

益佰制药（600594）

——增长低于预期

基本数据	2010-08-24
收盘价（元）	20.95
市盈率	48.19
市净率	6.5084
每股净资产（元）	3.2189
资产负债率%	45.00%
总股本（亿股）	2.3517
流通A股（亿股）	2.3517
流通A股市值（亿元）	49.3618

一年内股价走势：



研究员：李权兵

电话：020-37865072

EMAIL: liqb@wlzq.com.cn

报告日期：2010-8-24

事件：益佰制药公布半年报，实现营业收入63070万元，同比增长7.44%，归属于公司普通股股东的净利润7931万元，同比增长58.34%，扣除非经常性损益后归属于公司普通股股东的净利润为7779万元，同比增长36.20%。

点评：

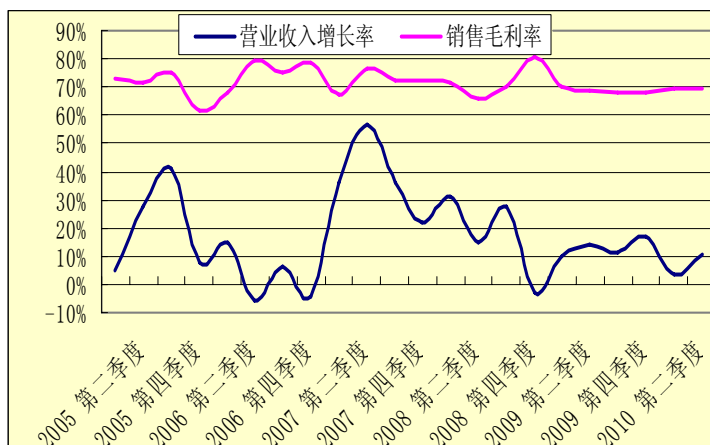
- 公司上半年的销售增长低于预期，毛利率小幅上升，其中处方药销售增长13.58%，OTC药销售下滑27.64%。几个主要处方药中，艾迪注射液增长约15%，复方斑蝥胶囊增长约27%，而银杏达莫注射液与去年基本持平。在去年实现高速增长后，今年的增长略显乏力。
- OTC市场大幅下滑，主要是是OTC市场的竞争激烈，而公司产品相对老化。公司正在加强营销希望能够止住下滑势头。但我们认为在目前的市场情况下，提高销售一要看产品，二要看投入，如何解决目前的困境是考验公司管理层的一道难题。
- 今年以来公司加强了资本运作，先后收购了云南南诏药业有限公司100%的股权和贵州民族药业股份有限公司100%的股权，通过股权收购获得了一些有发展潜力的新药资源，为公司的后续发展奠定基础。
- 公司昨日公告出售贵州黔德投资股份有限公司100%股权，股权出售标志着公司将退出煤炭领域，主业更加集中于医药行业。自管理层变更以后公司一直在清理以前过度多元化所留下的非医药资产。
- 被公司和投资者寄予厚望的新产品复方荛蕈冻干粉、注射用清开灵冻干粉针等审批进展缓慢，但这些产品市场前景看好，配合公司的营销能力，上市后应该有不错的表现。
- 鉴于公司上半年的销售低于预期，我们调低对公司的盈利预测，预计10、11年EPS分别为0.56、0.68，对应11年的PE约为30倍，目前的股价基本合理，考虑到国家在医药政策方面的不确定性，给予“观望评级”。

一、收入增长低于预期

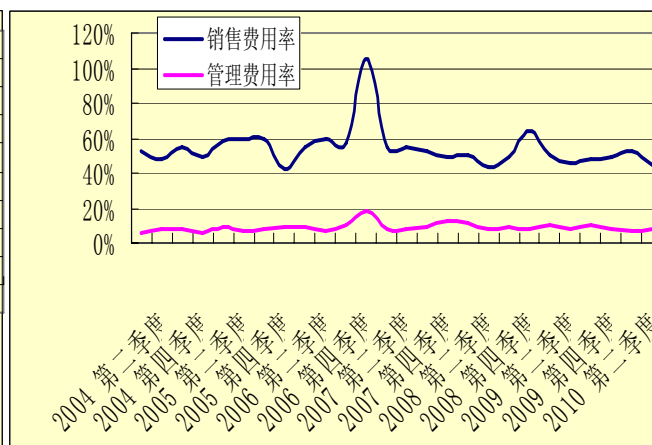
公司上半年的销售增长低于预期，毛利率小幅上升，其中处方药销售增长13.58%，OTC药销售下滑27.64%。几个主要处方药中，艾迪注射液增长约15%，复方斑蝥胶囊增长约27%，而银杏达莫注射液与去年基本持平。在去年实现高速增长后，今年的增长略显乏力。

OTC市场大幅下滑，主要是OTC市场的竞争激烈，而公司产品相对老化。公司正在加强营销希望能够止住下滑势头。但我们认为在目前的市场情况下，提高销售一要看产品，二要看投入，如何解决目前的困境是考验公司管理层的一道难题。

图一、益佰制药销售收入增长率及毛利率

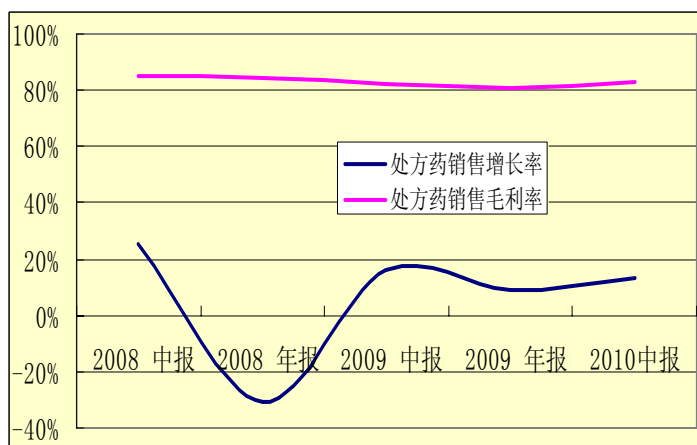


图二、益佰制药销售及管理费用率

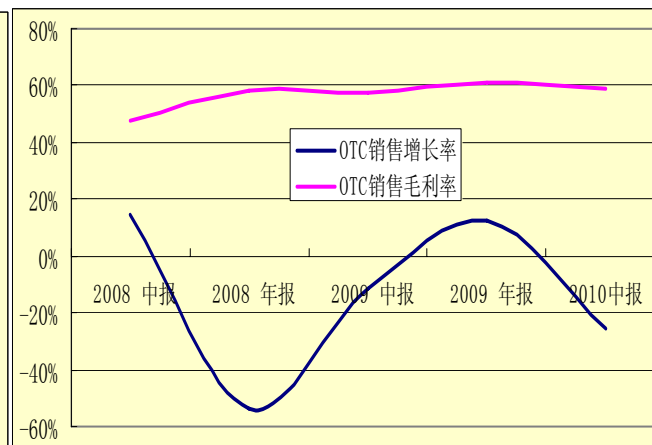


注：去年受出售子公司的影响，统计口径不一样，09年实际销售增长率高于图中显示。

图三、益佰制药处方药销售增长率及毛利率



图四、益佰制药OTC产品销售增长率及毛利率



二、聚焦医药，外延扩张

公司昨日公告出售贵州黔德投资股份有限公司100%股权，股权出售标志着公司将退出煤炭领域，主业更加集中于医药行业。自管理层变更以后公司一直在清理以前过度多元化所留下的非医药资产。

今年以来公司加强了资本运作，先后收购了云南南诏药业有限公司100%的股权和贵州民族药业股份有限公司100%的股权，通过股权收购获得了一些有发展潜力的新药资源，为公司的后续发展奠定基础。

三、新产品仍在审批中

被公司和投资者寄予厚望的新产品复方荛草冻干粉、注射用清开灵冻干粉针等审批进展缓慢，但这些产品市场前景看好，配合公司的营销能力，上市后应该有不错的表现。

四、盈利预测和评级

鉴于公司上半年的销售低于预期，我们调低对公司的盈利预测，预计 10、11 年 EPS 分别为 0.56、0.68，对应 11 年的 PE 约为 30 倍，目前的股价基本合理，考虑到国家在医药政策方面的不确定性，给予“观望评级”。

投资评级说明：

买入	预计6 个月内，股价表现优于市场指数15%以上
增持	预计6 个月内，股价表现优于市场指数5%-15%之间
观望	预计6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
卖出	预计6 个月内，股价表现弱于市场指数5%以上

免责条款：

本报告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。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。本报告版权归万联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。