

业绩符合预期，公司发展再上新台阶

益佰制药（600594）

评级：买入（维持）

股价：11.08 元 目标价：15.00 元

年报点评

2009 年 3 月 25 日 星期三

医药化工小组

袁舰波

021-50586660-8628

yjb@longone.com.cn

医药行业/中药

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位 15.00 元

升值潜力 (%) 35.4

目标价确定日期: 2009-3-24

重要数据

总股本(亿股) 2.35

流通股本(亿股) 2.35

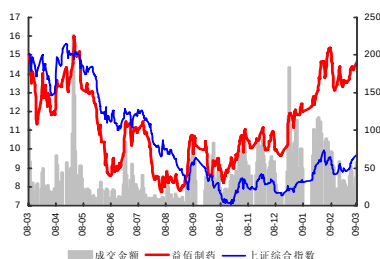
总市值(亿元) 26.04

流通市值(亿元) 26.04

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	-0.8	-7.0
3 个月	47.7	22.3
6 个月	36.8	31.3

个股相对上证综指走势图



相关报告:

1、《营销、研发双驱动，实现公司战略性转变》2008 年 6 月 10 日

2、《“四大亮点”共创医药新贵》2009 年 2 月 18 日

投资要点

□ 年报数据

公司 2008 年实现营业利润 11671.5 万元，同比增长 14.67%，实现归属上市公司股东净利润 9813 万元，同比增长 5.81%，每股收益 0.42 元，实现扣除非经常性损益后的净利润 9788 万元，同比增长 64.85%，每股经营净现金流 0.80 元，分配预案为暂不分配。

□ 年报分析

公司业绩符合我们的预期，扣除非经常性损益后的盈利大幅度提升主要原因有以下两点：

- 1、 处方药销售保持快速增长：报告期内，公司处方药销售增长迅速，全年共实现处方药销售 8.53 亿元，同比增长 22.63%。其中，抗肿瘤领域的拳头品种，艾迪注射剂在 06 年、07 年分别实现 2.1 亿元和 3 亿元销售之后，08 年继续保持高速增长，全年销售收入达 4.2 亿元。公司另一个抗肿瘤的产品——复方斑蝥胶囊 08 年也实现销售收入约 8000 万元，同比增长 36%，我们预计其将在 09 年成为公司第四个销售上亿的品种。
- 2、 毛利率提升、期间费用稳步下降。由于公司处方药的毛利率高达 84.54%，远超过 OTC 及其他业务，伴随着处方药在公司总销售额中比重加大，以及公司成本控制水平的提升，公司整体的毛利率水平从 07 年的 74.23% 提高到 08 年的 75.7%；同时，由于良好的费用控制措施，公司的销售费用率和管理费用率也合计下降了 1.4 个百分点。

公司每股经营净现金流大幅度增长主要原因在于公司加强了现金回款力度，减少了承兑汇票的贷款支付方式。利润暂不分配的原因主要在于公司 09 年购买品种和业务拓展的资金需求量比较大。

报告期内，公司还顺应新医改的大趋势，全面参与城镇居民基本医疗保险

体现的建设，并有选择的进入新农合市场，建立了一套稳定增长的处方药销售体系，为公司下一步处方药系统的下移奠定了良好的基础。

2008 年，公司在研发领域也取得了不错的进展。全年共申请发明专利 147 件，其中 45 件已授权，90 件处于审查阶段。申请外观专利 62 件，其中 34 件已授权，10 件处于审查阶段。

值得重视的是，报告期内，公司还通过组建上海鸿飞医学科技发展公司，有选择的介入了医疗健康产业。该项目的主要业务是为医院提供治疗肿瘤的医疗设备，为患者提供抗肿瘤的整体解决方案。这个项目和公司目前在肿瘤领域所具备的专家网络和销售队伍等资源优势完全互补，且符合公司未来的发展战略，前景值得关注。从该项目的近期执行情况看，成效显著。我们认为，如公司在该项目的进展比较顺利，医疗健康产业将成为公司 09-10 年新的业绩增长点。

□ 盈利预测及估值

我们预计公司 09-10 年每股收益分别为 0.55 元和 0.72 元，给予公司未来 6 个月 15.00 元的目标价，对应 09-10 年每股收益的市盈率分别为 27.3 倍和 20.8 倍，维持“买入”评级。

□ 我们的观点

我们维持前期的判断，认为公司具备四大投资亮点：

- 1、 **公司拥有核心能力。**公司最核心的能力是营销能力，这已得到业界的普遍认同。公司拥有强大的营销队伍、覆盖全国的销售渠道和专家网络，业务横跨处方药和 OTC 两大系统，有多个年销售收入过亿元的拳头品种，根基扎实，能经历风雨，且勇于创新和自我超越。
- 2、 **公司主营业务具有良好的成长性。**在经历 06 年的历史性经营低谷后，公司 07 年成功扭亏为盈，按现有股本计算，实现扣除非经常性损益后的每股收益为 0.25 元，08 年实现每股收益为 0.42 元，我们预测公司 2010 年主营业务的每股收益为 0.72 元，3 年的复合增长率为 42%。
- 3、 **公司具备丰富的投资题材。**品种方面：从中长期看，公司有小纤维酶、VEGI 和 AAT 等三大生物一类新药在研；从短期看，09 年公司具备自主知识产权的复方苕草冻干粉有可能获得生产批文，清开灵注射剂也预计将恢复生产，同时，通过收购等方式，公司也很可能会至少获得一个肿瘤或心血管领域的一类新药。战略方面：

公司聚焦医药主业，并依托公司现有的资源，逐步向健康产业进行拓展，将使得公司未来发展更加专注，同时也为公司创造新的业绩增长点。大股东增持：近期，公司控股股东也是公司董事长兼总经理窦啟玲女士以每股约 8.88 元的价格增持了公司 450 万股的股份，展示了大股东和管理层对公司未来发展的高度看好。

4、 公司股价具有较大的升值空间。公司作为一家具备核心能力和良好业绩成长性，且拥有诸多投资题材的优秀医药企业，理应获得市场溢价，目前股价距离我们的目标价还有 35.4% 的升值空间。

我们认为，公司是一家基本面良好，但价值被严重低估的高科技医药股。近两年来，公司的经营业绩快速攀升，各项业务也在持续有序的开展，公司的整体经营正步入新的发展阶段。

目前，公司良好的基本面正被越来越多的机构投资者所认同，我们对公司未来的发展充满信心，相信公司在四大投资亮点的支撑下，必将很快走向价值回归之路，建议投资者予以密切关注。

- **风险提示：**公司目前面临的风险主要来自两个方面，一是中药注射剂行业自身的系统性风险；二是新产品的获得如不能按预期进行，可能会影响公司未来的发展进度。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有 13 年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业、双鹭药业、上海医药、复星医药等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122