

致力于心血管领域的现代中药

投资要点：

- **致力于心血管领域的现代中药企业。**公司最主要产品是从人参中提取的各类心脑血管药物，最主要产品振源胶囊具有冠心病、糖尿病“二病同治”的独特功效；生脉注射液主要用于心肌梗塞、心源性休克等；心悦胶囊主要用于治疗冠心病、心绞痛。治疗心血管制剂业务已经占公司收入 60% 以上，毛利 70% 以上。
- **覆盖从人参种植到制剂，大消费产品的人参全产业链公司。**尤其在人参果实的研发方面，公司取得了历史性的突破，开发出世界上首次以人参果入药的产品---振源胶囊，参业种植方面公司大力推进非林地参种植，人参深加工方面积极向人参食品、化妆品等产业拓展。
- **公司营销改革成效显著。**公司 2012 年聘请了蔡孟杰先生负责公司的营销工作，引进了新营销团队，改变了原有的营销组织架构，加大了学术推广的力度，在 2013 年 10 月份开始了 OTC 产品的推广。改革后销售回款有了明显的改善，原有营销团队和新营销团队已逐步融合，新的营销政策能够得到很好的贯彻和落实，从而保证主业的发展。
- **在研项目。**研发的产品有 5 个创新药品、5 个现有产品的二次开发以及 5 个化药 6 类仿制药。其中公司在研的中药 5 类新药西洋参二醇皂苷注射液，主要用于治疗冠心病，心绞痛，已完成三期临床试验。
- **未来看点。**公司产品发茂森（复方人参间苯二酚搽剂）用于脂溢性脱发、

益盛药业
(002566.SZ)

分析师：纪钢

执业证书编号：S0050513110001

Tel：010-59355601

Email：jig@chinans.com.cn

联系人：张树声

Tel：010-59355492

Email：zhangss@chinans.com.cn

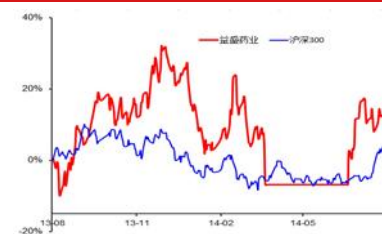
投资评级

本次评级：买入
跟踪评级：首次
目标价格：

市场数据

市价(元)	15.15
上市的流通 A 股(亿股)	2.04
总股本(亿股)	3.31
52 周股价最高最低(元)	27.2-12.96
上证指数/深证成指	2206.47/ 7980.49
2013 年股息率	0%

52 周相对市场改变



相关研究

斑秃及其他各种脱发的辅助治疗，效果很好，但是不太容易买到，今年已把其列为公司未来重点推广的产品。公司的野山蜂蜜产品的包装设计已确定，已有建立电子商务平台的计划，未来将逐步实施。

■ **拟收购皇封参业，继续深化在参业上下游的布局，做精品人参产业。**公司

拟以 3.65 亿收购皇封参业 100% 股权，其中 2.76 亿拟通过发行股份方式支付，按 14.42 元/股向原股东发行 19,131,696 股；剩余 0.89 亿拟向不超过 10 名其他特定投资者以不低于 12.98 元/股价格发行数量不超过 8,089,368 股份，所募集资支付上述款项，募集资金总额不超过 10,500 万元。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。

■ **给予“买入”的投资评级。**预测公司 2014-2016 年 EPS 为 0.293/0.368/0.458

元，对应 PE 分别为 53、42、34 倍。给予“买入”评级。

■ **风险提示。**中成药降价、募投项目进度低于预期、收购皇封参业失败的风

险。

公司财务数据及预测

项目	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	643.90	772.42	929.59	1113.80
增长率(%)	7.23%	19.96%	20.35%	19.82%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	87.32	96.85	121.85	151.66
增长率(%)	-9.63%	10.92%	25.81%	24.46%
毛利率%	73.71%	73.96%	74.09%	74.99%
净资产收益率(%)	5.27%	5.52%	6.50%	7.48%
EPS(元)	0.264	0.293	0.368	0.458
P/E(倍)	58.86	53.07	42.18	33.89
P/B(倍)	3.10	2.93	2.74	2.54

数据来源：民族证券

正文目录

一、产业背景及主要观点	5
1、人参种植及制品概述	5
2、致力于心血管领域的现代中药企业	5
3、全覆盖人参药材产业链的公司	5
3、主要观点	6
4、投资风险	6
二、公司经营状况	7
1、公司药业产品情况	7
1.1、振源胶囊	8
1.2、生脉注射液	9
1.3、清开灵注射液	10
1.4、心悦胶囊	11
1.5、桂附地黄胶囊	12
1.6、在研项目	12
2、人参行业背景及公司参业情况	12
2.1、人参产量及市场规模	12
2.2、人参应用从药品向食品、化妆品拓展	13
2.3、人参价格持续上涨	13
2.4、公司正在大力发展平地种参，技术领先	13
2.5、行业理解深刻，价格低位时大量储货	14
3、未来看点	15
3.1、“皇封参”历史悠久	16
3.2、采用现代技术做精“人参产业”	16
3.3、多渠道销售	16
三、盈利预测及投资建议	17
1、盈利预测	17
2、投资建议	17
四、风险提示	17
财务预测	18

图表目录

图 1：2011-2013 公司主要产品营收变化	7
图 2：2013 年公司营收构成	7
图 3：2013 年公司毛利构成	7
图 4：2011-2013 公司主要产品营收占比变化	8
图 5：2011-2013 公司主要产品毛利占比变化	8
图 6：2008-2013 公司振源胶囊营收、毛利及毛利率变化	9
图 7：2008-2013 公司生脉注射液营收、毛利及毛利率变化	9
图 8：2013 年清开灵注射液市场格局	10
图 9：2008-2013 年公司及神威药业清开灵注射液销售额	10

图 10: 2008-2013 公司清开灵注射液营收、毛利及毛利率变化	11
图 11: 2010-2013 公司心悦胶囊营收情况	11
图 12: 2008-2013 公司存货构成变化	14
图 13: 红参（64 支）200902-201406 综合价格走势	15
图 14: 皇封参业 2012-1013 营收、净利润及 201414-2016 年业绩承诺	17
表 1: 根据人参初种方式及生长环境不同分类	5
表 2: 人参制品定义及炮制方法	5
表 3: 2012 年我国补肾类药市场前七位品种	12

一、产业背景及主要观点

1、人参种植及制品概述

人参是一种贵细中药材，为五加科多年生草本植物。

表 1：根据人参初种方式及生长环境不同分类

名称	描述
园参	人工栽培的人参，又名水参。园参由于加工方法不同，其加工后又分为生晒参、红参等。
野生人参	自然传播、生长于深山密林的原生态人参。
野山参	自然生长于深山密林的人参（不包括野生人参），又称为林下参、林下山参、林下野山参，其种子靠人工撒播，一般生长年限在 12 年以上，药用价值仅次于野生人参，但高于园参。

资料来源：民族证券

表 2：人参制品定义及炮制方法

名称	描述
红参	人参蒸制后的熟用品，将鲜参经过浸泡、清洗、分选、蒸制、压制、烘干等工序加工而成。在蒸制过程中因为热处理会发生化学反应，成分发生变化，干燥后颜色红润，气味浓香。红参较白参组织致密、坚固、贮存性良好。
生晒参	将鲜参经过水洗、日晒、烘干等工序加工而成，形态上保持人参的原型。主要成品有普通生晒参、全须生晒参（芦、体、须完整的生晒参）等。
糖参	以浆气不足、体形欠佳、不适于加工红参的鲜人参为原料加工而成。加工中工艺繁琐，多次排针、浸糖，使人参的有效成分严重损失；白糖参如同“糖棒”一样，贮藏、运输中易于吸潮、污染，冬季易于“烊化”返糖，夏季易于发霉变质。
蜜制人参	用蜂蜜作为辅料，经蜜制工艺加工而成的人参制品。
保鲜人参	以鲜人参为原料，洗刷后经过保鲜出来，能够长时间贮藏的人参制品。
大力参	以普通鲜人参为原料，水洗后下须、烫制、凉水漂凉、干燥的人参制品，又称烫通参
活性参	以鲜人参为原料，刮去表皮，采用真空低温冷冻（-25℃）干燥技术加工的制品，又称冻干参

资料来源：民族证券

2、致力于心血管领域的现代中药企业

公司主要产品振源胶囊、心悦胶囊、生脉注射液均是心血管领域药物，在生产中综合运用多种现代技术，如大孔树脂吸附技术、固体分散体技术及西洋参茎叶总皂甙提取工艺技术（发明专利-用于心悦胶囊）等，提高产品的科技含量及竞争壁垒，治疗心血管制剂业务已经占公司收入 60% 以上，毛利 70% 以上。

3、全覆盖人参药材产业链的公司

公司实现了人参产业全产业链开发，上游：公司先前致力于非林地参的种植，如此次成功收购皇封参业，公司将实现林地参和非林地参种植齐头并进；中游：人参饮片加工，为保证人参加工产业的顺利进行，公司已于 2013 年空置出部分厂房建设了人参饮片加工生产车间，并通过了 GMP 认证；下游：人参全株各部位公司已有对

应的药品上市（人参根、人参茎叶、人参花、人参果，都开发出了国药准字号的产品，成为医药行业内首家实现人参全株开发的企业，尤其在人参果实的研发方面，公司取得了历史性的突破，开发出世界上首次以人参果入药的产品---振源胶囊），同时积极投身人参食品及化妆品行业。公司参与上游人参种植后，可以从容慢慢地做市场，高端卖野山参，中间卖给药厂，低端加工做食品和化妆品，未来人参的价格继续看涨。

3、主要观点

市场将公司误读为普通的传统中药企业（生产工艺技术含量不高，辅助用药），我们认为公司是专注于心血管领域的现代中药企业。另外公司从 2012 年开始从市场大量收购人参，存货中原材料按成本法计量，2014 年一季报披露公司存货期末价值 6.84 亿，近几年人参价格大幅上涨，公司存货中参类原料的价值存在重估。

我们认为药业方面：公司人参全株开发+优秀的研发能力构成公司的核心竞争力，在心血管领域坚定持续投入，成长前景明确。参业方面：公司对行业的判断准确，积极布局上游种植控制源头，积极拓展人参非药用领域如食品、化妆品的应用，市场想象空间广阔。

4、风险提示

中成药降价、募投项目进度低于预期、收购皇封参业失败的风险。

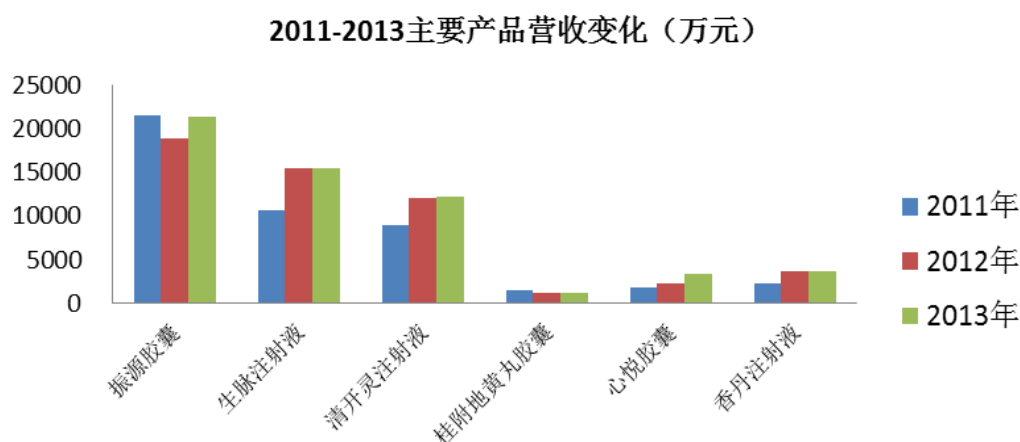
二、公司经营状况

1、公司药业产品情况

公司主要从事中成药的研发、生产与销售，产品的治疗范围以心脑血管疾病为主，涵盖了呼吸系统、消化系统、内分泌系统、泌尿系统以及肿瘤、儿科疾病等。主要产品包括振源胶囊、生脉注射液、清开灵注射液、心悦胶囊、桂附地黄丸胶囊等。

目前公司可生产 11 个剂型，拥有 116 个品种、129 个药品生产批准文号。其中 51 个品种被列入国家医保目录（其中甲类品种 19 个，乙类品种 32 个），13 个品种被列入《国家基本药物目录》，拥有国家中药保护品种 4 个，独家品种 6 个。公司各产品营收收入稳步增长。

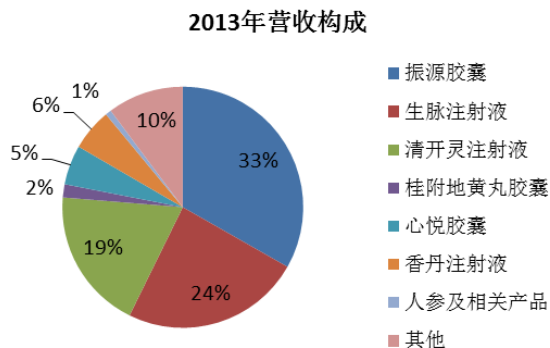
图 1：2011-2013 公司主要产品营收变化



数据来源：民族证券、Wind

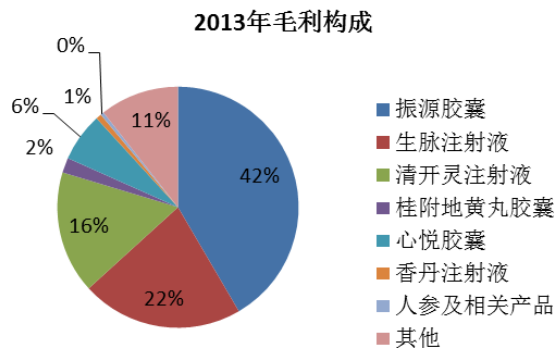
2013 年公司营业收入及毛利构成如下图：

图 2：2013 年公司营收构成



资料来源：民族证券、Wind

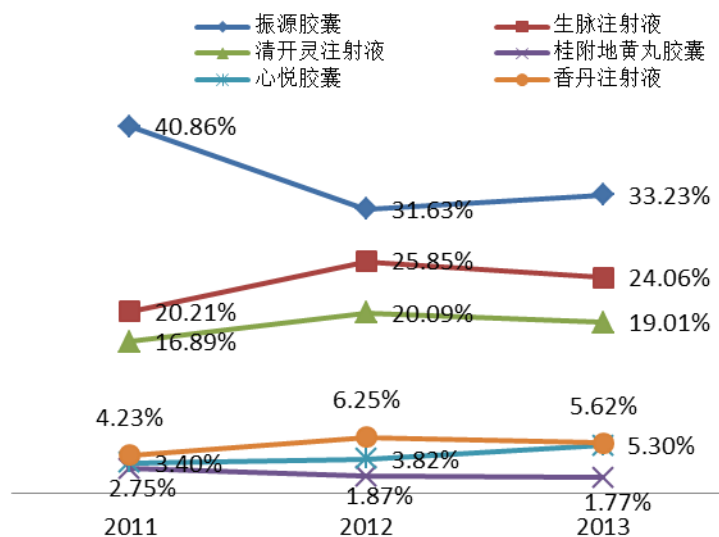
图 3：2013 年公司毛利构成



资料来源：民族证券

振源胶囊是公司营收和毛利贡献的第一大品种，是公司重点品种。

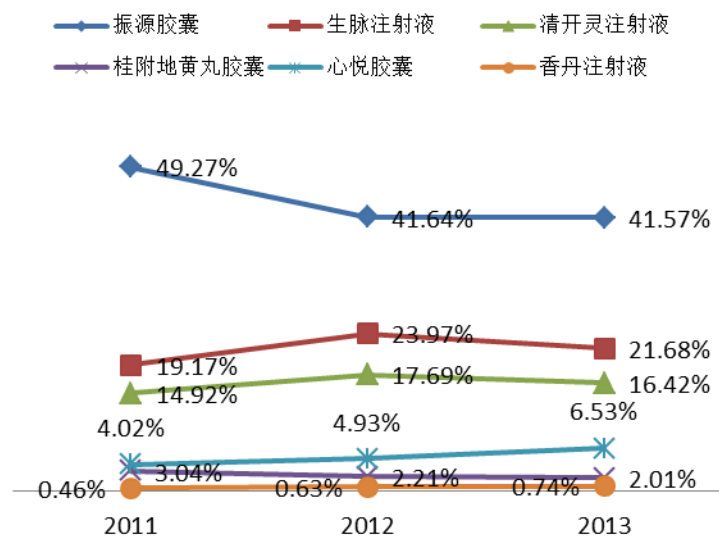
图 4：2011-2013 公司主要产品营收占比变化



数据来源：民族证券

伴随着其他产品营收的快速增长，振源胶囊在公司的营收占比逐年降低，摆脱一品独大的格局。

图 5：2011-2013 公司主要产品毛利占比变化



数据来源：民族证券

心悅胶囊在公司毛利占比逐年提高，2013 年营收同比增长 48.6%。

1.1、振源胶囊

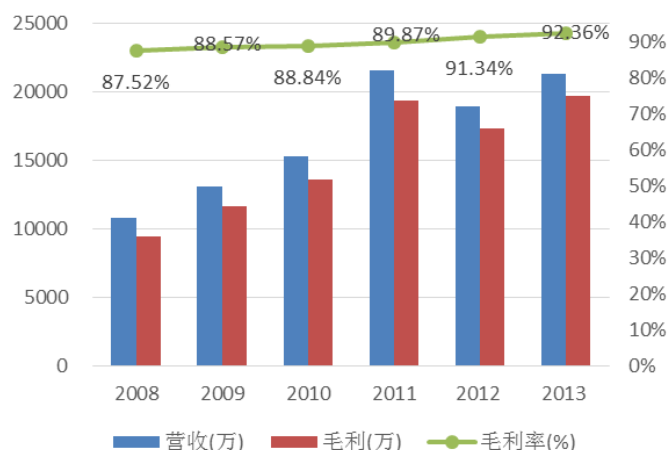
振源胶囊是公司独家产品，1999 年被列入国家中药保护品种，未来同品种竞品获批的可能性不大。2013 年振源胶囊营收 2.14 亿，同比增长 12.5%。其以人参的果实为原料，提取出人参果总皂苷精制而成的胶囊剂，具有冠心病、糖尿病“二病同治”的独特功效。中华医学会糖尿病学分会 2001 年组织对京、津、沪、渝 4 城市 10 家医院住院糖尿病患者并发症患病率调查，合并各种心血管并发症者高达 93%，约 80%的糖尿病患者死于心血

管并发症，其中 75%死于 CHD，为非糖尿病的 2~4 倍。

药理研究表明，振源胶囊具有增加胰岛素敏感性、改善糖脂代谢、保护内皮细胞、抑制心肌凋亡、抗心律失常、抗氧化应激等作用。临床用于冠心病特别是糖尿病合并冠心病具有独特疗效，是目前中西药无可替代的。

国家卫生部曾组织 10 所三甲医院，采用多中心、随机、双盲的方法，对振源胶囊进行循证医学研究，证实了振源胶囊对冠心病心绞痛、心率失常及 II 型糖尿病的独特疗效，是临床治疗冠心病心绞痛、II 型糖尿病、特别是糖尿病合并冠心病的有效药品。

图 6：2008-2013 公司振源胶囊营收、毛利及毛利率变化



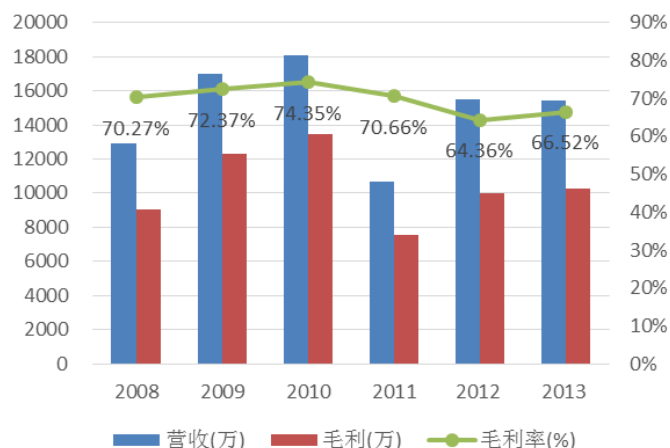
数据来源：民族证券、Wind

振源胶囊的毛利率比较稳定且逐年提高。振源胶囊已批准的功能主治是：益气通脉，宁心安神，生津止渴，用于胸痹、心悸、不寐；冠心病，心绞痛，心律失常，神经衰弱，II 型糖尿病见上述证候者。此外药物还能够降低低密度脂蛋白和升高高密度脂蛋白、具有降低血糖、抗心肌损伤和促进损伤心肌的修复等作用。公司对相关功效的药理、药效等基础研究工作已经基本完成，正在积极准备向国家药监局申请增加功能主治。

1.2、生脉注射液

生脉注射液是公司的第二大品种，2013 年营收 1.55 亿，与上年持平。生产厂家有雅安三九、本公司、江苏苏中药业集团、川大华西药业、常熟雷允上制药、上海和黄药业、山西太行药业和宜宾制药。生产厂家比较多，竞争激烈。市场竞争格局比较稳定，公司产品未来缓慢稳定增长。

图 7：2008-2013 公司生脉注射液营收、毛利及毛利率变化

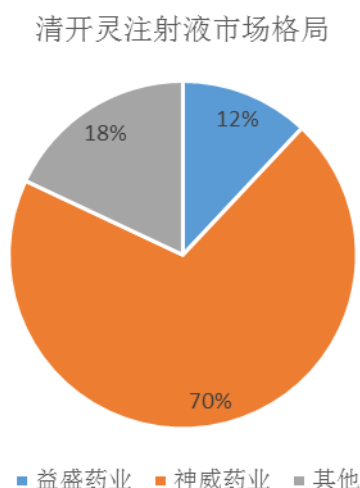


数据来源：民族证券

1.3、清开灵注射液

清开灵注射液 2013 年营收 1.22 亿，同比增长 1.3%。市场上清开灵剂型较多，有胶囊剂、颗粒剂、片剂、口服液、注射剂、丸剂、滴丸剂等。清开灵注射液作为抗病毒类的老品种，价格比较低，效果明确。市场上的主要生产厂家主要有神威药业、本公司及白云山明兴制药厂等厂家。

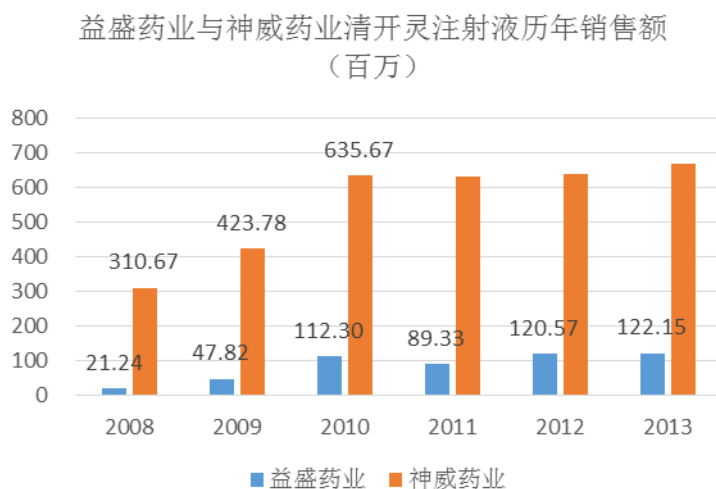
图 8：2013 年清开灵注射液市场格局



数据来源：民族证券

2008-2013 年公司 & 神威药业的清开灵注射液销售额如下：

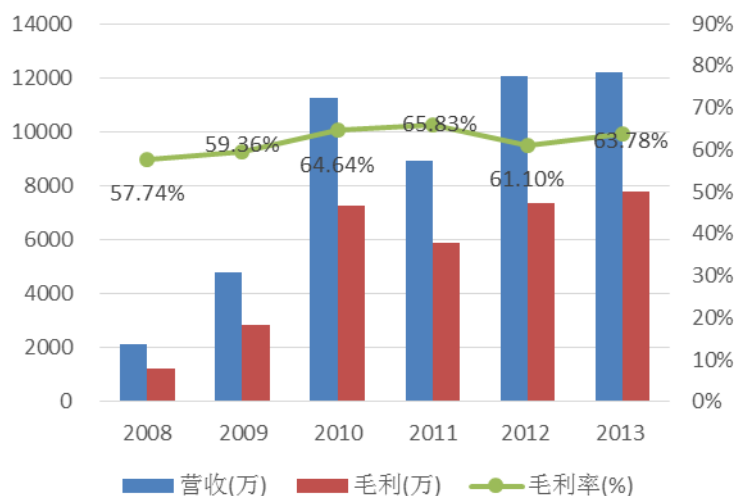
图 9：2008-2013 年公司 & 神威药业清开灵注射液销售额



数据来源：公司公告 民族证券

近几年两公司的销售额历年相对比较平稳。

图 10：2008-2013 公司清开灵注射液营收、毛利及毛利率变化



数据来源：民族证券

公司清开灵注射液稳定增长，市场竞争格局比较稳定。

1.4、心悦胶囊

心悦胶囊是公司的独家产品，医保乙类，国家级创新药物，是公司的二线潜力品种，也是公司增长最快的品种。2013 年营收 3408.6 万，同比增长 48.7%。在心悦胶囊的研发中，公司进行了心悦胶囊质量控制与体内代谢研究，鉴定出 12 个主要的皂苷类成分，及在大鼠尿液、粪便、胆汁、血液中的有效成分。通过动物实验模型，证实心悦胶囊具有减少心肌梗死面积，抑制心肌细胞凋亡，抗心肌缺血再灌注损伤，抗动脉粥样硬化，改善急性心梗后心室重构的作用。目前正在与奥地利维也纳医科大学合作，联合开展对心悦胶囊的再研究，建立符合欧洲植物药要求的中药质量控制标准。心悦胶囊在临床上用于治疗冠心病、心绞痛属于气阴两虚症者；生脉注射液用于心悸、气短，四肢厥冷、汗出、脉欲绝及心肌梗塞、心源性休克、感染性休克等具有上述证候者。

图 11：2010-2013 公司心悦胶囊营收情况



数据来源：民族证券

公司与 13 家医院合作进行“十一五”国家科技支撑计划“中西医综合干预介入后急性冠脉综合征的临床研

究”。得出的研究结论为：心悦胶囊结合西医常规治疗干预急性冠脉综合征（ACS）介入治疗后的患者，可明显减少临床复合终点事件的发生，可明显改善介入后患者的生存质量。

1.5、桂附地黄胶囊

桂附地黄胶囊 2013 年营收 1138.01 万，同比增长 1.3%。根据南方所的统计数据，2012 年销售补肾类药物的销售规模 58.85 亿元，呈现稳定增长的态势。随着人们健康意识的增强和工作压力的不断加大，肾虚患者日益增多，补肾药物已经逐渐从老年人消费者向中青年消费者蔓延，未来补肾类药物市场前景广阔。

补肾阳的代表为金匱肾气丸（片）和桂附地黄丸（颗粒、胶囊、片）。肾“阳虚”主要表现是腰酸、畏寒、男子阳痿早泄、女子宫寒不孕、小便频数、清长、夜尿多、易疲劳、嗜睡，多梦、五更腹泻或者便秘；肾阴虚主要表现是燥热、盗汗、虚汗等；肾气虚主要表现是气短自汗、倦怠无力、面色晃白、舌苔淡白、脉细数。

表 3：2012 年我国补肾类药市场前七位品种

序号	品种	统计厂家	补肾类型	市场份额
01	六位地黄丸	宛西制药、佛慈制药、同仁堂、九芝堂	补肾阴	18.6%（四家合计）
02	补肾益寿丸	太极集团 陵制药厂	补肾气	7.4%
03	汇仁肾宝合剂	江西汇仁药业	调和阴阳	4.4%
04	古汉养生精	紫光古汉集团股份	补肾气	3.9%
5	生力胶囊	云南龙润药业	补肾气	2.0%
06	金匱肾气丸	北京同仁堂股份	补肾阳	2.0%
07	金鸡虎补丸	湖北李时珍医药集团	补气补血	1.5%

资料来源：台城制药招股说明书 民族证券

补肾类药物大部分是 OTC 药物，综合肾“阴虚”“阳虚”“气虚”的表现理论上需要补肾阳的人群应该比较多，但是药物的市场份额分布情况并非如此，所以补阳类药物的厂家需要在市场教育上大力投入，抓住目标人群，使患者能够正确选择药物。

桂附地黄类产品剂型较多（丸、浓缩丸、片、胶囊、口服液、颗粒），公司产品为胶囊剂，只有两家生产（另一家为贵州恒霸药业），竞争相对缓和。

1.6、在研项目

西洋参二醇皂苷注射液：主要用于治疗冠心病，心绞痛，已完成三期临床试验，公司争取尽快获得新药证书。

参果黄连胶囊：振源胶囊的换代产品，原有处方的基础上加入新的有效成分，使其疗效更加确切，正积极申请临床。

洋参银杏胶囊：心悦胶囊的换代产品，正积极申请临床

心悦滴丸：心悦胶囊改剂型产品，处于临床前研究阶段

小儿热咳清水丸：小儿热咳清胶囊改剂型产品，处于临床前研究阶段

2、人参行业背景及公司参业情况

2.1、人参产量及市场规模

我国人参主要分布在吉林、黑龙江、辽宁三省，吉林省人参产量分别占全国和世界的 85% 和 70%。吉林省种植人参主要有伐林栽参、林下栽参，以及非林栽参三方式。不同的人参种植方式有不同的年份要求，非林地

栽参模式人参最好的种植年限为 6 年，林下参的种植年限一般为 12 年以上。

从 2005 年开始，天然林地种参批复较难，且 2009 年前人参价格低迷，农民种参的积极性受挫，种植面积大幅减少。2010 年吉林省政府下发《关于严控利用林地种植人参的紧急通知》，规定吉林人参种植区域控制在 15 个县（市、区）内，利用采伐迹地年种植人参面积控制在 1000 公顷以内，同时要求非计划区域的采伐迹地必须按规定进行更新还林，不允许种植人参，人参种植面积进一步减少。全省人参面积由最高时八千多万平方米控制到五千万平方米左右；同时大力推广非林地（山区农田）栽参和不破坏森林的林下参。

吉林省采取调控生产规模、扩大精深加工等一系列政策措施，加快人参产业发展，2010-2012 吉林省鲜参总产量分别是 2.7 万吨、2.2 万吨、2 万吨，人参产值分别是 102 亿、133 亿、204.5 亿。产量逐年下降，产值呈现逐年上升的趋势。2013 年，吉林人参鲜货每公斤均价达到 175 元，比上年增长 1 倍多，为历史最高值，2013 全省人参业产值实现 290 亿元，同比增长 42%，较 2009 年增长 5 倍多。

2.2、人参应用从药品向食品、化妆品拓展

吉林省委省政府以工业化、产业化思维谋划人参业，把人参从土特产提升到现代产业地位，计划到 2020 年参业总产值实现一千亿元。省里出台了《关于振兴人参产业的意见》《人参管理办法》以及人参产业发展规划，设立专项资金、颁布法律法规，强化行政推动。

2010 年 9 月吉林省获准在全国率先开展人工种植人参进入食品试点，2012 年 8 月，原卫生部发布了《关于批准人参（人工种植）为新资源食品的公告》，人参的应用领域更进一步扩大。目前，吉林省制订了人参食品通用标准，已研发出人参蔬果酵素、蜜片、酒、糖、茶、米等食品 500 余种。同时市售的还有很多含有人参提取物成分化妆品。

在 2012 年之前由于人参的“药材身份”限制了其在食品等领域光明正大的使用，只是局部试点使用。随着 2012 年 8 月原卫生部发布了《关于批准人参（人工种植）为新资源食品的公告》，使用范围扩大到全国，人参在食品等领域的需求至少有数倍的增长。

2.3、人参价格持续上涨

人参价格到现在价格都在逐年上升，一方面原因是林地资源的限制；第二方面就是人参在一块林地种植后，十多年这块地都不能再种人参，这也限制了人生的产量；第三是因为它需要精耕细作，包括人力、生产上面投入上升，也推动了人参价格的上涨

虽然目前人参收购价格处于近几年较高水平，但园参从播种到采收一般需要 6 年时间，人参种植面积不断减少，短期内人参供应量大幅增加的可能性较小，再加上下游人参应用领域及需求增大，未来几年人参价格可能进一步攀升。

2.4、公司正在大力发展平地种参，技术领先

2.4.1 国内首创非林地栽参

伐林栽参是中国目前人参栽培生产的主要生产模式，伐林栽参的特点是以参农散户生产为主，个体经营占 70%，基地规模小，实力弱，集约化、规模化程度低，片面追求产量，忽视了质量，超量及滥施农药、肥料，使农药及肥料施用不规范，农残及重金属超标现象时有发生。

国际上其他主要人参生产国如韩国、朝鲜、日本的参场一般都采用平地栽参的生产模式。尤其是韩国从 20 世纪 40 年代就走上了参粮轮作之路。公司早在 2006 年就把人参原料生产基地建设作为重点工作来抓，公司在非林地栽参应用方面属国内首创。

2.4.2 公司栽参技术领先

平地栽参的技术关键点有选苗、参床方向确定、人参参床进光量的调节、搭棚遮荫技术、土壤调节剂和有机肥应用等技术；规模种植机械的使用（大马力拖拉机、旋耕机、一次成床的做床机、犁翻机、播种机、移栽机）。

此外人参整个 6 年左右的生长期内都要注意采光、浇水、追肥、防病等维护才能为人参正常生长创造良好条件。先进的施肥、土壤改良等方法能够保证生产出的人参没有农药残留，而且参形和质量上乘。

公司考察并引进了上述全套的韩国栽参的技术及机械，同时结合自有参地的土壤情况及当地的气候对其进行了改良，公司针对不同土壤的土壤改良技术、种植技术、生长期内的维护技术已经非常成熟。

公司已经实现了人参专用有机肥的自产。韩国人参种植使用的是一种人参专用的枯草芽孢杆菌液态肥；国内现有液态肥均为 EM 菌，是较为广义的适用于农产品的肥料。公司有机肥和液肥生产技术选择了韩国技术，通过技术引进及消化吸收已实现自产。此项技术填补了我国没有人参专用有机肥生产的空白。

为了保证种植基地的周边环境达到 GAP 要求，公司与吉林省农业环境监测站签订监测协议，对基地环境包括土壤、水、空气等进行全程监测。同时，吉林农业大学资源环境学院农药室对基地所使用的农药进行检测，有效地杜绝了农残超标的农药在基地的施用。

2.4.3 公司平地参情况

公司于 2007 年按照 GAP 认证标准，投资建设非林地栽参基地项目。目前的租地面积为 6000 余亩，最近披露的种植面积为 3500 亩，未来计划扩大人参种植面积到 12000 亩。

非林地栽参通过改良土壤，使用配套生产的有机肥和微生物肥以及独到的栽培技术，使成品人参的质量等级和有效成分含量均高于林地栽参。非林地栽参收获后，参地只需进行 3 年的保养就可进行重茬栽参（保养期间还可种植其他作物），轮作期远低于伐林栽参，参地利用效率高，也间接有效地保护了宝贵的林地资源，具有良好的生态效益和社会效益。

2013 年公司对首批种植人参的收获情况已经进行了公告，采挖人参面积 147 亩，共收获鲜参 96 吨，部分人参有红锈，但不影响人参的品质。根据公司现有人参的参龄，我们估测 2014、2015、2016 年收获的人参面积分别为 450 亩、0 亩、750 亩。假设每亩鲜参产量 600 公斤，不考虑深加工的情况下，按照现在鲜参市场保守价格 200 元/公斤，14 年新收获的人参价值是 5400 万。每亩人参的成本在 3 万元左右。我国终端市场销售的人参绝大部分是干参，据行业经验平均 3.5 公斤鲜参可制 1 公斤干参。根据规划今年公司将对人参进行深加工对外出售，虽然销售额不会太大，但将首次给公司业绩带来贡献。收获后的人参，将根据其形状和品质确定其最终用途。

公司最早租地的租金是 400 元/亩，现在已经达到 650 元/亩。因种植人参存在季节性，所以在种植和收获用工较忙的时候，人工费用较高，而且成逐年上涨的态势，同时，公司在种植前，将根据土壤的情况使用公司自产的人参专用有机肥，每亩使用 3-4 吨。

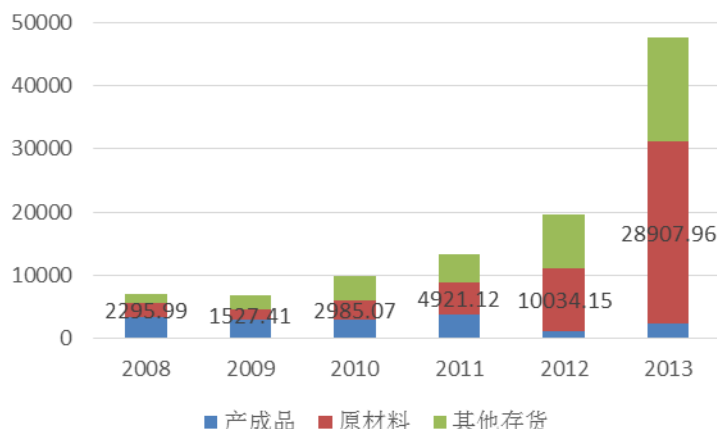
公司委托农业部参茸产品质量监督检验测试中心对首批非林地人参加工的红参进行了检测，《中华人民共和国药典》2010 年版一部“人参”含量测定项下规定 $Re+Rg1 \geq 0.30\%$ ； $Rb1 \geq 0.20\%$ 。公司检品含量分别为 0.87%；0.72%，两项指标含量远高于药典要求。药典对农药残留未作限定，公司检品中农药六六六，滴滴涕，五氯硝基苯未检出（残留量低于检测方法的最低检测限）

2.5、行业理解深刻，价格低位时大量储货

公司从事参业多年，对行业的判断比较准确，近年逐步加大在参类原料方面的储备，公司的库存情况见下表：

图 12：2008-2013 公司存货构成变化

公司存货构成

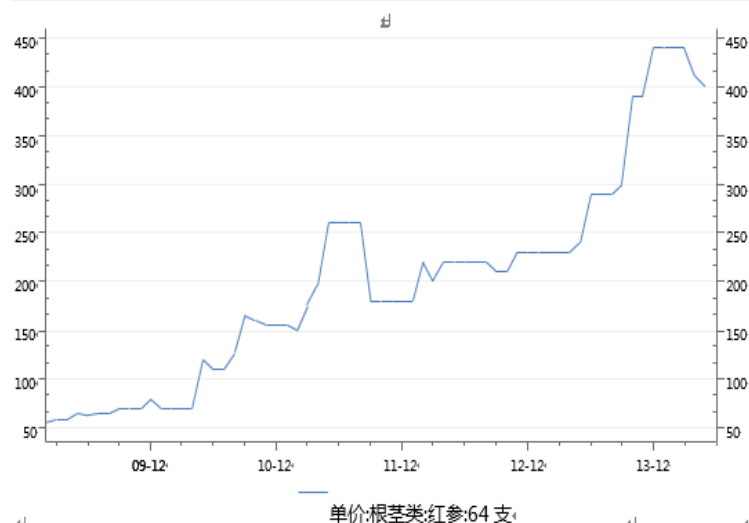


数据来源：公司公告 民族证券

根据公司 2014 年一季报披露公司存货期末价值 6.84 亿，存货年初增加 43.9%，主要原因是采购红参及人参种植增加。据了解参市今年产量不大，而且鲜货继续走高，已经有大药厂开始订货，后市行情继续看涨。

据中药材天地网统计，红参（64 支）从 2009 年 2 月至 2014 年 6 月的价格情况如下图：

图 13：红参（64 支）200902-201406 综合价格走势



数据来源：中药材天地网 民族证券

市场专营户多把货源放进冷库进行保存，近期产地有药厂开始订货，今年产地鲜货继续走高甚至要高于去年，带动行情有所上调，市场紧跟，但实际走销不快，有购货商批量购货，具体情况还要等产新时期便可明朗。白参产地与市场可供量已不多，价格保持坚挺，带须货售价 750-800 元之间，无须货售价 800-850 元之间。今年鲜人参订购价高于去年，四年生 90 元/市斤，五年生高达 120 元/市斤上下。

我们估测公司目前有低价人参库存约 3 亿左右，价格经过持续上涨，目前如果按照市价出售，可贡献税前利润约 1.5 亿左右。

3、未来看点

公司产品发茂森（复方人参间苯二酚搽剂）用于脂溢性脱发、斑秃及其他各种脱发的辅助治疗，效果很好，但是不太容易买到，今年已把其列为公司未来重点推广的产品。

公司的野山蜂蜜产品的包装设计已确定，将在 2014 年逐步在全国推广，目前市场上常见的蜂蜜一般为人工

饲养的蜜蜂所产的蜂蜜，野山蜂蜜的品质要远好于一般蜂蜜，所以价格要高于一般蜂蜜。公司已有建立电子商务平台的计划，未来将逐步实施。

公司拟以 3.65 亿收购皇封参业 100% 股权，其中 27,587.92 万元益盛药业拟通过发行股份方式支付。按 14.42 元/股的发行价格测算，拟发行股份数量为 19,131,696 股。该发行数量经股东大会批准后，以中国证监会最终核准的发行数量为准。

其余 0.8912 亿以现金支付，公司拟向不超过 10 名其他特定投资者发行股份配套资金总额不超过 10,500 万元。按照本次发行底价 12.98 元/股计算，配套融资发行股份数量不超过 8,089,368 股。最终发行数量将根据经公司股东大会批准、中国证监会核准的配套融资金额和最终发行价格确定。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。三、拟收购标的资产-皇封参业

3.1、“皇封参”历史悠久

公元 1677 年，康熙御批盛产人参的长白山纳股棒槌沟（今靖宇县皇封岭）为作为皇家御用参场，所产人参被赐封为“皇封参”，专贡皇室享用。至今，皇封参的品质和文化遗产达 300 余年。

皇封参业拥有的“皇封”品牌，具有深厚的历史底蕴，2010 年被国家商务部授予“中华老字号”，模压红参（20 条、60 条）为第一批获得“长白山人参”证明商标标准用证，2011 年，皇封参加工工艺入选吉林省非物质文化遗产，并已申报国家级非物质文化遗产，并在当年获得吉林省农业龙头企业称号；2013 年通过与新浪合作，成为新浪吉林人参小浪形象独家冠名企业。

长白山皇封参业有限公司是目前国内规模最大的集人参、西洋参种植、加工、制药、化妆品生产、科研和终端销售于一体的集团化企业，已顺利通过 GMP、GAP 认证，产品体系涵盖了人参制品、红参，西洋参，紫红参，人参食品，人参化妆品等，深受市场青睐，远销欧美、日本、新加坡、香港、台湾等国家和地区。

3.2、采用现代技术做精“人参产业”

2009 年，长白山皇封参业有限公司采用生物发酵技术，对皇封参进行二次加工，形成人参行业开创性产品“紫红参”，经中国医学科学院药用植物研究所、吉林省中医科学园、吉林大学药理实验，对肿瘤的体外抑瘤率达 93.31%，体内抑瘤率达 42.72%，并在强心、提高性能力等方面具有显著功效

目前拥有 5 项发明专利，其中 2 项为人参种植方面的专利，3 项为人参精深加工及应用方面的专利，此外，另有 2 项专利已申请正在审批中。皇封参业还于 2013 年 5 月取得了由吉林省财政厅等 4 部门联合颁发的《高新技术企业证书》。

皇封参业全资子公司抚松参美，现已研发完成人参类 15 大系列产品 500 多个品种。人参面膜、保湿、抗皱、美白 4 大系列 22 款产品、人参洗护 25 款产品、人参面部护理 1 款产品及人参手部护理 2 款产品已上市销售。

抚松参美目前自有车间正在加紧建设之中，其中一期工程项目已经竣工，包括 4,000 余平方米的厂房建设、设备安装已经完成，并已获得生产许可证明，现可生产乳液类、霜类、膏类的化妆品；二期工程项目包括人参提取车间、精油车间、综合办公楼、研发中心等设施。二期项目建设完成后，将可生产 15 大系列 500 余种的人参化妆品产品。

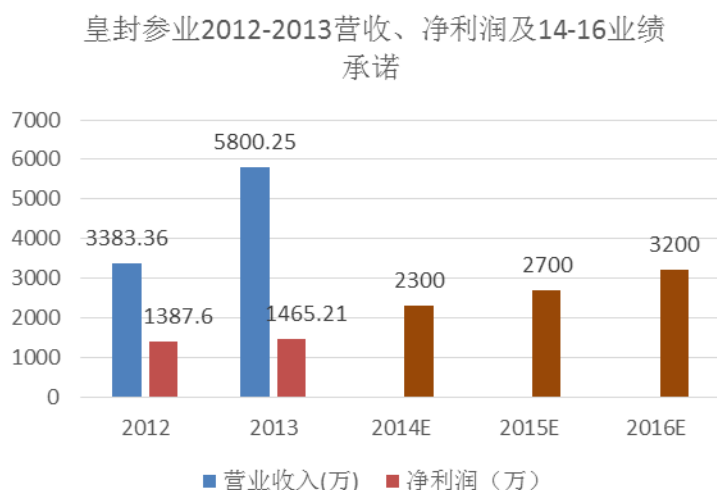
3.3、多渠道销售

- 在原材料贸易方面，公司完成了国内外重点大客户的积累与培育工作，成为南京同仁堂（抚松）参业有限公司、天津天士力中医药资源有限公司、贵州信邦制药股份有限公司、中国医药保健品股份有限公司等知名企业的优质原料供应商，每到起参季节厂家都会成群结队来皇封参抢购货源，直到这里的人参售罄，才去其他参场。
- 在实体销售方面，皇封参所有加盟连锁店采取直营方式，所有直营店人参产品及其深加工产品均来自皇封参有及人参种植园，杜绝了加盟店店主以次充好败坏品牌名声的可能性，从而使消费者可以放心购买。在直营店的建设方面，目前已在北京、吉林、辽宁开设直营店面 5 家，并分别与北京同仁堂和大连万达

广场共同建立了销售终端店的战略合作关系，并计划于 2014 年下半年在全国进行零售终端店的全面招商加盟活动，预计年底开设 50 家加盟店。

- 在大型超市、卖场销售市场方面，人参咖啡、人参茶珍等人参食品已进入京客隆、华润万家等综合商场；在网络销售方面，公司开设天猫商城皇封旗舰店（<http://huangfeng.tmall.com/>），并与阿里巴巴集团旗下电子商务服务商进行了全方位的合作；

图 14：皇封参业 2012-2013 营收、净利润及 2014-2016 年业绩承诺



数据来源：公司公告 民族证券

公司拟以 3.65 亿收购皇封参业 100% 股权，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，对应 14、15、16 年的 PE 分别是 15.9、13.5、11.4 倍，市盈率低于市场上主营参类的上市公司。

三、盈利预测及投资建议

1、盈利预测

预计 2014 年/2015 年公司分别实现净利润 0.97 亿元(YOY+10.92%) / 1.22 亿元(YOY+25.81%)，EPS 分别为 0.293 元/0.368 元，对应 2014 年/2015 年 PE 分别为 53 倍/42 倍。

2、投资建议

我们认为公司业绩未来几年有望加速上涨，人参产业的繁荣发展才刚刚开始，考虑到公司的增长潜力及未来成功收购皇封参业的预期，给予“买入”的投资建议，目标价 19 元。

四、风险提示

中成药降价、募投项目进度低于预期、收购皇封参业失败的风险。

财务预测

单击此处输入文字。

单位:百万元	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	528.93	600.50	643.90	772.42	929.59	1113.80
增长率(%)	2.46%	13.53%	7.23%	19.96%	20.35%	19.82%
归属母公司股东净利润	96.48	96.63	87.32	96.85	121.85	151.66
增长率(%)	10.09%	0.15%	-9.63%	10.92%	25.81%	24.46%
每股收益(EPS)	0.292	0.292	0.264	0.293	0.368	0.458
每股股利(DPS)	0.000	0.067	0.000	0.000	0.000	0.000
每股经营现金流	-0.338	0.240	-0.569	0.566	-0.822	0.680
销售毛利率	74.59%	69.38%	73.71%	73.96%	74.09%	74.99%
销售净利率	18.30%	16.20%	13.59%	12.56%	13.13%	13.64%
净资产收益率(ROE)	6.46%	6.16%	5.27%	5.52%	6.50%	7.48%
投入资本回报率(ROIC)	19.85%	9.55%	7.95%	5.60%	7.88%	7.85%
市盈率(P/E)	53.27	53.19	58.86	53.07	42.18	33.89
市净率(P/B)	3.44	3.28	3.10	2.93	2.74	2.54
股息率(分红/股价)	0.000	0.004	0.000	0.000	0.000	0.000

报表预测

利润表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	528.93	600.50	643.90	772.42	929.59	1113.80
减: 营业成本	134.40	183.90	169.28	201.11	240.86	278.53
营业税金及附加	7.74	8.29	11.13	13.35	16.06	19.24
营业费用	224.61	277.56	338.61	398.57	474.09	568.04
管理费用	69.68	59.33	62.22	64.88	75.30	89.10
财务费用	-21.03	-24.56	-12.98	-6.85	-7.55	-7.09
资产减值损失	6.23	0.52	0.39	2.38	2.38	2.38
加: 投资收益	0.00	0.00	6.43	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	107.29	95.46	81.68	98.98	128.45	163.59
加: 其他非经营损益	5.67	19.13	20.76	15.19	15.19	15.19
利润总额	112.96	114.58	102.44	114.17	143.64	178.78
减: 所得税	16.17	17.28	14.94	17.13	21.55	26.82
净利润	96.79	97.31	87.50	97.04	122.09	151.96
减: 少数股东损益	0.31	0.68	0.18	0.19	0.24	0.30
归属母公司股东净利润	96.48	96.63	87.32	96.85	121.85	151.66
资产负债表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	896.21	860.08	390.97	480.96	214.80	445.26
应收和预付款项	313.70	294.14	336.97	394.09	485.63	567.57
存货	133.84	195.28	475.56	321.44	633.07	470.75
其他流动资产	0.00	10.01	324.84	324.84	324.84	324.84
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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	207.80	230.26	279.49	278.92	277.85	276.27
无形资产和开发支出	17.16	19.30	18.38	17.28	16.18	15.07
其他非流动资产	0.00	41.40	45.72	44.76	43.80	43.80
资产总计	1568.71	1650.46	1871.94	1862.29	1996.17	2143.56
短期借款	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	35.16	41.87	60.11	55.79	67.57	63.01
长期借款	3.88	2.75	2.37	0.00	0.00	0.00
其他负债	15.56	16.48	32.60	32.60	32.60	32.60
负债合计	54.60	61.10	195.08	88.39	100.17	95.60
股本	110.32	220.63	220.63	220.63	220.63	220.63
资本公积	1050.37	940.05	940.05	940.05	940.05	940.05
留存收益	333.58	408.14	495.46	592.31	714.16	865.82
归属母公司股东权益	1494.27	1568.83	1656.15	1753.00	1874.85	2026.50
少数股东权益	19.85	20.53	20.71	20.91	21.15	21.45
股东权益合计	1514.11	1589.36	1676.86	1773.91	1896.00	2047.96
负债和股东权益合计	1568.71	1650.46	1871.94	1862.29	1996.17	2143.56
现金流量表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营性现金净流量	-111.96	79.38	-188.28	187.37	-271.90	225.13
投资性现金净流量	-44.08	-87.23	-362.56	-2.09	-2.09	-2.09
筹资性现金净流量	993.89	-25.10	98.45	-95.28	7.83	7.43
现金流量净额	837.84	-32.95	-452.39	89.99	-266.16	230.46

数据来源：贝格数据，民族证券

分析师简介

纪钢，美国普度大学工商管理硕士，南开大学学士。先后在强生制药，国金证券工作过，有丰富的医药行业，投资分析经验。

联系人简介

张树声，大连医科大学临床医学专业学士，伊利诺斯州立大学、美国洛克菲勒大学分子生物学博士后，美国咨询机构、北京生物技术和新医药产业促进中心工作经验。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，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受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（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本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路 27 号盘古大观 A 座 40 层(100101)