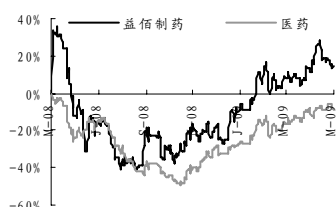


相对沪深 300 表现


表现	1m	3m	12m
益佰制药	0.8	-0.8	-18.0
沪深 300	-0.8	6.2	-9.1

市场数据 2009. 5. 21

当前价格 (元)	11.33
52 周价格区间 (元)	5.86—13.82
总市值 (百万)	2664
流通市值 (百万)	2664
总股本 (万股)	23517
流通股 (万股)	23517
日均成交额 (百万)	7383
近一月换手 (%)	79.6

相关报告
分析师

张伟

电话: 0755-83707451

邮件: zhangw@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外,分析师薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 公司治理结构发生重大变动并基本完成,同时公司延续经营战略阶段性调整,对外投资趋于谨慎,更多关注内部管理完善与效率提升,重点消化历史投资损失。囿于突破原有发展瓶颈需要,公司对外投资可能重新启动。
- 受需求强劲以及公司产品分类营销管理深化促使营销资源向重点产品集中和市场覆盖扩大推动,公司抗肿瘤艾迪注射剂中成药主导产品销售增速加快,推动公司利润保持持续快速增长。
- 公司依托较为突出的营销优势,引进东阿阿胶生物医药产品独家全面代理销售,已经并且仍将成为公司营业收入新的增长点,同时也有利于提升公司相关产品的市场地位并且为开拓生物医药高新科技产品市场积累经验。
- 公司对非处方药产品市场定位与营销策略进行全面结构性调整,重点拓展普药产品并向第三终端市场倾斜转移,有利于减弱非处方药销售的持续下滑给公司总体盈利带来的拖累,并创造新的市场机遇与增长空间,最终扭转非处方药销售下滑趋势,实现止跌回升。
- 公司积极尝试以各种方式引入新产品,以突破困扰公司可持续发展瓶颈。能够与现有产品营销体系相匹配的新产品引进将有助于提升公司整体营销效率,为增加公司利润持续快速增长后劲带来实质推动,从而打开新的增长空间。
- 预计 2009 年、2010 年、2011 年公司每股收益分别为 0.525 元、0.62 元和 0.86 元。目前 11.33 元的价格对应的市盈率分别为: 21 倍、18 倍和 13 倍。相对于同类上市公司,公司目前估值相对偏低,给予“增持”的投资评级。

预测指标	2008	2009E	2010E
主营收入 (百万元)	1154	1351	1627
营业利润 (百万元)	117	149	176
净利润 (百万元)	98	124	146
摊薄每股收益 (元)	0.42	0.525	0.62
摊薄每股净资产 (元)	2.46	2.25	2.54
加权平均 ROE (%)	17.50	23.31	24.42

公司治理结构变动推动经营战略阶段性调整

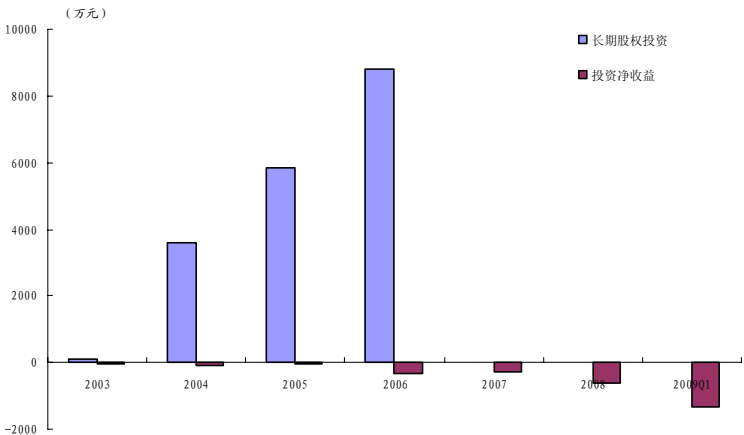
2009 年 2 月 16 日，益佰制药发布公告：公司董事叶湘武先生因个人原因向董事会提出辞去现任董事职务，其辞职申请从董事会收到辞职书之日起生效。此前的 2008 年 12 月 24 日和 2009 年 1 月 23 日，公司分别公告公司第二大股东自然人叶湘武先生自以往披露至公告日已先后减持占总股本 1.20% 的所持股份，并拟以 9903.00 万元人民币作为股权转让价款受让益佰制药子公司上海佰加壹医药有限公司的 97.02% 的股权。伴随公司治理结构调整的同时，近年来公司的经营战略亦开始出现变化，对外投资趋于谨慎，重点消化历史投资损失。

Figure 1 公司治理结构近年变化

时期	04.3.18	2004	2005	2006	2007	2008
第一大股东	窦啟玲	窦啟玲	窦啟玲	窦啟玲	窦啟玲	窦啟玲
所持股份	26.66%	26.66%	23.25%	23.25%	21.67%	21.11%
第二大股东	叶湘武	叶湘武	叶湘武	叶湘武	叶湘武	叶湘武
所持股份	14.03%	14.03%	12.24%	12.24%	12.24%	9.26%
董事长	窦啟玲	窦啟玲	窦啟玲	叶湘武	叶湘武	叶湘武
副董事长	叶湘武	叶湘武	叶湘武	窦啟玲	窦啟玲	窦啟玲
总经理	叶湘武	叶湘武	叶湘武	叶湘武	窦啟玲	窦啟玲

资料来源：公司公告；国海证券研究所

Figure 2 公司近年主要投资及损益情况



*资料来源：天相；国海证券研究所

对公司的调研中了解到：在对过去对外投资中的失误进行充分反省基础上，自 2007 年开始，公司对经营战略进行了一些调整，更多关注内部生产、产品及营销的挖潜、成本与质量控制、管理完善与效率提升，

并逐步消化历史投资损失；对外投资更加趋于理性评估与决策民主；以往领军人物叶湘武先生退出带来的公司治理结构重大变动并未给经营管理队伍带来太大影响，公司经营管理队伍总体上维持稳定；伴随原董事长的辞职带来的子公司上海佰加壹公司的剥离，因母公司与上海佰加壹原本拥有各自独立的产品生产及营销体系，这次分离不太可能对母公司的经营带来较大冲击；公司对以往投资项目的清理进展顺利，其中的煤矿资产仍处于在建期，有待建设完成综合评估后决定计提减值准备，最终倾向清理转让。

我们认为：曾任公司董事长和总经理的叶湘武先生以减持公司股份并受让上海佰加壹子公司控股股权的安排辞职退出公司治理，标志公司治理结构近年来发生的重大变动的基本完成。这一结果最大限度地保留了母公司原有经营管理体系的稳定，避免了公司治理结构重大变动对母公司经营管理的冲击；虽然叶湘武先生所持公司股份仍占较大比重，可能仍将保留一定的影响力。但基于公司经过长期的经营发展已建立较为稳固的发展基础和较为成熟的经营管理体系，并拥有较为突出的优势，此次治理结构的重大调整对未来公司生产经营与管理带来较大冲击的可能性不大，公司经营实现平稳过渡可期；公司经营战略进行的调整符合公司的阶段性需要。随着公司治理结构趋于稳定，经营战略的阶段性调整预计亦将延续。与此同时，囿于公司原有发展瓶颈依然亟待改变，公司以丰富产品构成，提升经营规模，实现持续增长为目的对外投资亦将以更加稳妥的方式重新启动并推动公司经营实现突破。

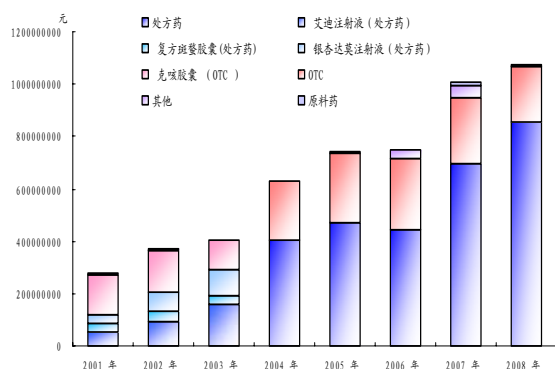
营销细化推动处方药产品持续快速增长

益佰制药主营中成药处方药与非处方药。其中，处方药主要由抗肿瘤中成药的人参、斑蝥制剂－艾迪注射剂、复方斑蝥胶囊、心脑血管药物银杏达莫制剂－杏丁注射剂与注射用清开灵冻干粉制剂产品组成；非处方药涵盖以呼吸道疾病治疗药物－克咳胶囊为主的众多非处方中成药品种。以抗肿瘤药物为主的处方药产品构成了公司主要收入与利润来源，2008 年分别占公司营业总收入与利润的 73.93%与 82.58%；并且长期保持 20～40% 平均增幅的持续稳定增长态势，成为公司业绩增长的主要支柱。

公司处方药主导产品中，以人参与斑蝥为主要成份的艾迪注射剂作为中药保护品种，以其兼具补气扶正暨提高免疫力与抑制肿瘤细胞双重疗效在国内抗肿瘤中成药细分市场上的销售一直名列前茅，市场地位稳固。

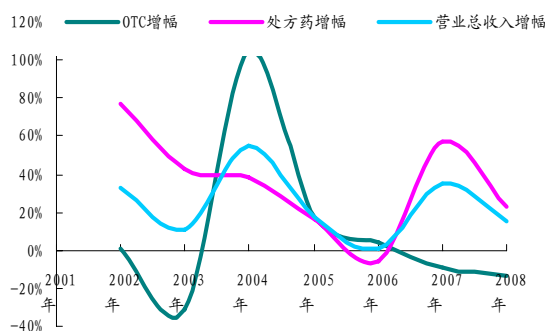
近年来,受到鱼腥草、清开灵等中成药注射剂发生不良反应的影响,国内部分终端市场一度对中药注射剂产品的产生抗拒,市场有所萎缩,直接受影响产品如清开灵注射剂遭遇停产处理,未来中药注射剂产品总体上面临安全性再审查等政策严控。

Figure 3 益佰制药各类产品近年销售情况:



*资料来源:公司公告;国海证券研究所

Figure 4 益佰制药主要产品类别近年增幅



*资料来源:公司公告;国海证券研究所

调研中了解到:近年来公司的经营战略调整中,重点推行产品营销体系的改革与策略调整。一方面,在实行处方药与非处方药产品分类营销管理的基础上,进一步进行剂型细分分类管理;另一方面,继续加强纵向区域管理,并对未能直接掌控的约 20%的市场通过终端外包方式实现无缝覆盖,从而形成重点更为突出和覆盖更为全面的纵横交叉营销管理模式,并在短期内取得了较为明显的成效,成为今年 4 月份处方药终端销售实现 40%左右增幅的重要原因;公司凭借优势突出的营销平台,近年来积极寻找新的产品纳入。近期与东阿阿胶共同签署了全面代理经销山东阿华生物药业有限公司“瑞通立”等三个生物产品《产品独家总经销合同》,将其纳入公司处方药主导产品营销体系,也成为近期推动处方药销售快速增长的重要动因;以清开灵为主的同类中药注射剂产品因发生不良反应带来的市场波动以及随后的停产处理给公司以中药注射剂为主的处方药销售带来一定程度的连带影响,但对工艺技术较为先进、质量控制更为严格且具有较为稳固市场地位的公司主导产品,尤其是艾迪注射剂的影响相对较弱,未来政策趋于更加清晰有利于公司主导产品的相对优势凸显;公司对占处方药近 60%比重的抗肿瘤主导产品艾迪注射剂的销售前景依然乐观,预测未来 3-5 年销售总额可望达到 10 亿元以上;随着新医改的全面展开尤其是基本药物制度的建立,若艾迪注射剂等主导产品列入目录成为可能,将有利于其在农村与城镇社区医院等低端市场增量销售的扩大;公司另外一类处方药产品-银杏达莫制

剂的杏丁注射剂市场竞争激烈，近年来销售呈持续缓慢下降态势，未来增幅可能小于 10%；受同类产品艾迪注射剂的挤压，公司复方斑蝥胶囊的销售增长相对缓慢。

我们认为，近年来，受需求强劲推动，国内外抗肿瘤药物保持 15% 左右增幅的快速增长。虽然目前国内医药市场上，抗肿瘤临床治疗药物仍以化学药占主导地位，中成药仅仅作辅助药物参与治疗。但中成药以其多靶点与副作用相对较小，以及价格上的优势，仍然具有良好的增长前景。公司的抗肿瘤主导产品艾迪注射剂是公司利润的主要来源，并以其较为独特的功效与长期的市场开拓建立形成了稳固的市场地位，短期内受到的挑战并不大，有望在强劲需求推动下保持稳定快速增长；公司产品营销分类管理有利于资源向重点产品的集中和市场覆盖扩大，以艾迪注射剂为代表的主导产品近期较为突出的增长势头可望得以延续；尽管中药注射剂不良反应的频发对中药注射剂产品的销售构成威胁，增加了公司中药注射剂产品未来的市场风险。但公司艾迪注射剂产品经历了较长的市场检验，且目前市场上同类产品不多，有利于避免连带影响。作为公司的主导产品，公司在工艺技术与质量控制上重点关注，可望尽量避免相关的市场与政策风险。相反，随着政策不断清晰与市场逐步规范有助于优胜劣汰，其相对优势可望进一步凸显从而扩大销售规模；基于公司艾迪注射剂主导产品的市场基础、价格优势以及产品的相对独特性，其列入基本药物目录的可能性较大。随着新医改的全面展开带来的公共财政对医药消费的支持力度增大，一旦列入目录将有利于其销售扩大与收入增长。因此，公司艾迪注射剂主导产品继续保持 30~35% 的增幅持续快速增长的可能性较大；尽管公司其他处方药产品增幅短时间内难有较大提升，但基于艾迪注射剂在处方药以及公司营业总收入中举足轻重的地位，公司处方药销售收入与利润实现超过 20% 的增幅依然可以期待。公司拥有较为突出的营销优势，纳入外部新产品既可以丰富公司的营销产品构成，提升营销层次与拓展市场空间，扩大销售规模，获取一定的营销利润，提高营销效率。独家全面代理东阿阿胶 3 个生物医药产品已经并且仍将成为公司营业收入新的增长点，并以其与公司抗肿瘤与心脑血管药物主导产品相匹配的特性提升相关产品的市场地位和增强放大主导产品的市场辐射效应，同时也为公司开拓生物医药高科技产品市场提供有益经验积累。但也应该看到，新的产品不同于公司传统产品，与原有传统主导产品的营销需要磨合。其市场开拓不仅可能需要增加投入，未来市场发展存在一定的不确定性，目前局限于获取中间价差利润，短期内只能成为公司利润的补充。

非处方药产品销售调整结构力保止跌回升

虽然公司的非处方药产品曾经是公司的主要利润来源，对创立公司品牌做出过较大贡献，但因为行业竞争激烈，产品优势难以突出，近年来销售呈持续下滑态势，成为公司收入增长的一块“短板”。

公司近期正在全面调整非处方药产品市场定位与营销战略，对产品 & 市场进行全面结构性调整，重点拓展普药产品的市场空间，并向以农村及社区医院为主的低端医院终端市场为中心的第三终端市场转移。为此，原有的投入结构可能发生较大变化，对以往渠道营销为主的投入有可能进行一定程度的压缩，重点将向第三终端市场的开拓转移，实行结构性转变，而总体投入压缩的空间不大，以最终扭转非处方药销售下滑趋势，实现止跌回升。

我们认为：在新医改全面展开并且重点发展基层医疗卫生服务与保障体系的政策推动环境下，公司非处方药销售的从主打渠道销售向直接开拓基层终端市场的战略性转移顺应了这一趋势。但无论是对公司，还是对于整个医药行业，基层低端医药市场的开拓都是一个新课题，涉及到包括基本药物制度以及基层医疗卫生服务保障体系建立中推行的政策性导向与企业的营销创新，未来发展存在一定的不确定性。期望公司这种转移短期内取得成效，快速提升公司非处方药销售显然有些不切实际。但公司在非处方药实行的结构性调整可望压缩过往难有起色的传统市场投入，在维持非处方药投入总量的基础上，一方面可以适当降低原有销售的投入产出比，减弱非处方药销售的持续下滑给公司总体盈利带来的拖累，另一方面有可能有效利用调整后资源重点集中于创造新的市场机遇与增长空间，使公司非处方药销售止跌回升，重新进入上升通道。

持续增长期待新产品纳入

公司新产品研发的滞后，已经成为严重阻碍公司实现长期可持续快速增长的巨大瓶颈，同时也限制了公司较为突出的营销优势的高效发挥。

公司近期引入东阿阿胶生物医药产品代理销售，并积极尝试启动以引入与公司主导产品匹配新产品为目的的对外投资，同时制定了 5 年以上引进抗肿瘤生物医药产品与 5 年以内引进 I 类抗肿瘤化学制剂药及心脑血管与呼吸系统疾病治疗中西制剂药物的中长期与中短期规划。

我们认为：依托公司优势突出的营销平台，无论是产品全面代理还是通过收购企业引进新产品都可以为公司的持续增长提供有力推动。但

与此同时，引进产品的选择可能更为关键。能够与现有以产品为中心的营销体系相匹配、有助于进一步提升营销效率、可以充分发挥放大营销优势的新产品的纳入更加可能尽快融入公司整体经营，为公司利润的快速增长带来实质的推动。

盈利预测与估值

预计 2009 年、2010 年、2011 年公司的每股收益分别为 0.525 元、0.62 元、0.86 元。目前 11.33 元的价格对应的市盈率分别为：21 倍、18 倍、13 倍。相对于同类上市公司，公司目前估值偏低，给予“增持”的投资评级。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的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。本报告版权归国海证券所有。