

中药III

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

参与人: 余方升

S0960110030152

0755-82026844

yufangsheng@cjis.cn

6-12个月目标价: 27.90元

当前股价: 21.50元

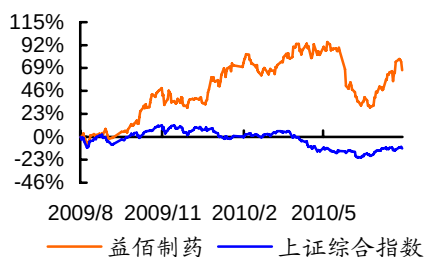
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2639.37
总股本(百万)	235
流通股本(百万)	235
流通市值(亿)	51
EPS (TTM)	0.56
每股净资产(元)	3.02
资产负债率	44.6%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
益佰制药	19.71	-8.04	-3.66
上证综合指数	4.49	3.38	-12.12



相关报告

《益佰制药-产品梯队日益丰富,未来将保持良好增长势头》2010-4-28

《益佰制药-业绩稳定增长,新药和代理产品提供超预期可能》2010-4-2

《益佰制药-收购抗肿瘤镇痛药科博肽,发展后劲日益充足》2010-2-7

益佰制药

600594

强烈推荐

处方药整体增速平稳, OTC 业务未来有望改善

公司上半年实现归属于母公司净利润约 7932 万, 对应 EPS0.34 元, 同比增长 58.34%。公司拟每 10 股派红利 0.30 元, 并送 2 股, 转增 3 股。

投资要点:

- **中期净利润增速较快, 经营性现金流明显改善。**1-6 月公司实现营业收入约 63070 万, 同比增长 7.44%。归属于母公司净利润约 7932 万, 同比增长 58.34%。如果不考虑去年转让佰加壹损失, 归属于母公司净利润同比增长约 24%。经营现金流达到 7308 万, 较去年有很大改善;
- **处方药业务整体增速平稳。**处方药前 6 月实现销售收入约 48205 万, 同比增长 13.58%。其中, 艾迪含税销售额约 32600 万, 同比增长约 18%。杏丁含税销售收入约 11300 万, 有所调整, 预计今后会逐渐恢复。康赛迪含税销售额约 7300 万, 同比增长 26% 多, 未来可望保持较快增速。代理业务含税有 4000 多万, 增长势头很快;
- **OTC 业务预计 3 季度开始有所改善。**上半年 OTC 实现销售收入约 8009 万, 同比减少 25.37%, 下半年状况有望逐渐好转;
- **转让贵州黔德, 聚焦医药主业。**公司近日将贵州黔德全部股权转让给和信金成和龙岗煤矿, 转让价款约 11302 万, 原来投资成本基本收回。未来公司将继续加强医药主业发展;
- **收购业务将逐渐贡献收益。**民族药业的金骨莲胶囊、心胃止痛胶囊等以及南诏药业的科博肽均具有较大市场拓展空间, 成长前景可期;
- **新品有望逐渐获批。**复方苕草注射剂和民族药业的米槁心乐滴丸处于审评阶段, 清开灵粉针将来有望恢复生产;
- **维持强烈推荐评级。**暂不考虑复方苕草注射剂等新品上市, 我们预计公司 10-12 年 EPS 分别为 0.72、0.94 和 1.26 元, 维持强烈推荐评级。

风险提示:

- 行业药品价格调控政策和反商业贿赂可能有所影响。

主要财务指标

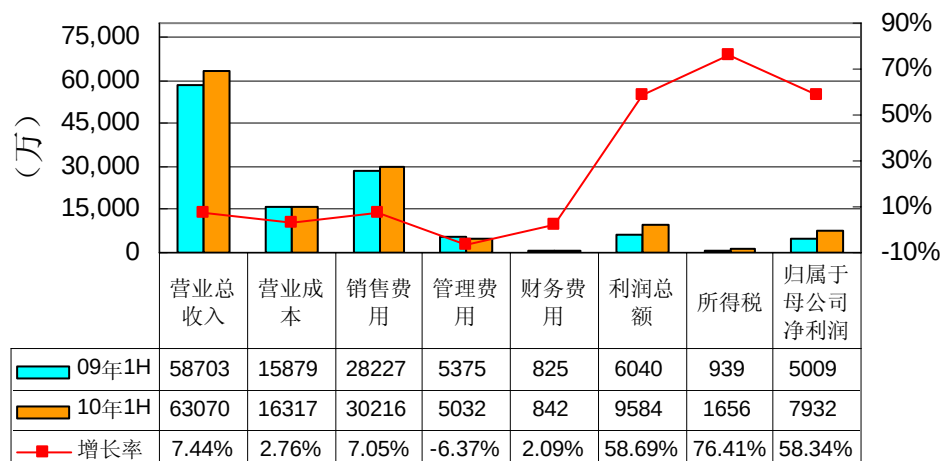
单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1307	1517	1828	2216
同比(%)	13%	16%	20%	21%
归属母公司净利润(百万元)	122	170	222	296
同比(%)	24%	40%	30%	34%
毛利率(%)	72.3%	72.7%	73.4%	75.9%
ROE(%)	17.4%	20.1%	21.4%	22.9%
每股收益(元)	0.52	0.72	0.94	1.26
P/E	40.56	29.06	22.30	16.69
P/B	7.05	5.83	4.77	3.83
EV/EBITDA	26	21	17	13

资料来源: 中投证券研究所

一、主要财务数据的解读

益佰制药 10 年上半年实现营业收入约 63070 万，同比增长 7.44%。归属于母公司净利润约 7932 万，同比增长 58.34%，对应 EPS0.34 元。

图 1：益佰制药 10 年上半年主要盈利性指标变化情况



数据来源：公司 10 年半年报 中投证券研究所

从分项指标来看：

公司上半年营业收入同比增长 7.44%，营业成本增长较少和管理费用下降是利润总额和净利润增速较快的主要原因；

销售费用增长基本同步于营收，财务费用同比略有增长；

所得税同比大幅增长 76.41% 主要系利润总额快速增长所致；

除了表中所列数据外，益佰制药 10 年上半年经营现金流量净额同比增长 334.96%，主要系本期销售增长，同时资金回笼加快所致；

投资现金流因上年同期收到转让上海佰加壹股权款而同比减少 94.46%，

从季度数据来看，10 年 2 季度实现归属于母公司净利润达到两年来新高，营业费用率环比有明显下降，毛利率提升了约 2%。

表 1: 益佰制药季度盈利性数据 (单位: 万)

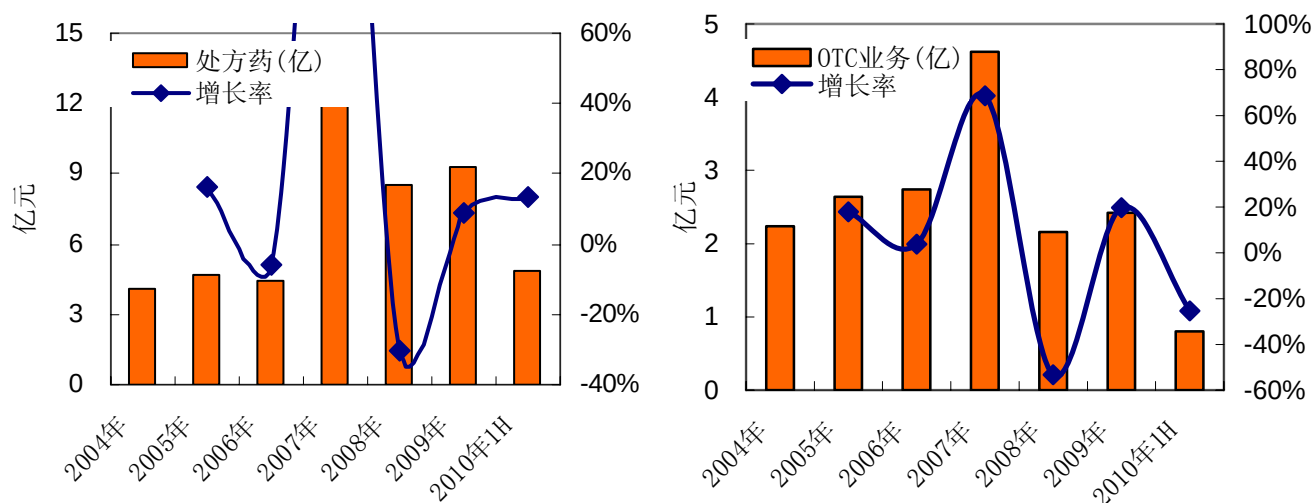
财务指标	09 年 1Q	09 年 2Q	093Q	094Q	10 年 1Q	10 年 2Q	102Q 环比
营业收入	27304	31399	32913	39124	28298	34772	22.88%
营业成本	7421	8458	9289	11048	7684	8633	12.35%
营业费用	13772	14455	15775	19376	14735	15481	5.06%
管理费用	2832	2543	3266	3269	2090	2943	40.82%
财务费用	409	416	385	386	377	465	23.30%
营业利润	1171	4188	3736	4419	3013	6368	111.38%
投资收益	(1353)	(73)	(73)	89	(73)	(73)	-0.01%
利润总额	1822	4218	3726	4718	3059	6525	113.30%
所得税	292	647	468	721	480	1175	144.70%
归属于母公司净利润	1529	3571	3258	3823	2556	5376	110.33%
EPS	0.06	0.15	0.14	0.17	0.11	0.23	110.33%
毛利率	72.82%	73.06%	71.78%	71.76%	72.85%	75.17%	2.33%
营业费用率	50.44%	46.04%	47.93%	49.52%	52.07%	44.52%	-7.55%
管理费用率	10.37%	8.10%	9.92%	8.35%	7.38%	8.46%	1.08%
实际所得税率	16.03%	15.33%	12.55%	15.28%	15.70%	18.01%	2.31%

资料来源: 益佰制药历年报表 中投证券研究所

二、核心业务增长状况

作为主营业务, 医药 10 年上半年实现销售收入约 62057 万, 同比增长 6.08%, 毛利率提升 2.01% 至 75.11%。机械业务占比很小, 只有 1014 万, 同比增长 394.54%。

图 2: 益佰制药历年主要业务的增长情况



资料来源: 公司历年报表 中投证券研究所 其中处方药 07 年增长 177.5%

具体来看：

处方药 10 年上半年通过加强市场拓展，整体实现了较稳增长。前 6 月实现销售收入约 48205 万，同比增长 13.58%。其中，艾迪含税销售额约 32600 万，同比增长约 18%。杏丁含税销售收入约 11300 万，有所调整，预计今后会逐渐恢复。康赛迪含税销售额约 7300 万，同比增长 26% 多，未来可望保持较快增速。代理业务含税有 4000 多万，增长势头很快；

OTC 业务前 6 月出现一定调整，预计未来将逐渐改善。上半年 OTC 实现销售收入约 8009 万，同比减少 25.37%，下半年状况有望逐渐好转；

此外，公司近日将贵州黔德全部股权转让给和信金成和龙岗煤矿，转让价款约 11302 万，原来投资成本基本收回。未来公司将继续加强医药主业发展；

三、前景预期和盈利预测

综合来看，公司的处方药业务预计未来能保持平稳增长；OTC 业务有所调整，下半年有望逐渐恢复增长。同时，复方苈草注射剂、米槁心乐滴丸等未来有望获批的新药，以及收购的科博肽、金骨莲胶囊等市场前景较好的新品种，将进一步充实公司的发展后劲。

暂不考虑苈草注射剂等新品上市，我们预计公司 10-12 年 EPS 分别为 0.72、0.94 和 1.26 元。目前估值不高，维持强烈推荐的投资评级。

表 2：益佰制药主营业务预测（单位：万）

产品分类	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	130740	151712	182797	221579
毛利率	72.3%	72.7%	73.4%	75.9%
OTC	24239	24886	26706	28664
毛利率	61.33%	61.00%	61.00%	61.00%
KEKE 系列	18832	19209	20746	22405
处方药	93117	98589	121745	150566
毛利率	81.0%	81.0%	81.0%	81.0%
其中：艾迪	52204	63689	79611	99513
杏丁	20547	21575	24811	28533
康赛迪	10250	13325	17323	22519

数据来源：公司 09 年报 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	803	964	1218	1527	营业收入	1307	1517	1828	2216
现金	189	254	368	521	营业成本	362	415	486	535
应收账款	113	131	158	191	营业税金及附加	16	19	23	27
其它应收款	97	113	136	164	营业费用	634	722	868	1081
预付账款	59	67	79	87	管理费用	119	138	167	202
存货	100	114	134	147	财务费用	16	17	16	15
其他	246	285	343	416	资产减值损失	11	11	11	11
非流动资产	479	506	487	478	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-14	0	0	0
固定资产	249	235	215	190	营业利润	135	196	257	344
无形资产	105	119	117	111	营业外收入	10	10	10	10
其他	126	151	156	177	营业外支出	0	4	4	3
资产总计	1282	1470	1705	2005	利润总额	145	202	263	352
流动负债	541	566	591	616	所得税	21	30	39	52
短期借款	230	237	234	234	净利润	124	172	225	300
应付账款	65	74	87	96	少数股东损益	2	2	3	4
其他	246	255	269	286	归属母公司净利润	122	170	222	296
非流动负债	30	44	62	80	EBITDA	191	238	300	386
长期借款	30	43	62	79	EPS (元)	0.52	0.72	0.94	1.26
其他	0	0	0	0					
负债合计	571	610	653	696	主要财务比率				
少数股东权益	10	12	15	20	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	235	235	235	235	成长能力				
资本公积	84	84	84	84	营业收入	13.3%	16.0%	20.5%	21.2%
留存收益	382	528	717	970	营业利润	15.8%	44.8%	31.3%	34.0%
归属母公司股东权益	701	848	1036	1290	归属于母公司净利润	24.1%	39.6%	30.3%	33.6%
负债和股东权益	1282	1470	1705	2005	获利能力				
					毛利率	72.3%	72.7%	73.4%	75.9%
					净利率	9.3%	11.2%	12.1%	13.4%
					ROE	17.4%	20.1%	21.4%	22.9%
					ROIC	16.1%	19.7%	22.5%	26.1%
					偿债能力				
					资产负债率	44.6%	41.5%	38.3%	34.7%
					净负债比率	45.55	46.04%	45.42	45.03%
					流动比率	1.48	1.70	2.06	2.48
					速动比率	1.30	1.50	1.83	2.24
					营运能力				
					总资产周转率	1.05	1.10	1.15	1.19
					应收账款周转率	11	12	12	12
					应付账款周转率	6.37	5.96	6.03	5.85
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.52	0.72	0.94	1.26
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	0.40	0.62	0.80
					每股净资产(最新摊薄)	2.98	3.60	4.41	5.48
					估值比率				
					P/E	40.56	29.06	22.30	16.69
					P/B	7.05	5.83	4.77	3.83
					EV/EBITDA	26	21	17	13

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

周锐, 中投证券研究所医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 8 年证券行业从业经验, 2006 年、2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖” 医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名;

余方升, 医药行业研究助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 负责中药行业研究;

余文心, 医药行业研究助理, 北京大学药学、经济学双学士, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药及医药政策研究;

江琦, 医药行业研究助理, 上海交大生物工程学士, 经济学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药行业研究。

管猛, 医药品牌销售经理, 复旦大学硕士, 2009 年加入中投证券研究所。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434