

增长明确，稳步迈入一线股行列

益佰制药 (600594)

评级: 买入 (维持)

股价: 17.77 元 目标价: 22.50 元 深度报告

2009年11月12日 星期四

医药研究小组

袁舰波

021-50586660-8628

qy@longone.com.cn

医药/中药行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6个月目标价位	22.50 元
升值潜力 (%)	26.6
目标价确定日期:	2009-11-11

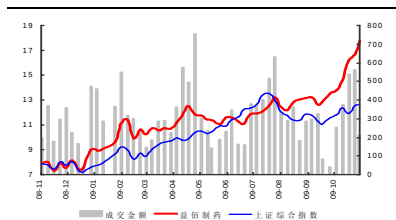
重要数据

总股本(亿股)	2.35
流通股本(亿股)	2.35
总市值(亿元)	41.8
流通市值(亿元)	41.8

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1个月	31.43	22.39
3个月	31.73	34.47
6个月	53.72	30.64

个股相对上证综指走势图



相关报告:

1、深度报告:《“四大亮点”共创医药新贵》, 2009年2月18日。

2、《业绩如期兑现, 公司经营迈上新的台阶》, 2009年10月29日。

投资要点

- **调研简况:** 近期, 我们和益佰制药共同主办了大型的投资者见面会, 公司核心管理层和 50 多位投研界人士参加了本次会议
- **基本判断:** 公司的整体经营状况符合我们的预期, 在复方苕草冻干粉和清开灵批文获取的进展情况, OTC 营销模式的革命, 现有营销体系的整体改进等方面, 甚至超过了我们的预期。在越来越多机构投资者的密切关注下, 我们判断在 2010 年, 伴随着经营业绩的稳步增长, 公司的整体估值水平也将逐步进入一线股的行列
- **核心变化:** 新管理层上任后, 公司的法人治理结构更加稳定, 集体决策机制也已建立完成, 未来的发展战略愈发清晰
- **增长明确:** 根据目前的销售情况, 我们认为公司现有产品未来几年保持 25% 的收入增长, 和 30% 的利润增长是比较确定的, 伴随着洛铂和生物制剂等总代理品种的上量以及复方苕草冻干粉的上市和清开灵冻干粉的复产, 公司未来的增长路线非常明确, 并完全可能出现超预期的增长
- **明星艾迪:** 公司抗肿瘤拳头产品艾迪注射液今年有望增长超过 30%, 实现 5.5 亿元销售收入, 三年的总增长率超过 160%, 未来更有望成为超 10 亿元的特大品种
- **后起之秀——复方斑蝥胶囊:** 与艾迪功效相似, 但目标市场有别, 分线销售后, 今年预计增长超过 40%, 成为公司第四个过亿品种
- **老树发新枝——银杏达莫注射液终于走出盘整格局**
- **艾迪伴侣——一类新药洛铂或将成为明日之星**
- **阵痛中的 OTC, 正经历历史性变革, 未来发展面临新突破**
- **盈利预测及估值:** 我们预测公司 2009-2011 年扣除非经常性损益后的收益分别为 0.55 元、0.75 元和 1.05 元, 提高公司未来六个月目标价位至 22.50 元, 继续维持“买入”评级。
- **风险提示:** 一是中药注射剂行业自身的系统性风险; 二是公司新品种的跟进速度可能低于预期。

□ 调研简况

为增进益佰制药和投资者之间的互信和了解，我们和益佰制药近期共同主办了大型的投资者见面会。本次会议举办得非常成功，共有来自基金、券商、保险和私募等领域的 50 多位投研界人士参加，与会者普遍对公司的经营情况和会议组织表示满意。

本次见面会由益佰制药董事会秘书兼财务总监汪志伟先生主持，公司核心管理层包括董事长兼总经理窦启玲女士、常务副总经理岳巍先生、分管投资和生产的副总经理郎洪平先生、以及分管处方药、OTC 和财务的相关负责人等都参加了本次会议。

□ 基本判断

从本次的调研情况看，公司的整体经营状况符合我们的预期，在复方苕草冻干粉和清开灵批文获取的进展情况，OTC 营销模式的革命，现有营销体系的整体改进等方面，甚至超过了我们的预期。

根据目前的销售情况，我们认为公司现有产品未来几年保持 25% 的收入增长，和 30% 的利润增长是比较确定的，伴随着洛铂和生物制剂等总代理品种的上量以及复方苕草冻干粉的上市和清开灵冻干粉的复产，公司未来的增长路线非常明确，并完全可能出现超预期的增长。

经过此次投资者见面会，资本市场对公司的价值判断将进入一个全新的阶段，我们判断在 2010 年，伴随着经营业绩的稳步增长，公司的整体估值水平将逐步进入一线股的行列。

□ 新管理层上任，公司法人治理结构更加完善，经营战略更加清晰

在经历新老核心管理层的变更后，公司的法人治理结构更加稳定，新的集体决策机制已建立完成，未来的发展战略也更加清晰，增长前景越发明确。

在经营决策上，公司曾走过一些弯路，也为此付出过沉重的代价。现在公司的决策机制更加科学和民主，经营战略也更加明确——围绕医药为主业，依托公司在营销和肿瘤领域的核心竞争力，逐步向大健康产业进行拓展，并择机出售以前运作的一些无关多元化的项目，比如煤矿的投资等。

□ 聚焦营销能力和肿瘤领域，彰显核心竞争优势

公司的核心竞争优势非常明确，就是强大的营销能力和在肿瘤领域的竞争优势。营销能力是公司生存和发展的根本，肿瘤领域是公司现有产品线中最完善，也是最有发展前途的领域，公司今后的发展战略也将围绕此核心竞争优势展开。

公司之所以在营销能力和肿瘤领域具有很强的竞争优势，原因很多，简要说

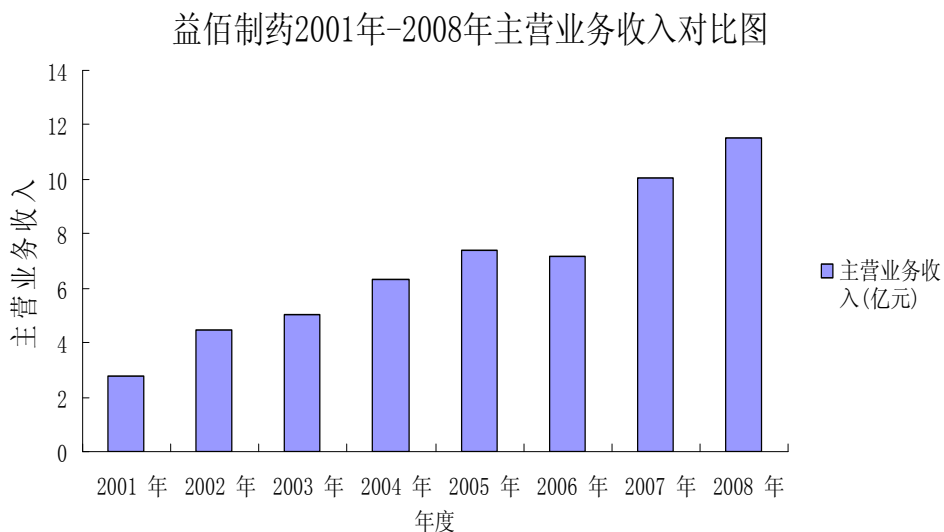
来，强大的营销队伍、覆盖全国的营销网络和专家队伍、大品种经营实力和卓越的创新力是主要因素。

目前，公司销售队伍已超过两千人，大多具备丰富的实战经验，营销主管则都经过残酷的市场竞争考验，能够吃苦，且愿意和公司共同成长；公司的营销网络已几乎覆盖全国所有省市，占有了 90% 左右的三级医院；公司的大品种经营能力很强，主营品种虽然不多，但 10 亿元出头的工业销售收入就有 4 个品种销售过亿（艾迪注射液、银杏达莫注射液、复方斑蝥胶囊、克咳系列）；公司专家网络资源已覆盖全国肿瘤领域，在医生和患者中具有良好的口碑；从 OTC 到处方药再到总代理体系，公司在营销领域不断的经历变革，也在不断的超越自我，卓越的创新力是公司保持营销能力长盛不衰的根本原因。

□ 明确的经营目标，锁定未来几年的增长

尽管经历了 2006 年的历史性经营低谷，公司 2001-2008 年的销售收入仍保持了年均 23% 的复合增长率，在当前公司基本面正发生重大转折的时候，核心管理层对未来几年的发展也有一个比较明确的预期，即现有产品每年收入的增长不低于 25%，利润增长则应超过此比例。

表 1：益佰制药 2001-2008 年主营业务收入对比



资料来源：公司报表，东海证券研究所

□ 艾迪注射液三年增长将超过 160%，未来市场潜力巨大

艾迪注射液是公司肿瘤领域的第一品牌，依托确切的疗效和多年学术推广的积累，近几年增长非常迅速。

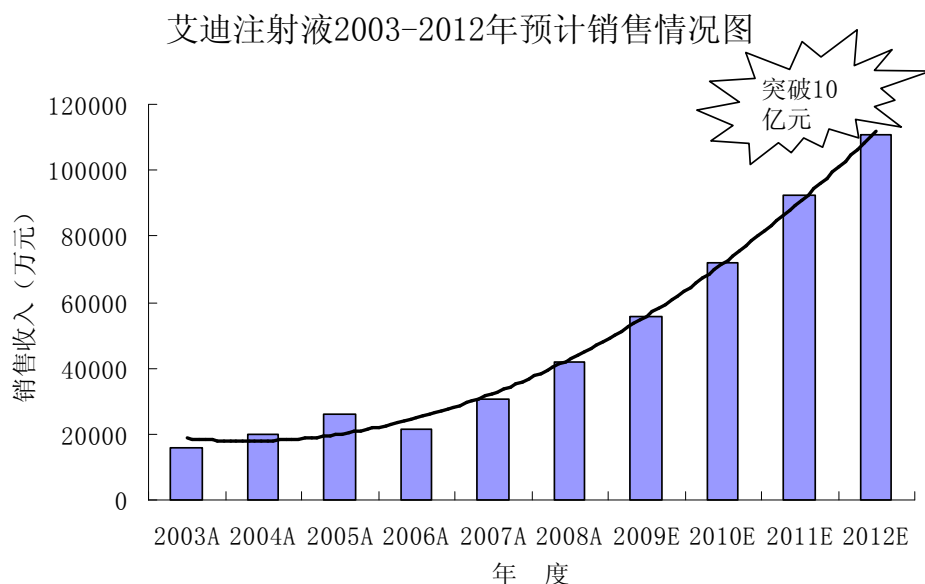
2006 年该产品销售收入为 2.1 亿元，2008 年达到 4.2 亿元，我们预计今年仍

将保持 30% 以上的增长速度，预计将达到 5.5 亿元的销售收入，三年累计增长超过 160%。

尽管艾迪目前的销售收入已经不小，但基于以下几个方面的考量，我们认为艾迪未来几年仍将拥有较大的增长空间，并有望在 2012 年成为销售收入超过 10 亿元的特大品种。

一是现有肿瘤病人的快速增长；二是在三级医院的精耕细作，艾迪目前已进入约 880 家三级医院，市场占有率接近 90%，但其中很多医院的潜力还没有被充分挖掘；三是二级城市医院的开发，目前 3300 家二级医院中，艾迪大约进入了 900 多家，还有 2200 家医院正有待开发，未来的增长潜力巨大。

表 2：艾迪注射液 2003-2012 年预计销售情况



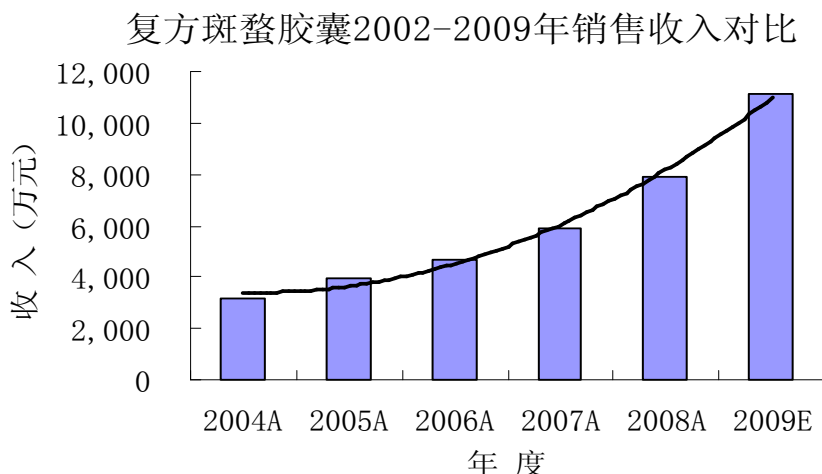
资料来源：东海证券研究所

□ 复方斑蝥胶囊增长迅速，成为公司第四个过亿品种

复方斑蝥胶囊与艾迪注射液成分和功效均相似，但剂型和目标市场不一。

复方斑蝥胶囊经历了几年的市场积累，从去年开始进行了分线销售并实现了快速增长，08 年实现销售收入 8000 万元，同比增长 36%，今年又预计将保持 40% 以上的增长速度，并顺利成为公司第四个销售过亿的产品。

表 3: 复方斑蝥胶囊 2002-2009 年销售收入对比



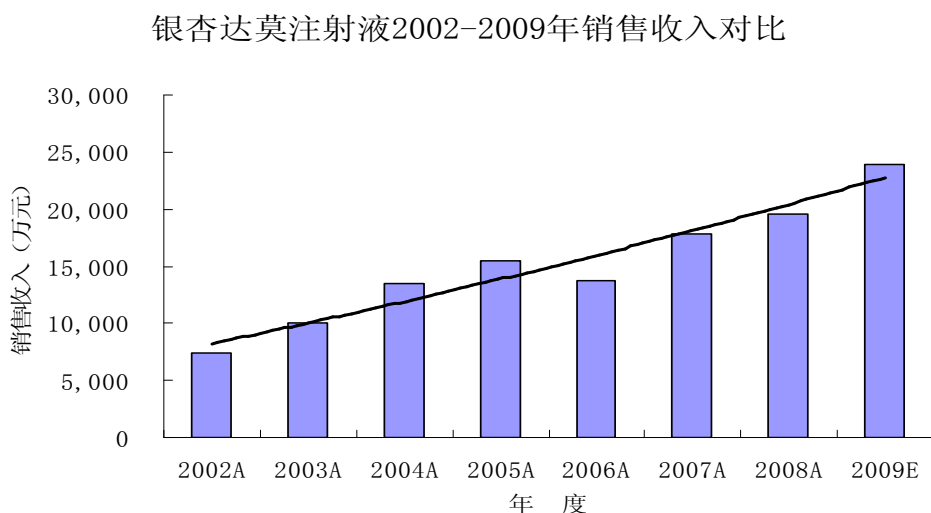
资料来源: 东海证券研究所

□ 银杏达莫注射液走出盘整格局

银杏达莫注射液是公司心血管领域的拳头产品,但由于不属于独家品种,市场竞争非常残酷,其销售增长一直低于公司处方药的平均水平。

今年,公司加大了子公司益佰科技银杏黄酮的外供控制,并加强了对银杏达莫注射液的销售考核,使得银杏达莫注射液的销售很快走出盘整格局,全年预计实现销售收入约 2.4 亿元,同比增长超过 20%。

表 4: 银杏达莫注射液 2002-2009 年销售收入对比



资料来源: 东海证券研究所

□ 洛铂或将成为公司明日之星

洛铂是公司今年8月份正式总代理的化学一类新药，是第三代铂类抗肿瘤药，适应症为乳腺癌、小细胞肺癌和慢性粒细胞性白血病（CML）。它与其他铂类产品相比的特点是疗效确切，但无交叉耐药性。

洛铂与艾迪等虽然都属于肿瘤类产品，但其不是直接竞争关系，洛铂属于治疗肿瘤的一线用药，而艾迪属于辅助用药，双方具有互补的关系。

我们认为洛铂作为独家的创新品种，具有独特的竞争优势，其潜在的市场容量非常大，依托公司强大的营销能力和在肿瘤领域的核心优势，其很有可能会迅速崛起，并成为支撑公司未来发展的又一颗新星。

□ 阵痛中，OTC 正经历历史性变革，未来发展面临新突破

一直以来，公司 OTC 产品主要依靠广告拉动和渠道促销，终端工作一直是公司的弱项，这在一定程度上限制了 OTC 体系的发展。

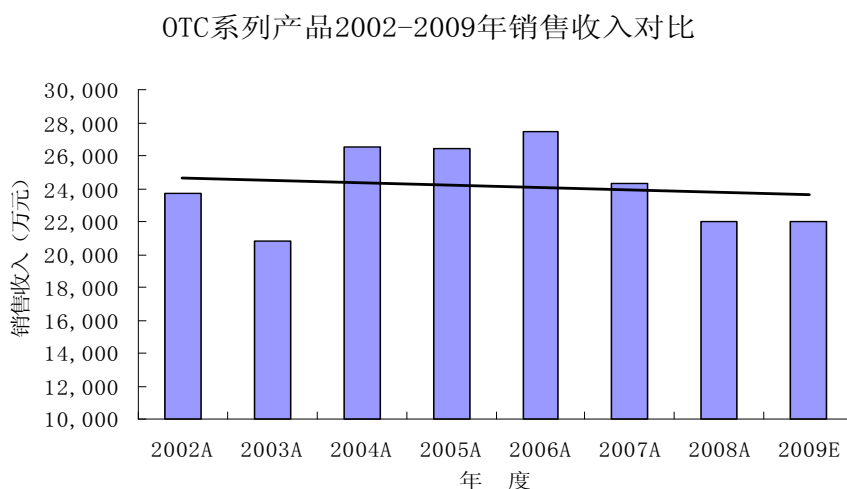
从 2000 年开始，OTC 占公司总体业务的比重就逐年下降，OTC 和处方药的比重从最初的 1: 0.75 缩小到 08 年的 1: 4，今年更有可能缩小到 1: 5 的比重，OTC 和处方药并驾齐驱的年代实际上早已经成为过去。

痛定思痛，公司 OTC 体系在痛苦中摸索了许多年，终于寻找到一条突围之道。

当前，公司正通过数字化、信息化的方式，寻求 OTC 营销模式的新突破，并进行着以深度分销为特点的，以终端掌控为目的的营销变革。

我们认为，如公司能够取得变革成功，不仅能够带领 OTC 体系走出困境，更有望开辟中国 OTC 领域的新篇章，其未来的增长潜力不可估量。

表 5：OTC 系列产品 2002-2009 年销售收入对比



资料来源：东海证券研究所

□ 苕草冻干粉新药证书和清开灵冻干粉复产进展超预期

公司的营销能力很强，但新产品储备一直是市场所重点关注的内容。

公司在新产品的储备方面主要通过几个渠道，一是自主研发，二是购买，三是总代理。

目前通过总代理方式，公司已拥有了洛铂和瑞通立等品种的独家销售权，近几年发展所需的品种将不会再缺少。

在新品种收购方面，公司也一直在做相应努力。

在新产品研发方面，近期可能上市的品种主要有两个，一个是复方苕草冻干粉针，它是心血管领域的中药新药，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。复方苕草冻干粉针已完成三期临床，正在等待新药证书和生产批文，目前，该项目已获得了国家重大专项立项。

另外一个产品是清开灵冻干粉针，它是我国唯一一个清开灵注射液的冻干粉针，作为中药抗感染的主力品种，其市场前景非常广阔。由于历史原因，目前该生产批文被暂时冻结，公司正积极申请重新生产。

从目前情况看，上述两个产品获批的各项工作都进展比较顺利，进度要明显好于我们的预期，这有望为公司 2010 年以后的发展提供新的拳头品种。

□ 上海鸿飞项目进展顺利

上海鸿飞项目是公司依托营销和肿瘤核心能力，进军大健康产业的一个尝试，主要业务是提供肿瘤的整体治疗方案。今年上海鸿飞项目的进展情况顺利，目前已经开始运作的医院有 2 家，每月的现金流入有 100 多万元，扣除管理费用和折旧等，全年净利润预计有 700 多万元。目前，除两家已正式运作的医院外，另有一家医院已签订合作协议，还有三家医院已签订意向性协议。

□ 盈利预测与估值

基于对公司整体经营情况的分析和判断，我们提高了公司 2010 和 2011 年的盈利预测，预测公司 2009-2011 年扣除非经常性损益后的收益分别为 0.55 元（扣除非经常性损益为 0.52 元）、0.75 元和 1.05 元，按 2010 年 30 倍的 PE 进行估值，提高公司未来六个月目标价位至 22.50 元，继续维持“买入”评级。

表 1: 益佰制药盈利预测简表

盈利预测及市场重要数据	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(万元)	100,632	115,394	128,165	171,296	222,117
增长率	34.8%	14.7%	11.1%	33.7%	29.7%
营业利润(万元)	7,029	11,672	14,402	20,761	29,125
增长率	-147.9%	66.1%	23.4%	44.2%	40.3%
净利润(万元)	9274	9813	12201	17650	24761
增长率	-166.7%	5.8%	24.3%	44.7%	40.3%
每股净资产(元)	2.83	2.46	2.88	3.48	4.32
每股收益(元)	0.51	0.42	0.52	0.75	1.05
市盈率(P/E)	37.3	17.8	33.3	23.0	16.4
市净率(P/B)	6.8	3.0	6.0	5.0	4.0
EV/EBITDA	24.2	10.3	23.7	18.3	14.0
息率(%)	0.8%	0.0%	0.6%	0.9%	1.2%

资料来源: 东海证券研究所

□ 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;二是公司新品种的跟进速度可能低于预期。

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, 拥有十多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、诚志股份等。

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。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

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