

益佰制药

600594

增持/ 首次评级

股 价	2009/01/10
RMB9.00	

基础数据

总股本（百万股）	235
流通 A 股（百万股）	235
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	2117

财务数据

市净率 (X)	3.82
TRACING P/E (X)*	22.52
EPS (元)	0.3
股息率 (%)	1.67

*最近四季盈利计算。

相关研究

士别两年，当刮目相看

经营预测与估值	2007A	20081-3Q	2008E	2009E
营业收入(百万元)	1006.3	819.9	1258	1572
(+/-%)	34.8%	23.8%	25%	25%
归属母公司净利润(百万元)	92.7	69.9	97	143
(+/-%)	166.7%	1.8%	6%	48%
EPS(元)	0.39	0.30	0.40	0.60
P/E(倍)	22.8	30.3	22.5	15.0

■ 通过对公司主营业务的持续跟踪与观察，我们维持公司 2008-2010EPS 分别为 0.403、0.595、0.750 的盈利预测，复合增长率约 45%；对于一家主业成长预期明确的中小盘医药公司，我们认为给予 25-30XPE 的估值是合理的，按 09 年的业绩预测，其未来一年的合理价值在 14.86-17.85 之间。

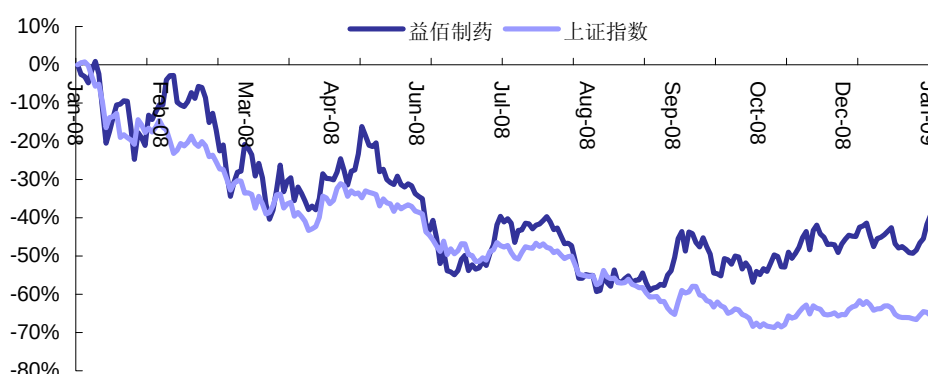
■ 公司利润增长的驱动因素主要来自四方面：1、公司以艾迪、银杏达莫为代表的中药注射剂，在行业监管中强者恒强，得到扶持而快速增长；2、公司销售渠道下沉，有望充分分享第三终端扩容带来的发展机遇；3、广告投入等销售费用的有效控制将逐步降低销售费用率水平；4、其他业务领域的投资企业经过多年的培育和扶持，逐步进入盈利期。

■ 公司多年投入的产品研发有望逐步进入收获期，推动公司进入全新发展时期。我们预期，在 2009-2010 年，公司清开灵冻干粉针、苈草注射剂、辛芩注射剂产品有望先后投产；而在研的蛋白药物小纤维蛋白酶及血管内皮细胞生长抑制因子 VEGI 有望成为公司未来重磅产品，进一步夯实了公司未来发展潜力。

■ 总体来看，我们认为，公司现有业务能够支撑公司业绩快速发展，而未来三年，逐步面市的新产品将有力推动公司发展进入全新时期，是值得投资者长期投资的标的之一。

■ 风险分析：新药审批放缓，影响公司新产品上市和销售收入的增长；销售渠道下沉可能会带来费用的增长和效率的下降；

最近 52 周股价表现



分 析 师
 谷方庆
 +755 - 82492810
 gufq@lhqz.com

- 公司主要从事中成药的生产与销售，涉及镇咳类、抗肿瘤类、心血管类和呼吸类中成药，横跨 OTC、处方药两个市场，目前主要销售品种有克咳系列等 OTC 产品、艾迪注射液和银杏达莫注射液等处方药，具备良好的产品基础。其中：艾迪注射液、克咳胶囊为国家中药二级保护品种，艾迪注射液、克咳胶囊和银杏达莫注射液三个品种进入《国家基本医疗保险和工伤保险药品目录》，销售规模都超过 2 亿元，是国内少数拥有多个销售规模上亿拳头品种的企业之一。
- 作为一家民营企业，公司以销售能力见长，在市场、销售方面具备核心竞争力，目前拥有约 2300 人的营销队伍，覆盖 500 多个县市，主要营销骨干都久经市场考验。公司产品线不多，但都能上亿元规模，正是其市场营销的核心竞争力优势的体现。
- 2008 年公司进一步加强了营销管理和营销创新，通过多层次的学术营销、渠道分销、终端覆盖以及第三类终端拓展等销售模式，层层细分，精耕细作，拉动终端销售。值得关注的是，随着国家基层医疗卫生体系建设的加速推进，公司第三终端渠道的下沉很好的抓住了这一契机，有望在第三终端市场抢占先机。
- 中药注射液是公司主导发展方向之一，主要品种包括艾迪、银杏达莫、参芎葡萄糖注射液。10 月份的刺五加事件一度引发了市场对中药注射液的高度关注，也引发了我们对公司发展的担忧。但我们认为中药注射剂是中药现代化的重要趋势之一，尽管一些不良反应事件导致监管有所加强，但其发展方向不能简单否定。我们判断，监管加强的结果是一些质差产品被淘汰，而优质产品则“剩者为王、强者恒强”，充分分享其他产品推出所让出的市场份额。

我们获悉，近日卫生部内部会议已经进一步明确了其发展方向，对优质产品还是要扶持和发展，政策风险将被解除。

益佰以其优质产品必然能够从中受益。近期和公司交流的信息获悉，4 季度公司的中药注射液产品依然销售情况良好，是公司业绩的主要推动力，预计 08 全年艾迪约 3.85 亿，银杏达莫 2.22 亿，同比增长超过 25%。

- OTC 市场主导产品是克咳系列，主要包括：克咳胶囊、克咳小儿糖浆、克刻半夏止咳糖浆、天麻头风灵胶囊等，产品梯队已经形成了系列化。

我们认为，通过多年的广告宣传，“贵州益佰”、“克咳”的品牌效应已经树立起来，产品已经成熟，其“质优价廉”的特征尤其适合农村市场。值得关注的是，在国家大力发展建设社区医院、乡镇医疗卫生体系建设的背景下，公司第三终端的拓展将带来事半功倍的效果，有望带来销售的快速增长。

另一方面，由于“贵州益佰”、“克咳”品牌已经树立，公司将逐步控制广告费用的投入，从往年的上亿规模逐步控制在 8-9 千万左右，从而将实现公司销售费用率逐步下降，而从财务上看，往年销售费用过高也是影响公司盈利的重要因素之一。

- 我们也试图剖析公司的历史发展路径，实际情况表明，公司多元化的经营策略在逐步走向成功。和大多数民营企业一样，公司实现上市以后，也走上了收购兼并的发展道路，先后收购了上海百加壹、漓江制药、西藏药业等，并业务领域扩展到卫生护理、煤炭等业务领域，尝试多元化经营。

收购整合耗费了公司大量人力、物力、财力，尤其是在西藏药业上，公司派出了最精干的销售管理人员、也投入最大规模的资金，但收效甚微，最困难时期在 2006 年集中爆发，兼且受反医药商业贿赂政策、行业环境恶化的影响，2006 年出现上亿元的亏损。

2007、2008 年随着环境的好转，公司主业逐步复苏；与西藏药业之间的纠纷也得到解除，甩掉包袱后的公司逐步回归到自身业务的输理，主营业务快速发展。

保留下来的一些其他业务领域投资，经过几年的扶持与发展，也逐步进入了盈利状况，其中上海百加壹预计 2008 年实现 1.5 亿的收入规模。

灌南医院实现公司向医疗健康领域的拓展，于 2005 年正式投资管理，公司持有 90% 的股份，该医院为国家首批二级甲等医院，年收入超过 6000 千万，预计 2008 年利润 800 万。2008 年三季度成立的上海鸿飞项目，以设备租赁方式与医院合作，目前也运行情况良好，月利润在 100 万左右。

由下属黔德投资收购的金兰煤矿，经济储量 630 万吨，设计产能 30 万吨，预计有望在 2009 年下半年投产，依照目前价格和生产成本，每吨煤可赚 150 元，达产后有望为公司每年贡献约 2000 万的利润。

总体上看，公司 “75%资源投放在医药产业，25%资源适当参与多元化投资”，这种业务发展战略是值得肯定的，风险也在可控制范围内。经历过一波三折，公司有望在 2009 年进入全新发展时期。

- 推动公司进入全新发展时期的另一个主要因素，是公司多年投入的产品开发也有望逐步进入收获期。

近期内，清开灵冻干粉针、苈草注射剂及其胶囊、辛芍冻干粉针有望获批投产，将拉动公司销售上新台阶。其中，清开灵冻干粉针为公司原有产品，2007 年公司进行工艺改进后重新申报，目前待批状态。而苈草注射剂为公司自主开发，拥有工艺专利权，临床研究结果显示在治疗心绞痛方面优于丹参，同时在调节血脂等方面也显示出积极作用，与辛芍冻干粉针同被列为 “2007 年省科技厅重大专项计划项目”。

而在研的蛋白药物小纤维蛋白酶及血管内皮细胞生长抑制因子 VEGI，为公司通过购买形式获得产品，有望实现公司在生物制药领域获得突破，为公司长期发展奠定基础。该两产品，公司拥有大中国区的专利权，目前均在临床前研究，有望在 2009 年进入临床阶段。我们判断，这两个蛋白药物一旦获得成功，将成为公司重磅药物。

为加快公司研发进展，公司引入了我国植物药研究的领军人物杨世林教授为公司首席科学家，以他为中心，吸引了一批在国内药学研发方面具备

很强实力的研究人员，共同组成了 50 多人的高素质研发团队。我们判断，此举将有助于公司新产品的研究，为公司未来发展打下扎实基础。

- 公司是一家典型的高管持股型民营企业，具有内在的经营动力和压力，有利于企业的长期发展。公司股东叶湘武先生近期有数百万股的股权抛售，套现资金约 5 千万，经沟通了解，主要系个人投资项目需求 5 千万资金所致。我们认为，抛售风险已经解除，靴子已经落地。

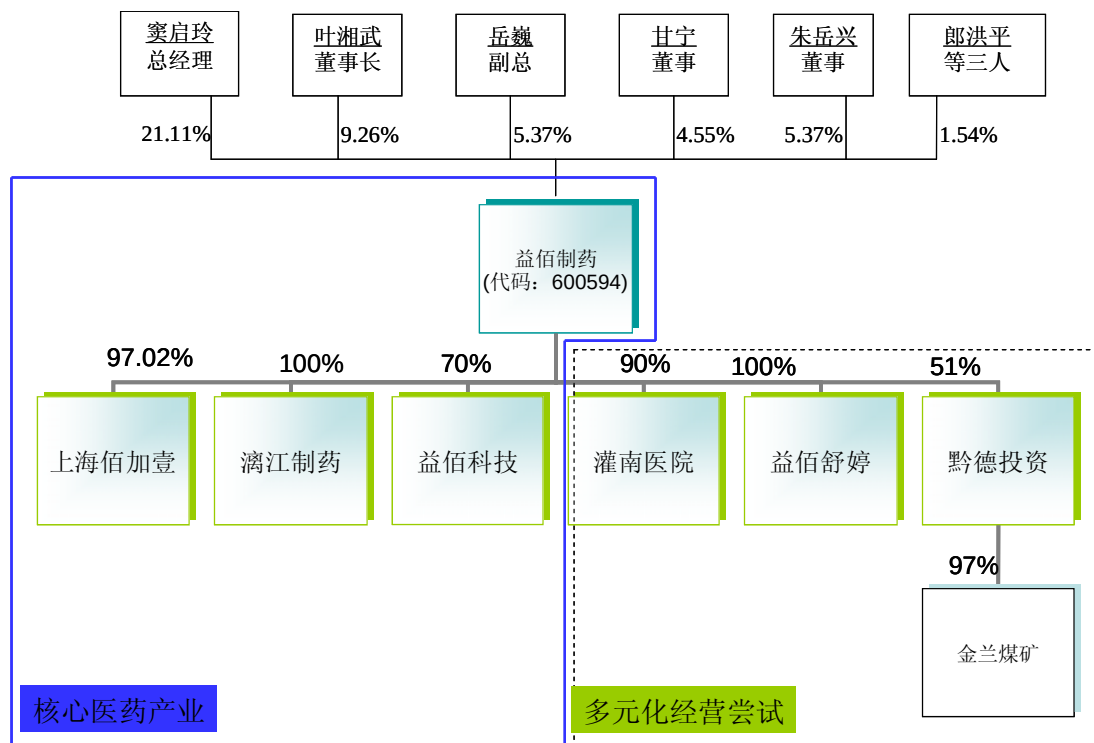
■ 关键盈利预测假设与估值：

- 1、整体收入保持 25%左右的增长；
- 2、销售费用率每年以 1%速度下降；
- 3、便于报表分析，金兰煤矿的利润贡献我们归入投资收益，我们假定达产后税前利润贡献 2000 万，09 年假定产量为一半。

预计 2008-2010 年分别实现净利润 9480、13982、17635 万元，EPS 分别为 0.403、0.595、0.750 元，复合增长率 45%。由于利润贡献主要来自主营业务，对于成长预期明确的中小盘医药公司，我们认为给予 25-30XPE 的估值是合理的，按 09 年的业绩预测，其未来一年的合理价值在 14.86-17.85 之间。

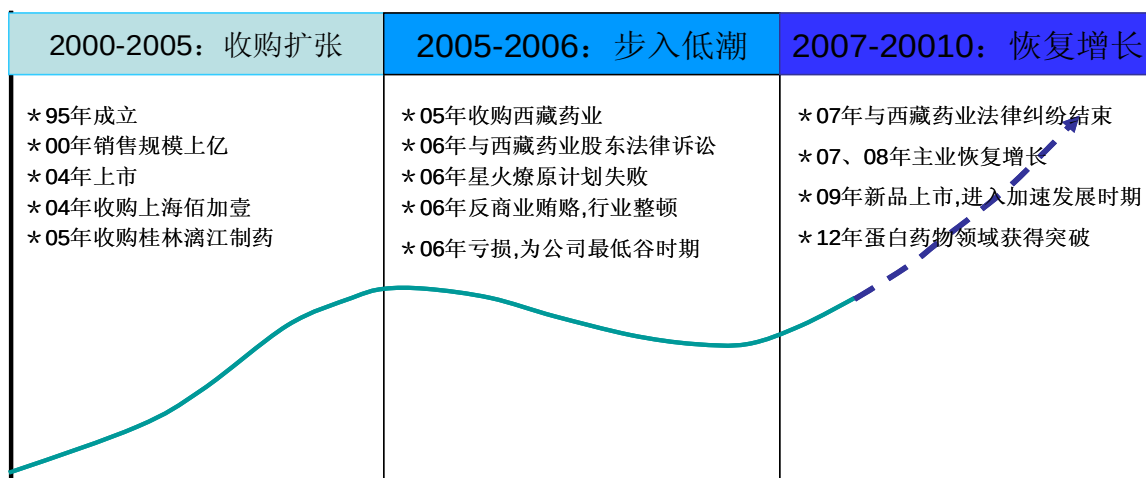
- 风险分析：新药审批放缓，影响公司新产品上市和销售收入的增长；销售渠道下沉可能会带来费用的增长和效率的下降；

图 1：公司架构



资料来源：公司公告

图 2、公司发展曲线



数据来源: 公司年报

图 3: 主营业务收入增长趋势

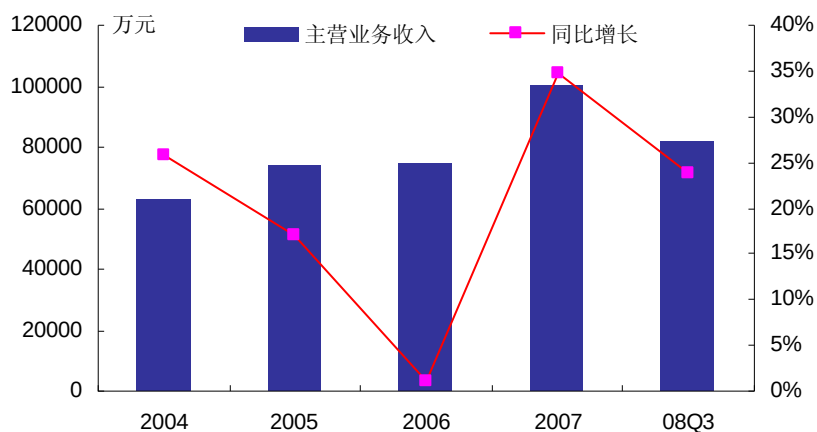
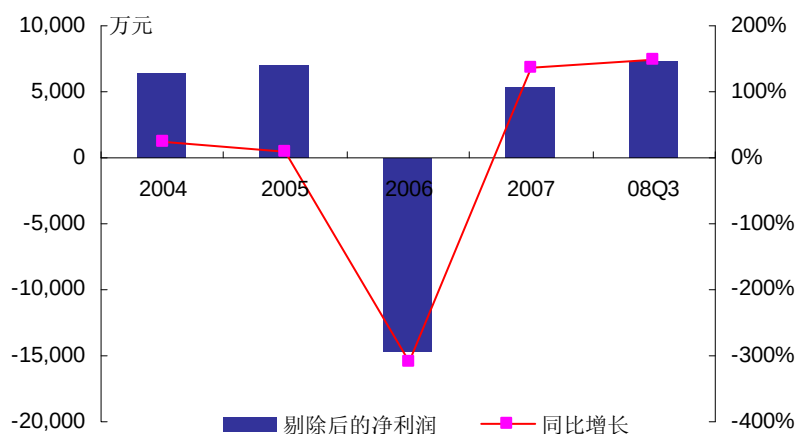
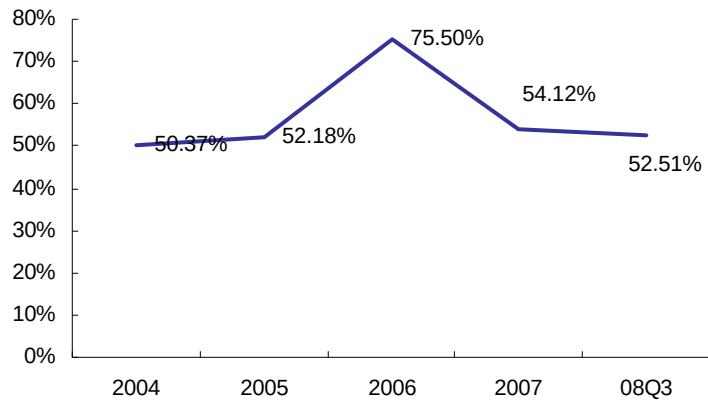


图 4: 剔除非经常性后的净利润增长趋势



资料来源: 公司公告, 联合证券研究所

图 5：销售费用率将逐步降低



资料来源：公司公告，联合证券研究所

图 6：2008H1 公司收入结构

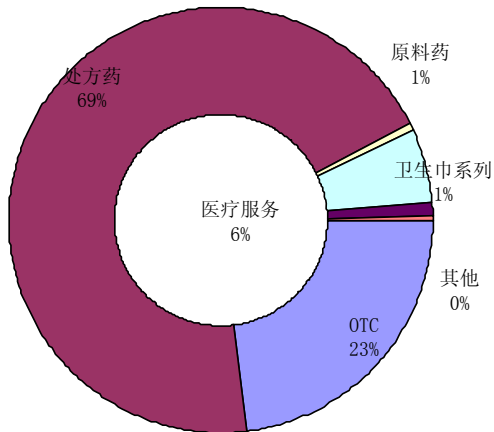
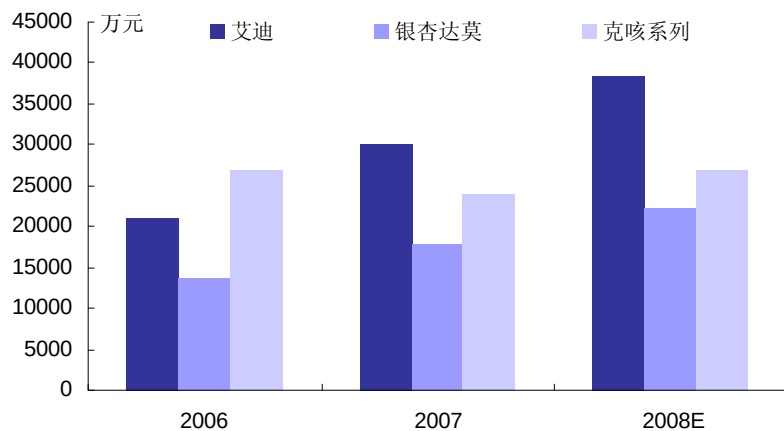


图 7：公司主导产品



资料来源：公司调研，联合证券研究所

图 8：主导产品销售规模



资料来源：公司调研，联合证券研究所

表 1：各主要业务公司经营状况

子公司	注册资本	持股比例	经营业务	盈利状况
上海佰加壹	12083	97.02%	主要销售的产品有：参芎葡萄糖注射液、玻璃酸钠注射液（眼科）、玻璃酸钠注射液（骨科）、骨筋丸胶囊、抗栓胶囊、镇痛活络町等。	2008 年预计销售收入超过 1.5 亿，基本扭亏
益佰科技	200	70%	除了对公司本部提供银杏叶提取物作为生产原料外，还向外提供部分销售	2008 上半年对外销售收入 310 万元，毛利率 47%
益佰漓江制药	714	100%	主要从事一些普药生产	微利
灌南医院	5000	90%	医药预防、保健康复、科研教学、内、外、妇、儿、五官、中医诊疗等护理	2008 年预计收入 6000 万元，净利润 800 万元
益佰舒婷	200	100%	生产妇女一次性卫生用品，舒婷西南区域品牌，具备一定影响力	全年销售收入超过 1000 万元，略有盈利
黔德投资	7450	51%	非金融项目投资。目前主要项目为金兰煤矿，设计产能 30 万吨/年	2009 年投产，预计可年贡献利润 1000 万，满产可贡献利润 2000 万

资料来源：公司调研，联合证券研究所

表 2：后续产品竞争优势明显

时间	产品	公司进展状况	产品特性	应用前景
1-2 年	清开灵冻干粉针	原有销售规模数千万，生产工艺改进后重新申报待批	广泛应用于清热解毒，化痰通络，醒神开窍。用于上呼吸道感染，高热。	预计可实现上亿的销售规模，目前神威药业的清开灵注射液销售规模达数亿元
	注射用复方荛苳草及荛苳叶心通软胶囊	III 期临床结束，待申报生产；处方工艺专利已授权。胶囊剂已获临床批件	中药 6 类，主治冠心病、心绞痛、心血淤阻症。项目已列为“2007 年省科技厅重大专项计划项目”	临床研究结果显示在治疗心绞痛方面优于丹参，同时在调节血脂等方面也显示出积极作用。
	辛芎冻干粉针及注射液	已获临床批件，处方工艺专利已实审，药品批文在评审	中药 6 类新药，主治冠心病、心绞痛。	与注射用复方荛苳草同为荛苳草系列产品，也同时列入“2007 年省科技厅重大专项计划项目”。
3-5 年	VEGI:	公司拥有大中国区的专利权，目前公司正抓紧进行临床前的最后研究，争取在 09 年内完成临床前研究，并申报临床批文。	抗肿瘤的生物技术，一种新型的内源性血管新生的负性调控因子，通过特异性的抑制增殖期血管内皮细胞等机制发挥抗新生血管作用，而对正常血管和机体其他生理系统无不良作用。	肿瘤都是严重危害人类生命的主要疾病之一，市场需求前景堪好
	小纤维蛋白酶		根据目前的研究结果，其在溶血栓方面的速度远优于同类产品，属于生物一类新药	基于溶血栓类产品巨大的市场容量以产品的独特疗效和，有望成为我国生物制药领域的一枚重磅级炸弹。

资料来源：公司调研，联合证券研究所

表 3：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	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	627	1028	1052	1434	营业收入	1006	1258	1572	1965
现金	139	194	246	287	营业成本	258	344	425	524
应收账款	80	102	113	154	营业税金及附加	12	15	18	23
其它应收款	33	125	60	161	营业费用	528	629	770	993
预付账款	105	210	235	275	管理费用	98	128	169	201
存货	129	186	208	276	财务费用	29	24	33	37
其他	140	211	191	281	资产减值损失	4	2	0	2
非流动资产	514	632	746	753	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	49	46	31	投资净收益	-6	0	10	20
固定资产	315	358	446	485	营业利润	70	116	166	206
无形资产	126	157	192	226	营业外收入	43	2	5	10
其他	73	69	63	11	营业外支出	4	4	3	4
资产总计	1140	1661	1799	2187	利润总额	109	114	168	212
流动负债	590	1063	1104	1345	所得税	15	17	25	32
短期借款	247	634	652	810	净利润	94	97	143	180
应付账款	54	78	94	115	少数股东损益	1	2	3	4
其他	290	352	357	421	归属于母公司净利润	93	95	140	176
非流动负债	20	-2	-18	-31	EBITDA	143	178	248	301
长期借款	20	-2	-18	-31	EPS (元)	0.39	0.40	0.59	0.75
其他	0	0	0	0					
负债合计	610	1061	1085	1314	主要财务比率				
少数股东权益	18	20	23	27	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
股本	181	235	235	235	成长能力				
资本公积	142	88	88	88	营业收入	34.8%	25.0%	25.0%	25.0%
留存收益	189	257	367	500	营业利润	-52.1%	60.9%	48.8%	41.5%
归属母公司股东权益	512	579	690	823	净利润	-33.3%	5.7%	48.4%	41.6%
负债和股东权益	1140	1661	1799	2165	获利能力				
					毛利率	74.4%	72.7%	73.0%	73.3%
					净利率	9.2%	7.8%	9.3%	10.9%
					ROE	18.1%	16.8%	20.8%	23.9%
					ROIC	15.4%	13.8%	18.9%	21.0%
					偿债能力				
					资产负债率	53.5%	64.0%	60.4%	58.9%
					净负债比率				
					流动比率	1.06	0.96	0.95	1.07
					速动比率	0.84	0.79	0.76	0.87
					营运能力				
					总资产周转率	0.95	0.90	0.91	0.96
					应收账款周转率	16	13	13	14
					应付账款周转率	5.07	5.23	4.96	5.03
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.39	0.42	0.62	0.88
					每股经营现金流	0.05	-0.20	1.14	0.33
					每股净资产	2.18	2.48	2.97	3.66
					估值比率				
					P/E	22.82	21.60	14.55	10.27
					P/B	4.14	3.63	3.03	2.46
					EV/EBITDA	16	13	9	7

资料来源：公司公告，联合证券研究所

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“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。

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 2009 年 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，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。