

益佰制药(600594)年报点评

——持续扩充肿瘤药产品线

谨慎推荐

维持评级

健康护理/化学制药

发布时间: 2010 年 4 月 2 日

投资要点:

- 2009 年, 公司实现销售收入 13.07 亿元, 同比增长 13.30%, 实现营业利润 1.35 亿元, 同比增长 15.79%, 实现利润总额 1.45 亿元, 同比增长 24.24%, 实现属于母公司的净利润 1.22 亿元, 同比增长 24.13%, 每股收益 0.52 元, 符合我们的预期;
- 公司处方药在 2009 年持续高增长, 实现销售收入 9.3 亿元, 增长 32%, 非处方药增长 12.5 到 2.4 亿元, 整体毛利率有所下降, 但是对销售费用的控制使得销售费用率下降到 50%;
- 2009 年公司的应收款项大幅增长 60%以上, 但是其中有一半来自于票据的增长, 整体风险较小, 预收款减少了 9000 万元, 2010 年非处方药的销售可能会承受一定的压力;
- 2009 年以来, 公司通过收购和合作等多种方式获得了抗肿瘤药的多个品种, 扩充了产品线, 而公司自己研发的心血管产品也进入审评阶段, 这些措施在一定程度上解决了公司产品线匮乏的问题;
- 维持公司 2010 年和 2011 年每股收益 0.71 和 0.94 元的业绩预测, 维持谨慎推荐的投资评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	130,740	13.30	12,181	24.13	0.52		42.22	
2010E	164,430	25.77	16,616	36.41	0.71		31	
2011E	202,722	23.29	22,024	32.55	0.94		23	
2012E								

走势图



市场数据

2010-4-1

收盘价:	21.87 元
52 周最高价:	23.64 元
52 周最低价:	10.23 元
平均持仓成本:	18.03 元

基本数据

2009Q4

总股本 (万股):	23,517
流通 A 股 (万股):	23,517
每股收益 (元):	0.52
每股净资产 (元):	2.98
每股经营现金流 (元):	0.44
市净率:	7.34

分析师: 宋晗

执业证书编号: S0550107120994

TEL: (8621)6336 7000-254

FAX: (8621)6337 3209

Email: songh@nescn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

2010年4月2日，益佰制药公布了2009年年度报告，2009年公司实现销售收入13.07亿元，同比增长13.30%，实现营业利润1.35亿元，同比增长15.79%，实现利润总额1.45亿元，同比增长24.24%，实现属于母公司的净利润1.22亿元，同比增长24.13%，每股收益0.52元，符合我们的预期。

1、初步实现了对销售费用的控制

处方药依然是公司销售的重点，2009年实现销售收入9.3亿元，同口径对比增长32%，毛利率下降了3.54个百分点，公司在抗肿瘤和抗心血管中药注射液上依然保持了竞争力。OTC产品恢复性增长，全年实现销售收入2.4亿元，同比增长12.5%，毛利率提高3个百分点到61%。

在其他方面，公司医疗领域实现销售收入9397万元，同比增长45%，另外公司在卫生用品和机械制品销售上获得了4000万元的销售收入。

由于高毛利率的处方药在销售中的占比下降，所以公司的整体毛利率同比下降了3.4个百分点，但是公司的销售费用率同样下降了3.7个百分点，除了有结构性的原因以外，财务销售费用有实质性的下降，我们测算处方药和OTC业务的销售费用率分别都下降了超过2个百分点。

由于2009年利率下调，公司的财务费用下降了1400万元，而公司剥离上海佰加壹药业形成的投资损失，对佰加壹形成的其他应收款的减值等共形成了2000万元的损失。

抵消各个增减项，公司2009年业绩的实际增长在25%左右，和表现的增长速度基本相同。

2、应收款项大幅增长

公司应收票据、应收账款、预付账款和其他应收款共计超过5亿元，比2008年大幅增长了60%，这还是在剥离了佰加壹药业的情况下，应收款的大幅增长对公司的资产质量有一定的负面影响。

公司预收款比2008年底下降了9000万元，预收款的下降可能会对公司2010年销售收入，尤其是OTC产品的销售收入的增长产生一定的影响。

公司其他资产和负债项目变动不大，总体开公司的资产质量还处于健康

的状态。

由于应收款的增加和应付款的减少，公司 2009 年的经营性现金流下降到 1 亿元，比 2008 年的 1.9 亿元大幅减少。不过公司应收款中应收票据占据了 50% 的比重，整体应收款的质量还能够保证。

3、通过收购扩充公司的产品线

2009 年是公司变革的一年，公司剥离了上海佰加壹制药，原有大股东之一也推出了管理层，公司也重新聚焦目光于主业，通过收购和合作获得了多个新品种的销售权，成功的扩充了产品线。

公司在 2009 年和东阿阿胶签订协议，获得东阿阿胶 3 个生物品种的销售代理权。通过收购海南长安国际销售公司的股权获得了抗肿瘤药络铂的销售权，近期又收购了云南南诏药业，获得了肿瘤镇痛药物科博肽。公司的抗肿瘤线得到了极大的扩充。

心血管线中，公司的复方荭草注射液已经进入了审评阶段，如果能在 2010 年获得批准，将会增加公司心血管药物的品种。

随着公司产品线的扩充，公司建立的庞大的营销网络就有了新鲜血液注入，因此预计公司 2010 年的销售费用率将会有一定程度的下降，一方面是公司会继续对销售费用进行控制，另外销售收入的增加也会摊薄销售费用。

维持公司 2010 和 2011 年每股收益 0.71 元和 0.94 元的盈利预测，维持对公司谨慎推荐的投资评级。

报表预测					
利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	1006.32	1153.94	1307.40	1644.30	2027.22
减：营业成本	257.79	280.58	362.16	467.15	564.78
营业税金及附加	11.87	14.25	16.10	20.25	24.96
营业费用	528.38	601.98	633.78	785.98	962.93
管理费用	98.21	104.96	119.10	151.28	182.45
财务费用	29.45	29.90	15.96	17.68	25.58
资产减值损失	4.22	-0.55	11.07	2.00	1.50
加：投资收益	-6.11	-6.11	-14.10	-3.50	-3.50
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

营业利润	70.29	116.72	135.14	196.48	261.51
加: 其他非经营损益	39.19	-0.14	9.70	4.00	4.00
利润总额	109.48	116.58	144.84	200.48	265.51
减: 所得税	15.28	18.47	21.28	32.64	43.04
净利润	94.19	98.11	123.56	167.84	222.47
减: 少数股东损益	1.45	-0.02	1.75	1.68	2.22
归属母公司股东净利润	92.74	98.13	121.81	166.16	220.24
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
货币资金	70.41	84.65	85.69	246.65	304.08
应收和预付款项	358.41	307.32	514.14	497.88	541.81
存货	128.83	129.63	99.79	103.31	122.60
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	-3.50	-7.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	333.65	374.35	273.35	298.94	312.04
无形资产和开发支出	126.22	155.59	130.39	130.39	130.39
其他非流动资产	51.77	84.35	68.76	44.33	19.90
资产总计	1069.28	1135.88	1172.11	1317.99	1423.82
短期借款	246.53	235.75	230.20	263.73	180.97
应付和预收款项	227.68	281.91	200.70	178.45	188.61
长期借款	20.00	0.00	30.00	30.00	30.00
其他负债	45.04	20.06	0.26	0.26	0.26
负债合计	539.25	537.72	461.16	472.44	399.84
股本	180.90	235.17	235.17	235.17	235.17
资本公积	141.89	84.25	84.25	84.25	84.25
留存收益	188.96	259.95	381.76	514.69	690.88
归属母公司股东权益	511.75	579.37	701.18	834.11	1010.31
少数股东权益	18.29	18.78	9.77	11.45	13.67
股东权益合计	530.04	598.16	710.95	845.56	1023.98
负债和股东权益合计	1069.28	1135.88	1172.11	1317.99	1423.82
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
经营性现金净流量	41.39	219.16	119.85	198.41	208.22
投资性现金净流量	63.44	-62.37	-2.53	-26.64	-16.64
筹资性现金净流量	-69.83	-106.17	35.93	-10.81	-134.14
现金流量净额	35.00	50.62	153.24	160.96	57.44

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。