

中药 II

益佰制药 (600594. SH) / 17.38 元

精耕优势品种，多元化发展迎来业绩全面开花

事项

近期我们组织了联合调研，与公司管理层进行了交流，对公司的产品、销售和未来发展进行较深入的了解和探讨。

主要观点

1、抗肿瘤中药国内领先，主打产品增幅强劲。抗肿瘤药物是公司拳头产品中的重中之重。主打产品中的艾迪注射液和复方斑蝥胶囊具有直接杀灭癌细胞作用，属广谱抗肿瘤药物。其中艾迪 2000 年被确定为中药二级保护品种，2004 年入选国家基本医疗目录，并作为典型抗肿瘤药物已被写入医学教科书中。07 年至 09 年艾迪单药销售收入从 4 亿元增长到 6.2 亿元，复合增长率达 24.5%。公司另一个抗肿瘤主打药物复方斑蝥胶囊具有很好的肿瘤靶向分布特性和阻断癌细胞 DNA 复制的功能，与艾迪同属公司优质优价产品，并一起被纳入 09 年医保目录中。近两年复方斑蝥胶囊市场销售增长呈加速趋势，08、09 两年同比增幅都超过 30%，09 年更是达到 40% 以上。受益于肿瘤药品市场扩大和产品独特的疗效，公司的肿瘤药物未来销售仍可维持较高幅度的增长。

2、代理药物洛铂将为公司带来可观收益。公司 09 年 8 月获得海南长安国际制药有限公司产品洛铂十年期的总代理权。洛铂为第三代铂类抗肿瘤药物，属化学一类新药，疗效确切广谱，无交叉耐药性和明显肾毒性。单药对小细胞肺癌和乳腺癌初治有效率达 42.6% 和 53.6%，对慢性粒细胞白血病总有效率为 92.5%，完全缓解率达 62.5%，在选药上对二代铂类药物（顺铂、卡铂等）和常规的白消安、羟基脲等有替代作用。与另一种第三代铂类药物奥沙利铂相比，洛铂在可分散性、耐药性、细胞抑制效果和副作用方面均有更好的表现。该药已在 25 个省医保药物招标中中标。公司今年配备了 150 人左右的专门销售团队，采取学术营销为主的策略进行市场推广。预计今年销售有望突破亿元，未来 3-5 年可望达到 5 亿元销售额。

3、心脑血管药物已渐成体系。心脑血管药物是公司另一方面优势，主打产品银杏达莫（杏丁）注射液具有多重药理功能且起效迅速。目前以银杏叶提取液制成针剂国内外只有很少的厂家可以生产，同类产品竞争小。受中药注射剂事件影响，08 年销售增幅下滑至 9%，但去年该药品销售回升至 2.7 亿，同比增幅达到 19%，并有望继续保持两位数的增长。后续产品复方荛蕈粉针属于对缺血再灌注损伤有多层次和多靶点作用的药物，对心肌梗死后的心脏和脑组织具有保护和功能恢复的效果。08 年已完成临床试验，现正在申请国家二类新药地道植物药，未来将与杏丁、羚丹心舒、道脉通等产品构成产品系列。

研究员：高利

联系人：范少忠 廖万国

Tel: 0755-82027735

Email: fanshaozhong@hczq.com

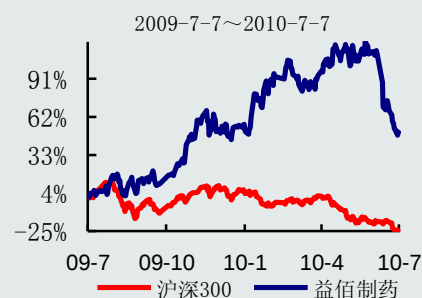
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	23517
流通 A 股/B 股(万股)	23517/0
资产负债率(%)	44.55
每股净资产(元)	2.98
市盈率(倍)	33.56
市净率(倍)	5.83
12 个月内最高/最低价	26.38/11.07

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

4、管理精细化将使营销能力锦上添花。公司营销能力为业内认同，拥有洛铂、东阿阿胶生物制品等多个产品的代理权。今年公司进一步加强精细化管理，由过去的药品分类营销改为分类与分线营销并用，在原有的 109 个营销网点基础上，成立了 5 个营销公司，分别定位于高端医院处方药、OTC 药、洛铂和科博肽专药、男科用药以及民族药的市场营销。主打的处方药采用分线营销，洛铂和科博肽走学术营销路线。新的营销管理架构和策略，将有助于公司进行专业化的精细管理，强化公司产品技术优势向市场优势的对接转化，其效益在后期将逐步体现。公司现已建立起逾 2300 的销售团队，主打产品已覆盖了全国 95% 的二甲以上医院，其中三甲医院覆盖率在 80% 左右。今年有望创出 5 个产品销售过亿的营销业绩。

5、公司产品结构层次合理，综合优势明显。公司产品主要集中在肿瘤、心脑血管药物及镇咳化痰类药物，同时在儿科类、男科与妇科类、风湿类、医疗器械类等均有涉足，产品横跨处方药和 OTC 药两个大类并且创下了处方药和 OTC 药销售双过亿的业绩。公司主要产品品系内契合度好，基本形成了主治药物和辅助药物、不同剂型、不同规格、不同偏重的配置。同时在产品链上也有很强的后备，在研产品有 54 个，其中自研品种 21 个，包含 OTC 药 20 个和处方药 34 个，有个 7 品种进入临床研究。在研产品中 VEGI（血管内皮细胞生长抑制因子）、小纤维酶是公司购买美国新的药物专利技术，目前已完成临床前研究，对其独特功效学术界和市场有很高的预期，未来有望成为一线产品，值得高度关注。

6、公司品牌优势突出，多个产品入选医保目录。公司“克刻”商标为中国 500 最具价值品牌，08 年品牌估值为 11.12 亿元人民币。凭借公司品牌和产品质量上的优势，公司已有 22 个产品和剂型入选国家医保目录，其中包括了甲类 9 个，乙类 13 个，其中艾迪注射液、克咳胶囊、清开灵冻干粉针和前列腺闭通颗粒为医保独家产品，艾迪注射液在新版目录中的适用范围从原来仅限于肺癌和肝癌用药扩大为中晚期癌症用药，未来销量增长还将继续维持。

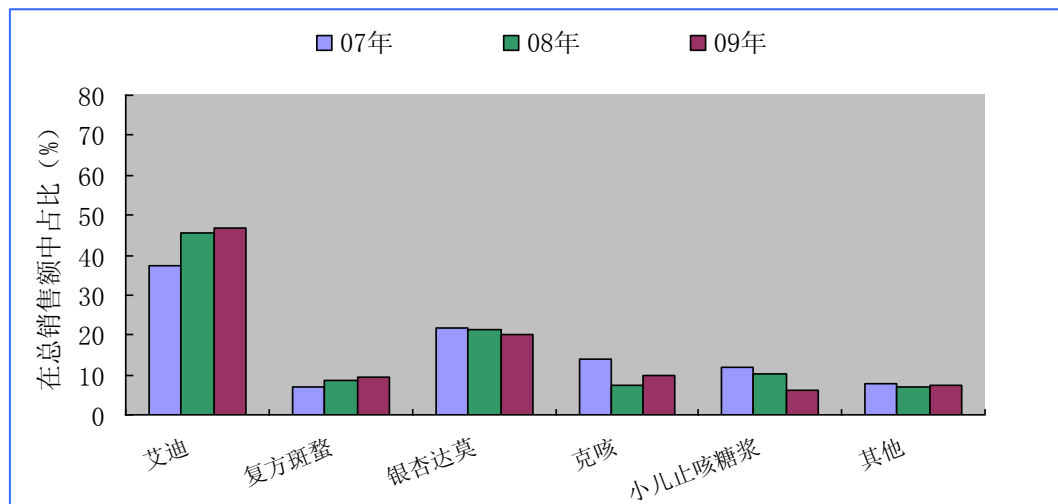
7、新的价格管理办法和反医药商业贿赂政策对公司影响有限。质量与价格是公司产品的“硬道理”。新的《药品价格管理办法》将对价格虚高的药品进行限制。公司主打产品均有高技术含量支撑，疗效和工艺水准领先于行业，价格在领域药品中处于中上水平，06 年发改委对公司主要产品价格已进行过核定，以后价格一直保持稳定。公司产品一直重视学术营销开拓医院市场，用技术优势打开和占领市场。凭借过硬的质量，主打产品全部进入医保目录，并且在 OTC 零售市场也有很强的市场营销能力。我们认为，卫生部新下发的医药行业反商业贿赂的通知将短期对医药全行业将产生不利影响，但长期来看，净化后的市场更有利于企业产品品质的竞争，反而有利于公司未来充分发挥自有优势，在医疗系统和零售柜台两个市场赢得更大份额。

8、投资建议：推荐

我们认为，公司目前管理层稳定，公司经营战略清晰，产品线不断丰富，未来存在快速增长的可能，并且还多个潜在利润爆发增长点，有望在未来产生超预期业绩。因此，我们看好公司的长期成长。

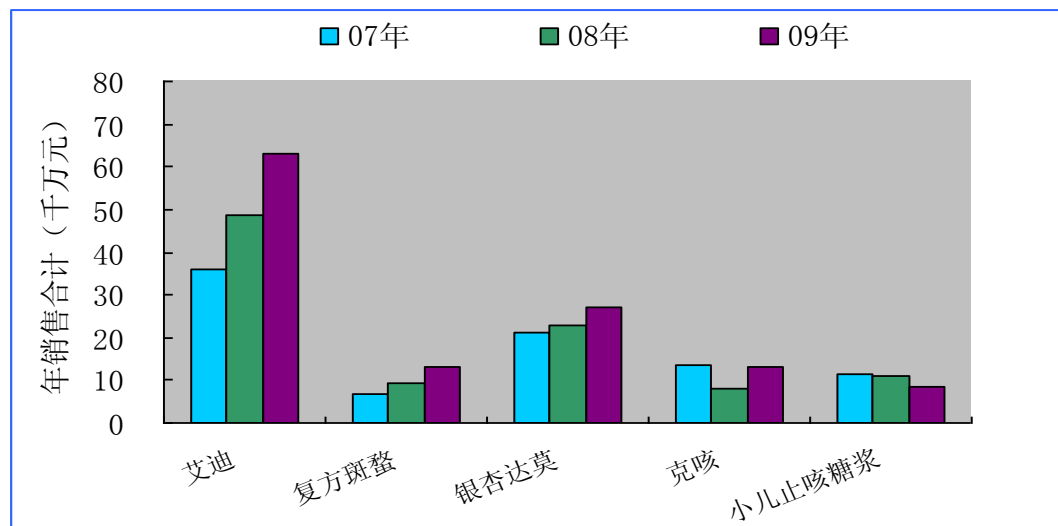
预测 10 年、11 年、12 年的 EPS 为 0.74、0.96 和 1.25 元，按 10 年 7 月 6 日收盘价，对应 PE 为 23.4 倍、18.0 倍和 13.8 倍，目前估值具有明显的投资价值，首次给予推荐评级。

图表1 最近三年公司产品年销售收入结构



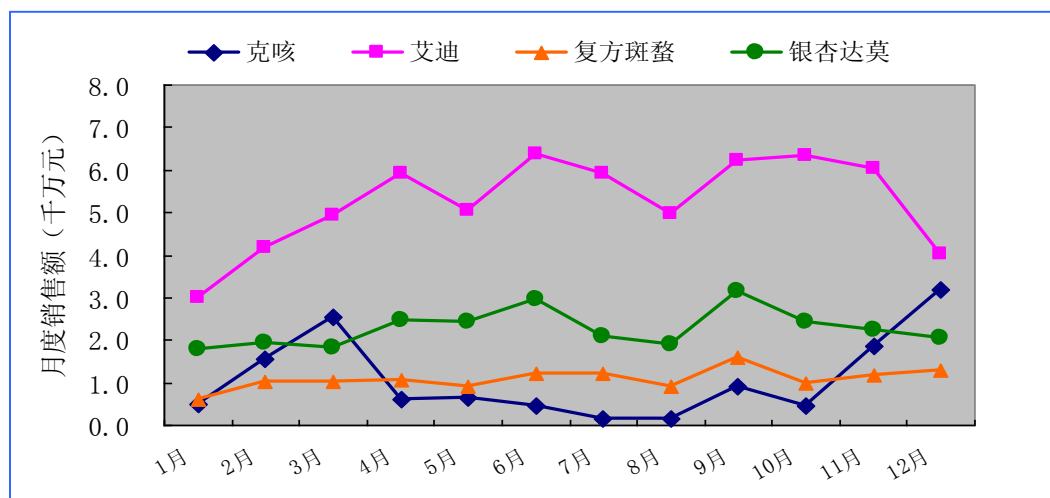
资料来源：华创证券

图表2 最近三年公司主打产品年销售额情况



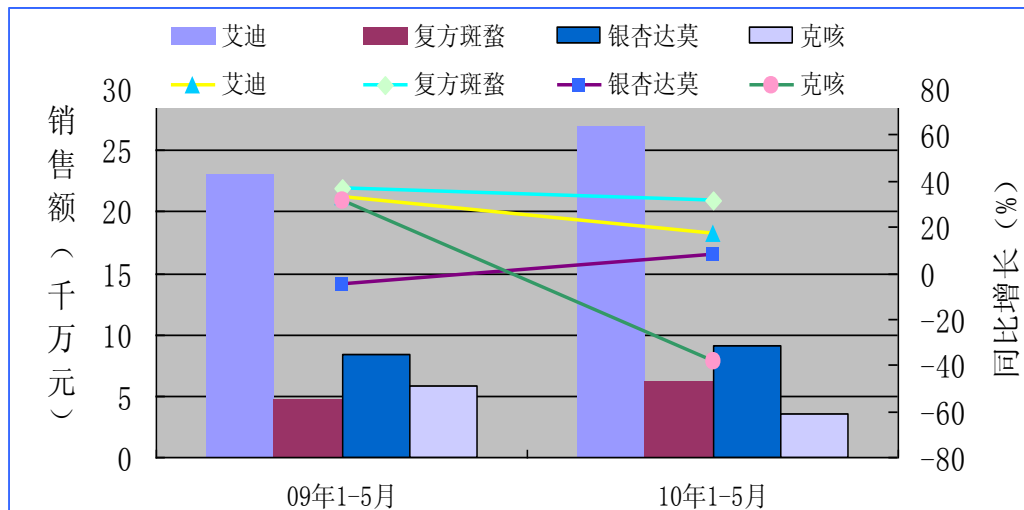
资料来源：华创证券

图表3 2009年公司主打产品月度销售情况



资料来源：华创证券

图表4 2009年和2010年1-5月公司主打产品销售及增幅比较



资料来源：华创证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	803	948	1131	1343
现金	189	418	594	791
应收账款	113	98	104	105
其它应收款	97	57	65	73
预付账款	59	67	54	60
存货	100	119	116	112
其他	246	189	198	203
非流动资产	479	470	464	454
长期投资	0	0	0	0
固定资产	249	224	198	172
无形资产	105	90	69	46
其他	126	156	197	237
资产总计	1282	1418	1595	1797
流动负债	541	523	497	419
短期借款	230	237	234	234
应付账款	65	56	57	59
其他	246	230	206	126
非流动负债	30	33	38	51
长期借款	30	33	38	50
其他	0	0	0	0
负债合计	571	557	535	469
少数股东权益	10	11	12	13
股本	235	235	235	235
资本公积	84	84	84	84
留存收益	382	532	729	995
归属母公司股东权益	701	851	1048	1315
负债和股东权益	1282	1418	1595	1797

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	104	221	222	218
净利润	124	174	226	295
折旧摊销	40	37	38	38
财务费用	16	9	6	3
投资损失	14	9	10	11
其它	-10	19	-40	-105
营运资金变动	1	-28	-18	-25
投资活动现金流	-3	9	-5	-1
资本支出	45	0	-0	0
长期投资	-43	0	0	0
其他	-1	9	-6	-1
筹资活动现金流	36	-0	-40	-20

利润表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1307	1660	2103	2645
营业成本	362	484	606	747
营业税金及附加	16	20	26	33
营业费用	634	805	1022	1298
管理费用	119	150	191	240
财务费用	16	9	6	3
资产减值损失	11	5	5	7
公允价值变动收益	0	10	20	30
投资净收益	-14	-9	-10	-11
营业利润	135	188	258	335
营业外收入	10	20	12	14
营业外支出	0	4	4	3
利润总额	145	205	266	346
所得税	21	30	40	52
净利润	124	174	226	295
少数股东损益	2	1	1	1
归属母公司净利润	122	173	225	293
EBITDA	191	235	302	376
EPS (元)	0.52	0.74	0.96	1.25

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	13.3%	27.0%	26.7%	25.8%
营业利润	15.8%	39.5%	36.7%	29.9%
归属于母公司净利润	24.1%	42.3%	29.9%	30.4%
获利能力				
毛利率	72.3%	70.9%	71.2%	71.7%
净利率	9.3%	10.4%	10.7%	11.1%
ROE	17.4%	20.4%	21.5%	22.3%
ROIC	16.1%	22.6%	29.4%	34.7%
偿债能力				
资产负债率	44.6%	39.2%	33.5%	26.1%
净负债比率	45.55%	52.55%	53.49%	63.12%
流动比率	1.48	1.81	2.28	3.21
速动比率	1.30	1.58	2.04	2.94
营运能力				
总资产周转率	1.05	1.23	1.40	1.56
应收账款周转率	12	16	20	25
应付账款周转率	6.37	8.01	10.77	12.93
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.52	0.74	0.96	1.25

短期借款	-6	7	-3	-0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	0.94	0.94	0.93
长期借款	30	3	4	13	每股净资产(最新摊薄)	2.98	3.62	4.46	5.59
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增									
加	0	0	0	0	P/E	33.32	23.42	18.03	13.83
其他	11	-11	-42	-32	P/B	5.79	4.77	3.87	3.09
现金净增加额	137	229	176	197	EV/EBITDA	22	18	14	11

资料来源：公司报表、华创证券

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址: 北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801