

众生药业 (002317)
增持/维持评级

股价: RMB42.35

分析师

李聪
SAC 执业证书编号:S1000510120013
(021)6849 8610
licong@mail.htlhsc.com.cn

联系人

孙超
(0755)8212 5057
sunchao@mail.htlhsc.com.cn

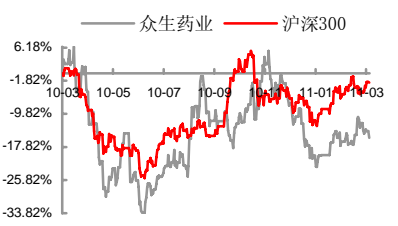
相关研究

公司研究——众生药业 (002317): 《“普”渡众生, “中”成正果 (增持)》, 20100707
公司研究——众生药业 (002317): 《生机勃勃, 不负众望 (增持)》, 20100817
公司研究——众生药业 (002317): 《脚踏实地, 只为厚积薄发 (增持)》, 20101024

基础数据

总股本 (百万股)	120
流通 A 股 (百万股)	120
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	5,082

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

走向全国 “中” 成正果

- 众生药业 2010 年年报点评

- **公司主营收入及净利润持续增长。**公司 2010 年实现营业收入 6.41 亿元, 同比增长 16.16%, 实现利润总额 1.53 亿元, 同比增长 33.47%, 归属于上市公司股东净利润 1.32 亿元, 同比增长 31.05%, 收入及净利润持续增长。我们对公司的关注着眼于两点: **中成药占比提升表现和全国战略推进进度。**
- **“普”渡众生, “中”成正果。**公司对化学普药采取维持的经营策略, 而以高毛利率成长性更好的中成药业务作为战略重点。2010 年公司中成药业务收入占比已经持续提高至 76.70%, 中成药业务利润占比则达到了 88.52%。
- **全国市场战略推进顺利。**公司过去是以华南为主要营销区域的地区型药企, 目前正通过自建营销队伍方式向全国市场持续进军。2010 年广东省外市场收入 2.02 亿元, 总收入占比提升至 31.60%, 同比增速 38.55%, 远高于省内收入 7.74% 的增速, 全国市场战略推进顺利。
- **心脑血管品种保持高速增长趋势。**复方血栓通系列占公司总收入 46.56%, 07~10 年销售收入复合增长 31.61%, 2010 年达 2.97 亿元是公司绝对的王牌产品; 脑栓通胶囊是公司增速最快的产品, 预计 2010 年收入达到 5000 万元左右, 已经成为公司一线主力品种。
- **OTC 品种增长稳定。**2007~2010 年间, 主要品种众生九复合增速接近 20%, 2010 年收入 1.14 亿元; 清热祛湿颗粒复合增速接近 15%, 2010 年预计收入 2500 万元左右。
- **未来还需关注新产能投放。**公司调整了募集资金投资项目投资进度, 原定 2011 年年中达产新产能因此推迟释放, 未来需关注新产能具体投放时间。
- **盈利预测:** 根据实际我们调整公司 2011、2012 年 EPS 为 1.51 元、2.06 元, 扣非后 EPS1.34 元、1.86 元。预计随着省外市场进一步拓展、新兴产品的增长以及新产能的最终投放, 公司未来几年有望实现 35% 左右业绩增速, 公司合理价值区间 49.2 元~55.9 元, 维持对公司的“增持”评级。
- **风险提示:** 主导品种增速放缓, 省外市场扩张速度低于预期, 中药材涨价造成成本提升。

经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	551.6	640.7	806.3	1011.4
(+/-%)	13.9	16.2	25.8	25.4
归属母公司净利润(百万元)	100.4	132.1	181.6	246.6
(+/-%)	34.9	31.6	37.5	35.8
EPS(元)	0.84	1.10	1.51	2.06
P/E(倍)	50.6	38.5	28.0	20.6

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

公司主营收入及净利润持续增长	4
“普”渡众生，“中”成正果	4
全国市场战略推进顺利	4
心脑血管品种保持高速增长趋势	5
OTC 品种增长稳定	5
未来还需关注新产能投放时点	5
风险提示	6

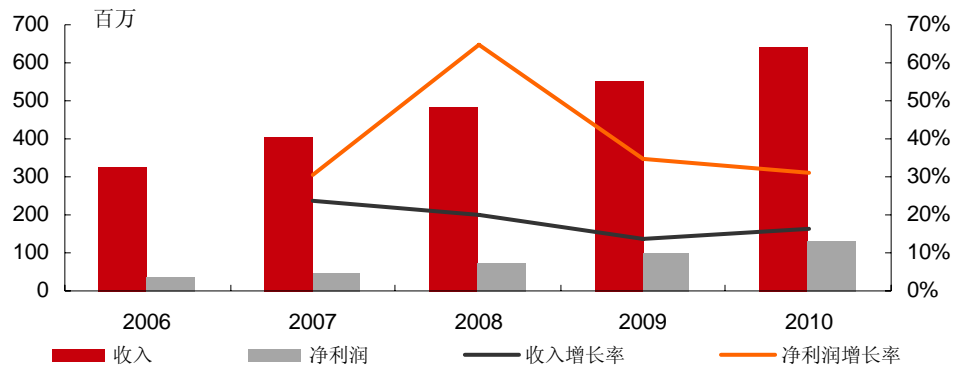
图表目录

图 1: 公司主营收入及净利润持续增长	4
图 2: 中成药业务收入及利润占比持续提升	4
图 3: 全国市场战略推进顺利	5
图 4: 主导品种复方血栓通胶囊增速不减	5
图 5: 募投项目拟调整计划 (T 为 2010 年 1 月)	6

公司主营收入及净利润持续增长

公司 2010 年实现营业收入 6.41 亿元，同比增长 16.16%，实现利润总额 1.53 亿元，同比增长 33.47%，归属于上市公司股东净利润 1.32 亿元，同比增长 31.05%，收入及净利润持续增长。

图 1： 公司主营收入及净利润持续增长



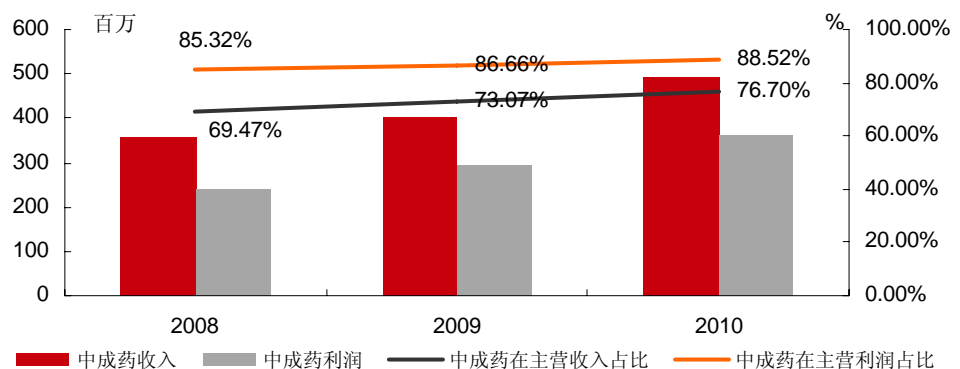
资料来源：公司历年年报、华泰联合证券研究所

我们对公司的关注主要着眼于两点：中成药占比提升表现和全国战略推进进度。

“普”渡众生，“中”成正果

在经营战略上，公司对化学普药采取维持的经营策略，而以高毛利率成长性更好的中成药业务作为战略重点。2010 年公司中成药业务收入占比已经持续提高至 76.70%，中成药业务利润占比则达到了 88.52%。

图 2： 中成药业务收入及利润占比持续提升



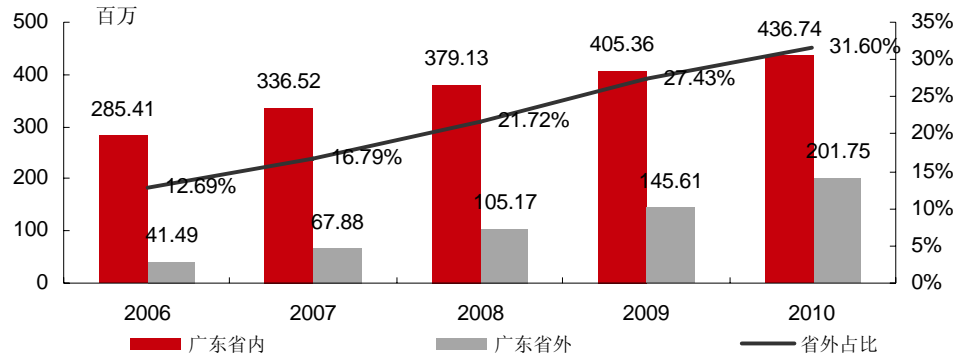
资料来源：公司历年年报、华泰联合证券研究所

全国市场战略推进顺利

在经销战略上，公司过去是以华南为主要营销区域的地区型药企，目前正通过自建营销队伍方式向全国市场持续进军。2010 年广东省外市场收入 2.02 亿元，总收入占比

提升至 31.60%，同比增速 38.55%，远高于省内收入 7.74% 的增速，全国市场战略推进顺利。

图 3： 全国市场战略推进顺利

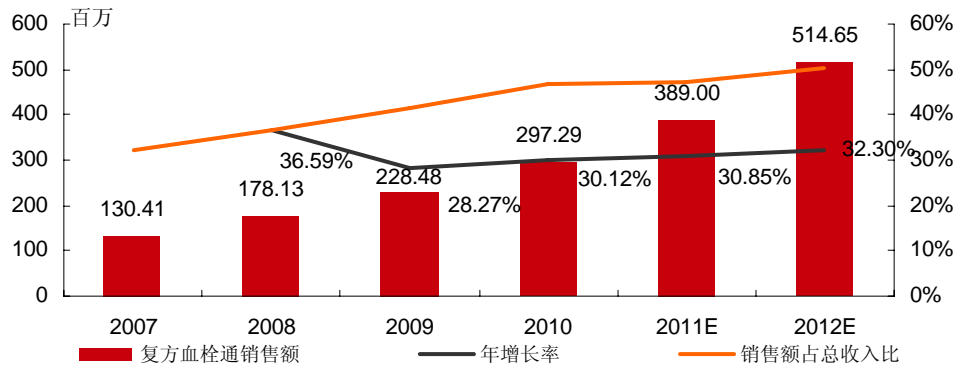


资料来源：公司历年年报、华泰联合证券研究所

心脑血管品种保持高速增长趋势

复方血栓通系列占公司总收入 46.56%，07~10 年销售收入复合增长 31.61%，2010 年达 2.97 亿元是公司绝对的王牌产品；脑栓通胶囊是公司增速最快的产品，预计 2010 年收入达到 5000 万元左右，已经成为公司一线主力品种。

图 4： 主导品种复方血栓通胶囊增速不减



资料来源：公司历年年报、华泰联合证券研究所预测

OTC 品种增长稳定

2007~2010 年间，主要品种众生丸复合增速接近 20%，2010 年收入 1.14 亿元；清热祛湿颗粒复合增速接近 15%，2010 年收入 2326 万元。

未来还需关注新产能投放时点

公司募集资金投资项目的实施进度延期，原定 2011 年 7 月 1 日完全达产的复方血栓通胶囊生产线等新产能推迟释放，未来新产能确切的投放时点时需要予以重点关注

图 5： 募投项目拟调整计划（T 为 2010 年 1 月）

项目名称	投资总额 (万元)	固定资产投资计划(万元)				铺底资金 (万元)
		T+12 个月	T+24 个月	T+30 个月	合计	
复方血栓通胶囊 技术改造项目	16,532.05	2,962.80	5,558.48	5,222.72	13,744.00	2,788.05
众生丸 技术改造项目	10,236.15	2,324.60	2,681.28	3,068.12	8,074.00	2,162.15
清热祛湿冲剂 技术改造项目	2,710.26	432.46	920.38	829.16	2,182.00	528.26
科研技术中心建 设技术改造项目	2,000.00	93.13	1,156.87	375.00	1,625.00	375.00

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

风险提示

主导品种增速放缓；

省外市场扩张速度低于预期；

中药材涨价造成成本提升。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
流动资产	1245	1257	1433	1699	营业收入	552	641	806	1011
现金	1109	1083	1216	1432	营业成本	212	233	274	319
应收账款	50	66	87	110	营业税金及附加	5	6	8	11
其他应收款	1	1	2	2	营业费用	185	226	282	354
预付账款	2	3	3	4	管理费用	37	48	56	71
存货	45	58	68	80	财务费用	4	-19	-21	-24
其他流动资产	0	45	56	71	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	159	213	188	125	公允价值变动收	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	107	153	131	68	营业利润	109	146	206	281
无形资产	32	32	32	32	营业外收入	0	3	3	3
其他非流动资产	0	17	15	15	营业外支出	1	2	2	2
资产总计	1404	1469	1621	1824	利润总额	115	148	208	282
流动负债	103	81	91	102	所得税	14	15	26	36
短期借款	40	0	0	0	净利润	100	132	182	247
应付账款	20	23	27	32	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	0	58	64	70	归属母公司净利	100	132	182	247
非流动负债	5	1	1	1	EBITDA	113	189	282	328
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.84	1.10	1.51	2.06
其他非流动负	5	1	1	1					
负债合计	108	82	92	103	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
股本	80	120	120	120	成长能力				
资本公积	1027	987	987	987	营业收入	13.9%	16.2%	25.9%	25.4%
留存收益	189	281	423	615	营业利润	35.3%	34.4%	41.2%	36.0%
归属母公司股	1295	1387	1529	1721	归属母公司净利	34.9%	31.6%	37.5%	35.8%
负债和股东权	1404	1469	1621	1824	获利能力				
					毛利率(%)	0.0%	63.6%	66.0%	68.4%
					净利率(%)	18.2%	20.6%	22.5%	24.4%
					ROE(%)	7.7%	9.5%	11.9%	14.3%
					ROIC(%)	7.4%	41.7%	56.8%	83.3%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	7.7%	5.6%	5.7%	5.6%
					净负债比率(%)	131.91	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	12.08	15.52	15.73	16.72
					速动比率	11.64	14.80	14.98	15.94
					营运能力				
					总资产周转率	0.64	0.45	0.52	0.59
					应收账款周转率	11	10	10	10
					应付账款周转率	12.36	10.89	10.80	10.76
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.84	1.10	1.51	2.06
					每股经营现金流	0.84	1.43	1.83	2.07
					每股净资产(最	10.79	11.56	12.74	14.34
					估值比率				
					P/E	50.64	38.47	27.98	20.61
					P/B	3.92	3.66	3.32	2.95
					EV/EBITDA	45	21	14	12

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn