

益佰制药 (600594)

处方药是拉动增长的活跃分子

易镜明

021-38676779

yijingming@gtjas.com

公司体制理顺、现有产品及新产品拉动公司成长

本报告导读:

投资要点:

- 2004 年, 公司系由贵州益佰制药股份有限公司整体变更设立, 首次公开发行 2000 万股 A 股在上交所上市。公司主要经营抗肿瘤类、心脑血管类、呼吸类等中成药药物, 主要产品包括艾迪注射液、复方斑蝥胶囊(康赛迪胶囊)、银杏达莫注射液(杏丁注射液)、克咳胶囊、天麻头风灵胶囊、小儿止咳糖浆、半夏止咳糖浆等。
- 2008 年末, 公司股本为 23,517 万股。窦啟玲持有本公司股份 49,637.723 万股, 占总股本 21.11%, 系公司控股股东和实际控制人。
- 2008 年公司收入构成: 处方药、OTC、医疗服务分别为 8.53、2.16、0.65 亿元, 分别占收入比重 73.93%、18.68%、5.62%; 毛利率分别为 84.54%、58.22%、34.98%; 处方药、OTC、医疗服务占毛利比例分别为 82.58%、14.37%、2.60%。09 年 3 季报净利润 0.82 亿元, 同比增长 17.16%。EPS 0.35 元。
- 未来增长点: 艾迪: 公司对艾迪的规划是在不久的将来达到 10 亿销售收入的规模, 09 年预计回款 6 亿(含税)左右, 10 年计划达到 7.6 亿(含税); 同比增幅预计为 27% 左右。目前艾迪的销售渠道: 3 级医院覆盖了 880 家(占 80% 左右); 二级医院覆盖率较低(900/3100 家, 大约 30% 左右)。复方斑蝥(康赛迪): 08 年销售收入 8 千多万(含税), 原来的销售模式是捆绑艾迪的销售, 目前康赛迪分线之后, 增速显著上升。
- OTC 及代理品种也将保持较快增速, 清开灵冻干粉针、注射用复方荭草注射剂获批生产将是公司股价催化剂。
- 益佰制药目前管理体制已经基本理顺, 公司现有产品艾迪等将使得公司保持 20% 以上增速, 新产品及代理产品有望较快增长。我们预计 09、10 年 EPS 分别为 0.55、0.73 元, 目前股价相当于 10 年 23 倍 PE。给予谨慎增持评级。

财务摘要(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,006	1,154	1,350	1,655	1,976
(+/-)%	34.8%	14.7%	17.0%	22.6%	19.4%
经营利润(EBIT)	100	147	158	216	247
(+/-)%	-20.3%	47.0%	7.6%	36.9%	14.6%
净利润	93	98	129	172	201
(+/-)%	-166.7%	5.8%	31.3%	33.2%	17.2%
每股净收益(元)	0.39	0.42	0.55	0.73	0.86
每股股利(元)	0.15	-	0.05	0.07	0.09

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率(%)	9.9%	12.7%	11.7%	13.0%	12.5%
净资产收益率(%)	18.1%	16.9%	18.2%	19.8%	19.1%
投入资本回报率(%)	15.4%	21.6%	20.4%	25.4%	26.5%
EV/EBITDA	28.1	21.0	20.7	15.6	13.8
市盈率	42.4	40.1	30.5	22.9	19.6
股息率(%)	0.9%	0.0%	0.3%	0.4%	0.5%

评级: 谨慎增持

上次评级: 首次评级

目标价格: ¥21.90

上次预测: ¥0.00

当前价格: ¥17.28

2009.11.11

交易数据

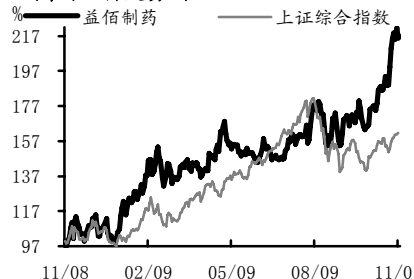
52 周内股价区间(元)	6.80 ~ 17.48
总市值(百万元)	3,934
总股本/流通 A 股(百万股)	235/235
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	1.00
日均成交量(百万股)	6.0
日均成交值(百万元)	66.0

资产负债表摘要(12/08)

股东权益(百万元)	579.37
每股净资产	2.46
市净率	6.8
净负债率	16.5%

EPS(元)	2008A	2009
Q1	0.07	0.06
Q2	0.11	0.15
Q3	0.12	0.14
Q4	0.12	0.20
全年	0.42	0.55

52 周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	23.7	20.6	116.8
相对指数	14.7	22.9	47.4

模型更新时间: 2009.11.11

股票研究

医药制造业
医药制造业

益佰制药(600594)

评级: 谨慎增持

上次评级: 首次评级

目标价格: ¥21.90

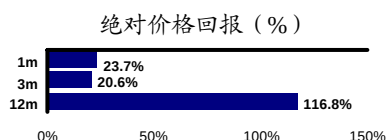
上次预测: ¥0.00

当前价格: ¥17.28

公司网址:
www.gzcci.com

公司简介

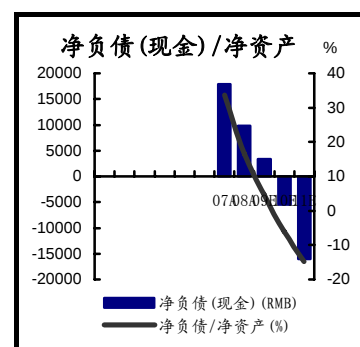
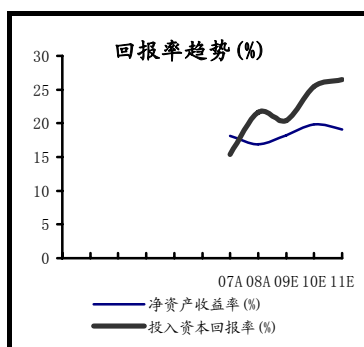
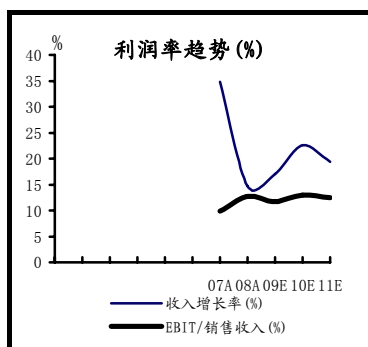
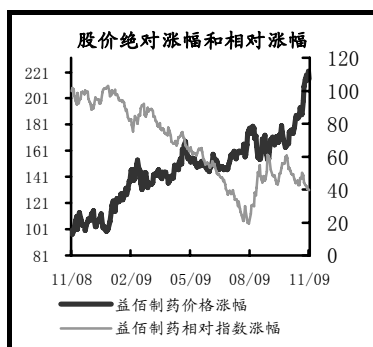
公司主要经营抗肿瘤类、心脑血管类、呼吸类等中成药药物, 主要产品包括艾迪注射液、复方斑蝥胶囊(康赛迪胶囊)、银杏达莫注射液(杏丁注射液)、克咳胶囊、天麻头风灵胶囊、小儿止咳糖浆、半夏止咳糖浆等。



52 周价格范围 6.80~17.48
市值 (百万) 3,934

财务预测 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表					
营业收入	1,006	1,154	1,350	1,655	1,976
营业成本	258	281	320	384	472
税金及附加	12	14	17	20	24
营业费用	528	602	709	869	1,037
管理费用	98	105	123	151	180
EBIT	100	147	158	216	247
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	-6	-6	-15	-15	-15
财务费用	29	30	12	10	6
营业利润	70	117	146	206	241
所得税	15	18	23	31	36
少数股东损益	1	0	3	4	4
净利润	93	98	129	172	201
资产负债表					
货币资金、交易性金融	139	160	227	313	416
其他流动资产	487	437	529	644	776
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	315	325	350	358	357
无形及其他资产	126	156	119	115	110
资产合计	1,140	1,219	1,317	1,509	1,733
流动负债	590	621	587	617	653
长期负债	20	0	0	0	0
股东权益	530	598	730	892	1,080
投入资本(IC)	649	680	773	850	935
现金流量表					
NOPLAT	86	123	134	183	210
折旧与摊销	43	44	36	40	44
流动资金增量	8	(116)	131	84	97
资本支出	31	41	30	30	30
自由现金流	168	92	331	338	380
经营现金流	114	257	90	155	173
投资现金流	(1)	(87)	(15)	(47)	(47)
融资现金流	(77)	(116)	(8)	(23)	(23)
现金流净增加额	36	54	67	85	103
财务指标					
成长性					
收入增长率	34.8%	14.7%	17.0%	22.6%	19.4%
EBIT 增长率	-20.3%	47.0%	7.6%	36.9%	14.6%
净利润增长率	-166.7	5.8%	31.3%	33.2%	17.2%
利润率					
毛利率	74.4%	75.7%	76.3%	76.8%	76.1%
EBIT 率	9.9%	12.7%	11.7%	13.0%	12.5%
净利润率	9.2%	8.5%	9.5%	10.4%	10.2%
收益率					
净资产收益率(ROE)	18.1%	16.9%	18.2%	19.8%	19.1%
总资产收益率(ROA)	8.1%	8.1%	9.8%	11.4%	11.6%
投入资本回报率	15.4%	21.6%	20.4%	25.4%	26.5%
运营能力					
存货周转天数	169	168	150	142	140
应收账款周转天数	23	31	32	31	31
总资产周转天数	381	368	338	307	295
净利润现金含量	1.21	2.62	0.68	0.89	0.84
资本支出/收入	3.04%	3.53%	2.22%	1.81%	1.52%
偿债能力					
资产负债率	53.5%	50.9%	44.6%	40.9%	37.7%
净负债率	33.7%	16.5%	4.6%	-6.1%	-14.8%
估值比率					
PE	42.4	40.1	30.5	22.9	19.6
PB	7.7	6.8	5.6	4.5	3.7
EV/EBITDA	28.1	21.0	20.7	15.6	13.8
P/S	3.01	3.41	2.91	2.38	1.99
股息率	0.9%	0.0%	0.3%	0.4%	0.5%



1. 公司简介

2004年,公司系由贵州益佰制药股份有限公司整体变更设立,首次公开发行2000万股A股在上交所上市。公司主要经营抗肿瘤类、心脑血管类、呼吸类等中成药药物,主要产品包括艾迪注射液、复方斑蝥胶囊(康赛迪胶囊)、银杏达莫注射液(杏丁注射液)、克咳胶囊、天麻头风灵胶囊、小儿止咳糖浆、半夏止咳糖浆和清开灵冻干粉针等。

2008年末,公司股本为23,517万股。窦啟玲持有本公司股份49,637.723万股,占总股本21.11%,系公司控股股东和实际控制人。

2008年12月24日和2009年1月23日,公司先后公告公司第二大股东自然人暨公司董事长的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。2009年2月16日,公司公告披露: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。(叶湘武离开可以视为治理结构已基本理顺)

表 1: 2009-3q 前 5 名股东持股情况

股东名称	持股总数	持股比例(%)
窦啟玲	54,137,723	23.02
叶湘武	16,618,018	7.07
岳巍	12,636,000	5.37
朱岳兴	9,548,945	4.06
甘宁	8,273,600	3.52

数据来源: 益佰制药 2008 年年报, 国泰君安证券

表 2: 公司主要子公司、参股公司情况 (公司盈利主体是医药工业, 尤其是处方药部分, 其子公司不怎么赚钱)

公司名称	注册资本 (万元)	主要产品或服务	股权比例	08 年净利润 (万元)
上海佰加壹医药有限公司	12,083.00	医学医保生化等专业领域内的四技服务; 检验试剂、生化制品、生化制剂、医保用品、自身开发的中西药品及生产销售。	97.02%	38.17
贵州益佰科技研发有限责任公司	200.00	研究与开发动植物提取物, 功能性化妆品, 中草药材, 生化制品, 科技成果转让、技术咨询、信息服务等业务。	70%	(1.24)
桂林益佰漓江制药有限公司	714.00	生产经营中西药材制剂, 生化药品及制品, 保健品。	100%	64.76
贵州益佰医药有限责任公司	50.00	中成药、化学药制剂、抗生素、生化药品的批发; 办公设备、建材、钢材、卫生急救制品的批零兼营; 科技咨询中介服务。	60%	9.06
灌南县人民医院	5,000.00	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。	90%	52.78
贵州益佰舒婷卫	200.00	卫生用纸、卫生巾、卫生护垫等护理	100%	(358.29)

请务必阅读正文之后的免责条款部分

3 of 11

生护理用品有限 责任公司		卫生用品, 纸、纸浆、木浆、卫生洗 巾、洗液; 生产妇女一次性卫生用品 (舒婷卫生巾、舒婷卫生护垫、姐妹 卫生巾、好薄卫生巾、药草卫生洗巾、 药草护理护垫、天然药草护理洗液、 怜香惜玉卫生巾、护垫)。		
贵州益佰投资管 理有限公司:	2,000.00	投资业务、投资咨询管理。	100%	(93.34)
贵州黔德投资股 份有限公司	7,450.00	非金融项目投资; 矿产业、煤炭投资、 房地产投资; 化工产品; 旅游开发; 中药材种植开发、农业开发。	100%	(150.68)
贵州益佰药物研 究有限公司	3,000.00	新药的研究及其技术和产品的转让, 专利技术转让, 技术咨询及服务	100%	(2.46)

数据来源: 益佰制药 2004—2008 年年报

2009 年 2 月 16 日, 公司公告披露: 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, 并以 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。该子公司的剥离有利于公司集中精力在工业主业上。

2. 益佰制药分析

2.1 产品储备

公司主要经营抗肿瘤类、心脑血管类、呼吸类等中成药药物, 主要产品包括艾迪注射液、复方斑蝥胶囊(康赛迪胶囊)、银杏达莫注射液(杏丁注射液)、克咳胶囊、天麻头风灵胶囊、小儿止咳糖浆、半夏止咳糖浆和清开灵冻干粉针等。

公司产品优势:

益佰制药的抗肿瘤中成药—艾迪注射剂主要成分为人参与斑蝥, 是国家中药保护品种, 兼具抗肿瘤细胞与增强免疫力等抗肿瘤辅助功效的双重作用, 同时拥有中成药的低副作用以及多靶点等特性与价格优势, 因而能够成为目前国内抗肿瘤中成药市场上的主导产品和独家品种。2003 年就在中药抗肿瘤市场占有约 18.90% 的市场份额。近年来无论是销售金额还是销售数量均名列前茅, 占据了国内城市地区同类产品细分市场 70~80% 的市场份额, 同时长期保持持续快速增长态势。

2.2 历年利润表分析

09 年 3 季报: 主营收入、营业利润分别为 9.16、0.91 亿元, 分别同比上升 11.75%、下降 2.22%, 净利润 0.82 亿元, 同比增长 17.16%。营业利润率有所下降(09-3q 9.93%, 08-3q 11.34%), 主要是公司产品毛利率下降的缘故。EPS 0.35 元(一季度单季度 0.06, 二季度单季 0.15 元, 三季度单季 0.14 元)。ROE 12.35%, 每股经营性现金流 0.01 元。

表 3: 利润表分析 (万元)

	083q	093q	增量	08-1Q	08-2Q	08-3Q	08-4Q	09-1Q	09-2Q	09-3q
主营收入	81,987	91,616	9,629.36	24,927	27,543	29,516	33,407	27,304	31,399	32,913
同比 %	23.82%	11.75%		31.1%	14.7%	27.3%	-2.9%	9.5%	14.0%	11.5%
环比 %				-27.6%	10.5%	7.2%	13.2%	-18.3%	15.0%	4.8%
毛利率	72.90%	72.53%		74.5%	70.3%	73.9%	82.5%	72.8%	73.1%	71.8%
主营毛利	59,765	66,448	6,682.98	18,568	19,371	21,825	27,571	19,883	22,941	23,624
同比 %	21.35%	11.18%		42.8%	2.2%	26.3%	7.7%	7.1%	18.4%	8.2%
环比 %				-27.5%	4.3%	12.7%	26.3%	-27.9%	15.4%	3.0%
主营税金/收入	1.15%	1.23%		1.1%	1.1%	1.2%	1.5%	1.3%	1.3%	1.2%
销售费用	38,799	44,002	5,202.85	12,404	11,869	14,526	21,399	13,772	14,455	15,775
销售费用/收入	47.32%	48.03%		49.8%	43.1%	49.2%	64.1%	50.4%	46.0%	47.9%
管理费用	7,753	8,641	888.37	2,919	2,206	2,627	2,743	2,832	2,543	3,266
管理费用/收入	9.46%	9.43%		11.7%	8.0%	8.9%	8.2%	10.4%	8.1%	9.9%
财务费用/收入	2.63%	1.32%		2.5%	3.1%	2.3%	2.5%	1.5%	1.3%	1.2%
期间费用率	59.41%	58.78%		64.0%	54.2%	60.4%	74.8%	62.3%	55.5%	59.0%
营业利润	9,301	9,094	(206.55)	2,331	3,745	3,623	2,583	2,524	4,260	3,809
营业利润率	11.34%	9.93%		9.4%	13.6%	12.3%	7.7%	9.2%	13.6%	11.6%
同比 %	100.49%	-2.22%		191.9%	66.8%	77.4%	1.2%	8%	13.8%	5.1%
环比 %				-8.7%	60.6%	-3.3%	-28.7%	-2%	68.8%	-10.6%
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	(399)	(1,498)	(1,099.32)	-149	-149	-101	-212	-1,353	-73	-73
营业外收支净额	(352)	671	1,023.66	-183	-75	-94	339	651	30	-10
(公允价值 + 投资收益 + 营业外收支) / 利润总额	-8.39%	-8.46%		-16.6%	-6.4%	-5.7%	4.7%	-38.5%	-1.0%	-2.2%
利润总额	8,947	9,766	817.10	2,000	3,521	3,428	2,709	1,822	4,218	3,726
税前利润率	10.91%	10.66%		8.0%	12.8%	11.6%	8.1%	6.7%	13.4%	11.3%
同比 %	4.83%	9.13%		276.1%	-42.4%	80.8%	12.4%	-8.9%	19.8%	8.7%
环比 %				-17.1%	76.1%	-2.6%	-21.0%	-32.8%	131.6%	-11.7%
实际税率	19.97%	14.40%		21.8%	20.9%	18.0%	2.2%	16.0%	15.3%	12.6%
少数股东损益/利润总额	1.90%	1.72%		-1.3%	1.3%	4.4%	-6.3%	3.8%	0.5%	2.0%
净利润	6,992	8,192	1,199.78	1,589	2,742	2,661	2,821	1,461	3,548	3,182
同比 %	1.80%	17.16%		194.0%	-43.7%	82.3%	17.3%	-8.1%	29.4%	19.6%
环比 %				-34.0%	72.6%	-3.0%	6.0%	-48.2%	142.9%	-10.3%
EPS	0.30	0.35		0.07	0.12	0.11	0.12	0.06	0.15	0.14

数据来源: 国泰君安证券

2.3 收入和利润构成

2008 年公司收入构成: 处方药、OTC、医疗服务分别为 8.53、2.16、0.65 亿元, 分别占收入比重 73.93%、18.68%、5.62%; 毛利率分别为 84.54%、58.22%、34.98%; 处方药、OTC、医疗服务占毛利比例分别为 82.58%、14.37%、2.60%。

表 4: 近三年及一期本公司主要业务收入情况 (万元)

项目	2009 年中报		2008 年度		2007 年度		2006 年度	
	金额	比例(%)	金额	比例(%)	金额	比例(%)	金额	比例(%)
处方药(元)	42,443.30	72.3	85,305.13	73.93	48,298.63	48.00	44,283.40	61.75
OTC(元)	10,731.18	18.28	21,553.74	18.68	46,191.25	45.90	27,434.60	38.25
医疗服务(元)	4,492.07	7.65	6,485.39	5.62	4,597.11	4.57	-	-
卫生巾系列(元)	549.43	0.94	1,118.63	0.97	596.89	0.59	-	-
原料药(元)	281.50	0.48	631.02	0.55	903.60	0.90	-	-
其他	205.49	0.35	299.86	0.26	44.42	0.04	-	-
合计	58,702.97	100.00	115,393.75	100.00	100,631.90	100.00	71,718.00	100.00

数据来源: 益佰制药招股意向书, 国泰君安证券

2.4 未来增长点

现有产品:

艾迪: 公司对艾迪的规划是在不久的将来达到 10 亿销售收入的规模, 09 年预计回款 6 亿 (含税) 左右, 10 年计划达到 7.6 亿 (含税); 同比增幅预计为 27% 左右。

目前艾迪的销售渠道: 3 级医院覆盖了 880 家 (占 80% 左右); 二级医院覆盖率较低 (900/3100 家, 大约 30% 左右)。公司将在销售渠道拓展上下功夫。

银杏达莫: 09、10 年增速计划在 13-15% 左右。

复方斑蝥 (康赛迪): 08 年销售收入 8 千多万 (含税), 原来的销售模式是捆绑艾迪的销售, 即住院用艾迪, 出院带药康赛迪。后来公司转变了销售方式, 让康赛迪分线之后, 增速显著上升。

OTC: 09 年整体持平, 10 年计划达到 25% 的增长。

公司目前在 OTC 业务上采取会员制销售, 即和药店结成联盟, 目前结盟店约 2 万家左右, 公司计划拓展到 6 万家。

代理品种:

代理东阿阿胶的 3 个品种 1-10 月 3300 万销售, 全年估计 4 千万左右, 计划 10 年 6000 万, 其中 EPO4 千万, 瑞利通 1200 万, 白介素-II 800 万。

络铂 8 月获得十年独家代理权, 该产品主要适应症是乳腺癌和小细胞肺癌, 计划扩大到卵巢癌、食道癌等其他四个癌肿类别。目前还属于市场前期调研推广阶段。该产品在推广方面主要优点是高效低毒 (比顺铂和卡铂毒性低, 效果好)。公司计划用 3 年时间先做 2 亿, 做 6 个肿瘤适应症。

新品种方面:

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, 如果 10 年能够获批, 则业绩有望超预期。

注射用复方荭草注射剂及荭叶心通软胶囊: 复方荭草注射剂 III 期临床结束, 待申报生产; 这样是公司的重点品种。

潜力品种:

VEGI: 抗肿瘤的生物制剂, 临床前研究。

小纤维蛋白酶: 溶栓类产品, 临床前研究。

2.5 其他事项

- 1、公司目前没有再融资计划、股权激励正在考虑中
- 2、叶湘武准备自己重新创业, 因此其持有益佰的股权会继续减持以筹措资金。

2.6 财务数据分析

资产负债表: 总资产 12.55 亿, 其中应收账款 1.32 亿, 存货 1.09 亿, 应收账款 + 其他应收款 + 应收票据 4.35 亿, 同比上升 87.1%; 公司固定资产 2.50 亿元。

财务指标: 资产负债率为 46.45%。存货周转天数略有下降(09-3q 157.08 天, 08-3q 128.08 天), 应收账款周转天数略有上升(09-3q 32.79 天, 08-3q 34.56 天)。经营活动现金流比较差的原因在于经营性应付变动不大, 但经营性应收部分增加(应收账款增加 0.12 亿, 应收票据增加 1.2 亿)。因为票据问题不大, 因此我们认为现金流量表年报将恢复正常。

表 5: 资产负债表项目 (万元)

	08-3q	09-3q	同比 %
货币资金	8,477.9	17,920.3	111.4%
交易性金融资产	0.0	0.0	-
应收账款	11,947.7	13,202.8	10.5%
存货	12,974.3	10,915.6	-15.9%
应收账款 + 其他应收款 + 应收票据	23,241.5	43,489.2	87.1%
流动资产	50,663.0	78,677.6	55.3%
固定资产	33,478.4	25,001.0	-25.3%
在建工程	4,775.1	1,995.0	-58.2%
无形资产	14,121.4	11,042.6	-21.8%
资产总计	110,957.8	125,506.8	13.1%
短期借款	25,580.0	26,035.0	1.8%
应付账款	3,848.2	6,021.0	56.5%
应付票据 + 应付账款 + 其他应付款	15,798.6	15,599.2	-1.3%
流动负债	51,638.3	55,290.8	7.1%
长期借款	2,000.0	3,000.0	50.0%
股东权益	57,301.4	67,203.0	17.3%

数据来源: 国泰君安证券

表 6: 财务指标

	08-3q	09-3q
资产负债率(%)	48.36	46.45
流动比率(倍)	0.98	1.42
速动比率(倍)	0.73	1.23
存货周转天数(天)	157.08	128.08

应收账款周转天数(天)	32.79	34.56
总资产周转率(次)	0.73	0.74
净资产收益率(摊薄)(%)	12.63	12.35
销售毛利率(%)	72.90	72.53
每股经营活动产生的现金流量净额(元)	0.39	0.01
每股收益-稀释(元)	0.30	0.35

数据来源：国泰君安证券

3. 盈利预测的主要假设及投资建议

表 7：主要产品假设

	2006	2007	2008	2009E	2010E
艾迪	26,529	28,232	39,763	51,292	70,579
增速	-10%	6%	41%	29%	30%
银杏达莫	13,764	17,930	19,570	22,114	24,989
增速	-8%	30%	9%	13%	13%
复方斑蝥胶囊	4,578	5,865	7,918	11,085	14,411
增速	15%	28%	35%	40%	30%
克咳胶囊	8,257	11,277	6,702	7,037	8,445
增速	-7%	37%	-41%	5%	20%
小儿止咳糖浆等	8,565	9,514	9,379	10,129	12,155
增速	16%	11%	-1%	8%	20%

投资建议

益佰制药目前管理体制已经基本理顺，公司现有产品艾迪等将使得公司保持 20%以上增速，新产品及代理产品有望较快增长。我们预计 09、10 年 EPS 分别为 0.55、0.73 元，目前股价相当于 10 年 23 倍 PE。给予谨慎增持评级。

4. 附：行业数据

抗肿瘤药物市场

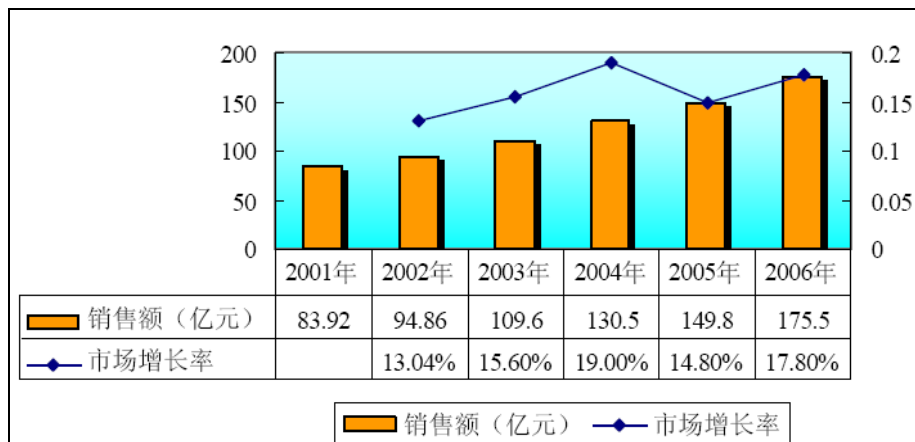
世界卫生组织（WHO）公布的统计数据显示，癌症正在成为人类健康的最大威胁。每年死于癌症的病人已超过 700 万人以上，与死于心脑血管病的人数非常接近。近年来，癌症在全世界的发生率呈不断上升的趋势，过去几年全球每年癌症新发病例为 1000 万左右，仅 2007 年全球新确诊的肿瘤病人就达 1200 万。

目前，全球抗肿瘤药物市场上，10 家大型制药公司的销售额已经占到抗肿瘤药市场 75%左右的份额。具有较高的集中度。除了罗氏、辉瑞、阿斯利康、礼来等传统主要肿瘤药生产销售企业外，近年来，诺华、施贵宝、葛兰素史克、默克、惠氏、先灵葆雅等跨国巨头也纷纷加入这一行列。较高的产业集中度与进入门槛一定程度上成为抗肿瘤药物维持较高毛利率的重要因素。

目前抗肿瘤药物销售额占中国药品市场总销售额的 10%左右。抗肿瘤药物在我

国医院市场销售规模自 2001 年以来一直稳步增长，2006 年达到了 175.5 亿元的市场规模，较上一年增长了 17.8%。

图 1：2001-2006 年我国抗肿瘤药市场销售额图



数据来源：国泰君安证券

在国内临床应用抗肿瘤药体系中，中成药类抗肿瘤药物虽然只占不足三成份额，但拥有副作用较小、多靶点作用、价格相对低廉等较为突出的相对优势，近几年取得了长足的发展。SFDA 南方医药经济研究所广州标点医药信息有限公司“全国中成药医院用药分析系统”信息显示：2008 年，在 9 个城市（北京、南京、哈尔滨、广州、成都、沈阳、西安、郑州和重庆）中，医院采购肿瘤中成药的金额约 12 亿~18 亿元，增长率高达 22%。

抗肿瘤中成药药物中，注射剂产品占据了国内抗肿瘤中成药物市场的主导地位。2008 年抗肿瘤类注射剂品种同比增长幅度均超过 20%。其中，艾迪注射液表现尤其突出，增幅达 41%。2008 年，吉林长白山制药和广东丽珠集团利民制药厂与贵州益佰制药的独家产品“康艾注射液”、“参芪扶正注射液”及艾迪注射液位列市场份额排名前三位。

作者简介:

易镜明: 医学博士, 2006 年进入国泰君安证券研究所

免责声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海
上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层
邮政编码: 200120
电话: (021) 38676666

深圳
深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层
邮政编码: 518026
电话: (0755) 23976888

北京
北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮政编码: 100140
电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com