| 四、净利润 | 87.50 | 98.95 | 115.27 | 134.37 |
| 归属于母公司的利润 | 87.32 | 98.74 | 115.03 | 134.09 |
| 五、基本每股收益(元) | 0.264 | 0.298 | 0.348 | 0.405 |

主要财务指标

| 项目 | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| EV/EBITDA | 27.99 | 20.70 | 18.10 | 16.01 |
| 成长能力: | | | | |
| 营业收入同比 | 7.2% | 13.3% | 16.4% | 15.9% |
| 营业利润同比 | -14.4% | 42.52% | 16.49% | 16.57% |
| 净利润同比 | -10.1% | 13.1% | 16.5% | 16.6% |
| 营运能力: | | | | |
| 应收账款周转率 | 2.12 | 2.21 | 2.30 | 2.29 |
| 存货周转率 | 0.36 | 0.29 | 0.30 | 0.31 |
| 总资产周转率 | 0.34 | 0.39 | 0.43 | 0.47 |
| 盈利能力与收益质量: | | | | |
| 毛利率 | 73.7% | 71.9% | 71.5% | 71.5% |
| 净利率 | 13.6% | 13.6% | 13.6% | 13.7% |
| 总资产净利率 ROA | 4.8% | 5.9% | 6.6% | 7.3% |
| 净资产收益率 ROE | 5.3% | 5.7% | 6.2% | 6.8% |
| 资本结构与偿债能力: | | | | |
| 流动比率 | 9.40 | 24.45 | 25.71 | 26.79 |
| 资产负债率 | 10.4% | 5.1% | 5.0% | 4.8% |
| 长期借款/总负债 | 10.0% | 4.7% | 3.0% | 5.4% |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.264 | 0.298 | 0.348 | 0.405 |
| 每股经营现金流量 | -0.569 | -0.351 | 0.047 | 0.034 |
| 每股净资产 | 5.004 | 5.280 | 5.601 | 5.975 |

资料来源：民生证券研究院

资产负债表

| 项目 (百万元) | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 货币资金 | 896.21 | 860.08 | 390.97 | 153.48 |
| 应收票据 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应收账款 | 286.33 | 271.86 | 303.26 | 330.00 |
| 预付账款 | 4.85 | 5.66 | 18.87 | 20.00 |
| 其他应收款 | 22.51 | 16.62 | 14.84 | 15.00 |
| 存货 | 133.84 | 195.28 | 475.56 | 700.00 |
| 其他流动资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 流动资产合计 | 1343.75 | 1359.50 | 1528.34 | 1543.33 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 190.29 | 221.69 | 268.69 | 239.62 |
| 在建工程 | 17.51 | 8.57 | 10.80 | 20.00 |
| 无形资产 | 15.25 | 17.40 | 16.48 | 14.27 |
| 其他非流动资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动资产合计 | 224.96 | 290.96 | 343.59 | 320.56 |
| 资产总计 | 1568.71 | 1650.46 | 1871.94 | 1863.88 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 100.00 | 0.00 |
| 应付票据 | 12.12 | 18.09 | 19.65 | 20.00 |
| 应付账款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 预收账款 | 0.26 | 1.67 | 1.34 | 1.50 |
| 其他应付款 | 22.78 | 22.11 | 39.12 | 39.12 |
| 应交税费 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他流动负债 | 1.68 | 1.88 | 2.50 | 2.50 |
| 流动负债合计 | 36.84 | 43.75 | 162.62 | 63.13 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动负债 | 13.88 | 14.60 | 30.09 | 30.09 |
| 非流动负债合计 | 17.76 | 17.35 | 32.46 | 32.46 |
| 负债合计 | 54.60 | 61.10 | 195.08 | 95.59 |
| 股本 | 110.32 | 220.63 | 220.63 | 220.63 |
| 资本公积 | 1050.37 | 940.05 | 940.05 | 940.05 |
| 留存收益 | 237.26 | 333.58 | 408.14 | 495.46 |
| 少数股东权益 | 19.85 | 20.53 | 20.71 | 20.92 |
| 所有者权益合计 | 1514.11 | 1589.36 | 1676.86 | 1768.30 |
| 负债和股东权益合计 | 1568.71 | 1650.46 | 1871.94 | 1863.88 |

现金流量表

| 项目 (百万元) | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------|----------|----------|---------|---------|
| 经营活动现金流量 | (188.28) | (116.03) | 15.69 | 11.20 |
| 投资活动现金流量 | (362.56) | (20.00) | (20.00) | (20.00) |
| 筹资活动现金流量 | 98.45 | (101.46) | (4.04) | (5.86) |
| 现金及等价物净增加 | (452.39) | (237.49) | (8.35) | (14.66) |

分析师与研究助理简介

李平祝，分析师，北京大学药剂学硕士、药学学士，具有证券投资咨询执业资格。5年证券从业经验，2011年3月加入民生证券。曾获2012年金罗盘医药生物行业最佳分析师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座；518040

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|---|------|-------------------------|
| 以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨幅为基准。 | 强烈推荐 | 相对沪深300指数涨幅20%以上 |
| | 谨慎推荐 | 相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间 |
| | 中性 | 相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间 |
| | 回避 | 相对沪深300指数下跌10%以上 |

| 行业评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|---|------|-----------------------|
| 以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨幅为基准。 | 推荐 | 相对沪深300指数涨幅5%以上 |
| | 中性 | 相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间 |
| | 回避 | 相对沪深300指数下跌5%以上 |

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。