

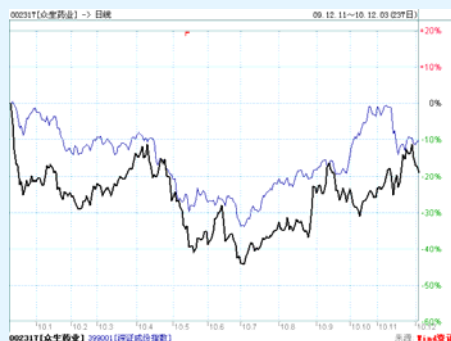
众生药业（002317）

——省外拓展和新产品决定公司发展

基本数据 2010-12-03

收盘价（元）	48.32
市盈率	44.33
市净率	4.2837
每股净资产（元）	11.28
资产负债率%	5.39%
总股本（亿股）	1.2
流通A股（亿股）	0.3
流通A股市值（亿元）	14.496

一年内股价走势：



研究员：李权兵

执业证书：S0270208080057

电话：020-37865072

EMAIL：liqb@wlzq.com.cn

报告日期：2010-12-03

投资要点：

- 众生药业的产品较多，但主要产品及利润来源于复方血栓通胶囊、众生丸和清热祛湿冲剂。
- 复方血栓通胶囊在眼底病治疗药物中表现比较突出，根据SFDA南方医药经济研究所调研结果显示，2008年其在我国眼底病用药中排名第一。但众生丸和清热祛湿冲剂所在细分领域竞争激烈，其排名相对靠后。
- 除了复方血栓通胶囊还保持较高的增长速度外，众生丸的增长较为平稳，清热祛湿冲剂销售甚至大幅下滑。而复方血栓通胶囊的增长主要来自于省外的增长。
- 由于产品特点不同，我们认为血栓通胶囊的省外成功较难复制到众生丸和清热祛湿冲剂上。
- 公司的产品较多，拥有以化学普药、中成药为主导的295个国药准字药品品种。省外自建销售渠道将有利于公司的产品省外销售。而且就公司的现状而言，现有产品省内市场的增长空间有限，能否走出去对公司未来的发展至关重要。
- 在其它产品中，治疗中风的脑栓通胶囊以及治疗帕金森症的健行颗粒（临床试验中）较有希望成为大品种，值得关注。
- 我们预测公司在2010、11、12年的每股收益分别为1.118、1.244、1.492元。目前公司的股价为48.32元，对应2010、11、12年的市盈率分别为43、39和32倍。由于公司在外省的拓展和新产品的研发及销售均存在一定的不确定性，给予“观望”评级。

一、众生药业的主要产品

众生药业的产品较多，但主要产品及利润来源于复方血栓通胶囊、众生丸和清热祛湿冲剂。以上三种药品均属于中成药，分属于不同的用药细分领域。

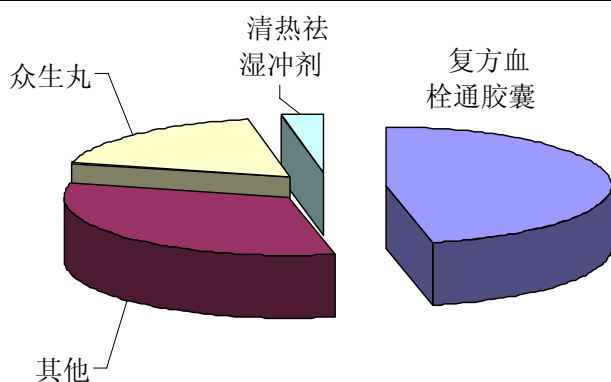
复方血栓通胶囊在眼底病治疗药物中表现比较突出，对视网膜静脉阻塞有较好的疗效。根据SFDA南方医药经济研究所调研结果显示，2008年我国眼底病用药前十大品牌中众生药业生产的复方血栓通胶囊排名第一，其市场份额为22.27%，远高于排名第二的复方樟柳碱（市场份额为9.94%）。

除了应用于眼底病治疗外，复方血栓通胶囊还可以用于心血管治疗领域，但此领域竞争非常激烈，复方血栓通胶囊08年仅排名第16位（含眼底病的销售金额）。

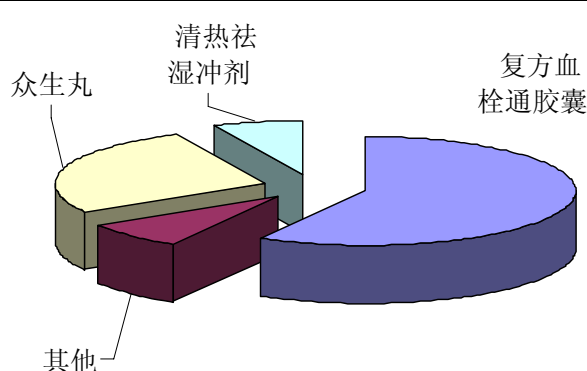
众生丸用于上呼吸道感染，急、慢性咽喉炎，急性扁桃腺炎，疮毒等症，归属于咽喉疾病用药。咽喉疾病属常见病和多发病，特别是慢性咽喉炎等疾病尚难彻底根治，使咽喉用药拥有广阔的市场发展空间，市场保持9%左右的增长率发展，至2010年我国咽喉用药的销售规模将达到49亿元。2008年，众生丸的市场份额在国内咽喉疾病用药市场中排名第8。与心血管治疗领域相似，咽喉疾病用药市场品牌众多，竞争激烈。

清热冲剂类中成药主要是在广东为主的南方省份使用较多，公司的清热祛湿冲剂的市场份额在我国清热冲剂类中成药市场中的排名为10位，但近年来整个清热冲剂市场呈下滑趋势，同样影响到公司的产品销售。

图一、众生药业 2010 年中报产品收入构成



图二、众生药业 2009 年年报产品收入构成



资料来源：万德资讯

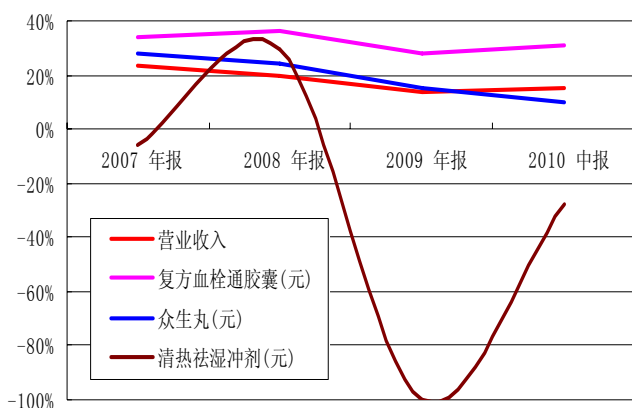
二、省外销售收入增长较快

复方血栓通胶囊、众生丸虽然是国家二级中药保护品种和独家产品，但所在的细分行业竞争非常激烈。近几年众生药业收入增长逐步放缓。从图三中我们可以看到，除了复方血栓通胶囊还保持较高的增长速度外，众

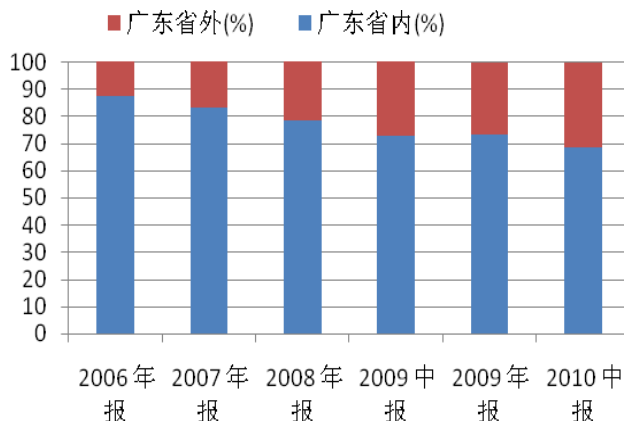
生丸的增长较为平稳，清热祛湿冲剂销售甚至大幅下滑。

复方血栓通的增长主要来自于省外的增长。在2006年以后，公司开始逐步开拓省外市场，目前在国内大部分省市都有销售。而省外销售收入占比也从以前的10%左右，上升到目前的30%左右。由于公司多采用自建销售队伍进行销售，因此在扩张速度上相对会较慢，但随着网络的逐渐完备，其增长潜力较大，因此我们认为今后几年复方血栓通的增长速度仍会保持在一个较高的水平。

图三、众生药业 2010 年中报产品收入构成



图四、众生药业按地域收入构成



资料来源：公司年报及中报

三、地域性较强

我们认为血栓通胶囊的省外成功较难复制到众生丸和清热祛湿冲剂上，主要是因为：

- 血栓通类产品，特别是血栓通注射剂型近几年增长较快，在国内各地普遍使用，因此，复方血栓通胶囊作为血栓通类产品的口服剂型较容易为市场所接受。但众生丸、清热祛湿冲剂本身的地域性较强，省外扩张的难度较大。
- 复方血栓通胶囊主要通过医院市场销售，而众生丸和清热祛湿冲剂主要通过OTC市场销售，相对医院市场，OTC市场省外拓展的投入成本更高，需要的时间也更长。
- 复方血栓通胶囊在眼底病领域有较强的竞争优势，可以以此为突破口进入其它省市。但众生丸、清热祛湿冲剂相对其它同类产品的竞争优势不明显。

但公司的产品较多，拥有以化学普药、中成药为主导的295个国药准字号药品品种。省外自建销售渠道将有利于公司的产品省外销售。而且就公司的现状而言，现有产品省内市场的增长空间有限，能否走出去对公司未来的发展至关重要。

四、新产品有看点

除了以上主要产品外，公司还有一些产品值得关注：

脑栓通胶囊：

由公司合资子公司华南药业生产销售的脑栓通，用于风痰瘀血痹阻脉络引起的缺血性中风病中经络急性期和恢复期。脑栓通胶囊是国家八五科技攻关项目，由王永炎院士牵头，北京中医药大学与广东华南药业有限公司共同研究开发。历时13年，于2004年8月取得新药证书。

脑卒中是一种高发病率、高复发率、高致残率、高致死率疾病，严重威胁人类健康。1983-1985年流行病学调查结果表明，我国城市年发病率120-180/10万人口，年死亡率约为60-120/10万人口。通过对脑卒中的危险因素进行大规模的流行病学调查，已发现了脑卒中许多危险因素，并经临床试验证明，当控制这些危险因素后，可以减少脑卒中的发生。

脑栓通胶囊于去年进入国家09版医保目录，为医保乙类产品。今年脑栓通的增长较快，已经成为过千万的品种，未来的成长前景看好。

健行颗粒：

由众生药业和中山医科大学合作开发的用于治疗帕金森病的中药品种，是我国药部门批准进入临床试验的第一个用于治疗帕金森病的创新中成药，目前仍处于临床试验阶段。

帕金森病是老年人中第四位最常见的神经变性疾病，在≥65岁的人群中1%患有此病；在>40岁的人群中则为0.4%。目前，帕金森病无法治愈，必须依赖长期用药来缓解症状。然而，西药用3至5年的药物疗效大不如前，长期服药后产生的药物不良反应严重干扰用药依从性，因此中药在治疗帕金森病中有较大的发挥空间。如果临床试验的效果较好，则健行的颗粒的市场空间巨大。

由于健行颗粒目前仍处于临床阶段，即使数据良好，我们估计其最快上市销售也要等到几年以后，对公司短期业绩没有帮助。

五、盈利预测和评级

我们预测公司在2010、11、12年的每股收益分别为1.118、1.244、1.492元。目前公司的股价为48.32元，对应2010、11、12年的市盈率分别为43、39和32倍。由于公司在外省的拓展和新产品的研发及销售均存在一定的不确定性，给予“观望”评级。

六、风险提示

- 1、主要产品降价。
- 2、新产品不能如期上市。

投资评级说明：

买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数15%以上
增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数5%-15%之间
观望	预计6个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数5%以上

免责声明：

本报告信息均来源于公开资料，我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。我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。我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。本报告版权归万联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。