

公司经营改善有望持续

事件：公司昨日发布预增公告，预计公司 2010 年度归属于母公司所有者的净利润比上年同期增长 50%—70%，即按目前股本测算业绩在 0.52—0.59 元。

研究结论

- **公司业绩略高于我们预期：**公司 2010 年主业的快速增长主要得益于处方药的快速增长，以及成本费用的控制，尤其是 OTC 板块的调整为公司节约了支出。我们认为，公司业绩预增范围包含了对相关业务的减值计提考虑，实际经营业绩可能更靠近上限。
- **营销是优势，聚焦主业将使公司业绩快速增长：**公司的核心竞争力在于其经验丰富的营销团队，截止 2009 年，公司有销售人员约 2058 人，估计目前处方药销售团队有近 1700 人。公司对处方药销售进行了分产品线和分地区的细致划分，精耕细作，下沉销售网络；销售人员经验丰富，分公司经理多有超过 10 年的工作经验。目前公司三大处方药品种终端均过亿元，艾迪注射液预计 2010 年终端过 6 亿元，足以体现其销售实力。OTC 方面公司也曾创造过克咳系列的经典案例，目前在渠道向终端转变的调整已接近尾声，预计未来 OTC 盈利也将好转。
- **老产品有望继续保持稳定增长：**公司现有产品虽上市已久，但其在市场上已经具有较高的知名度，在公司销售带动下，主力产品 2010 年仍保持快速增长，其中康赛迪在终端有近 40% 的增长，艾迪也保持较快增长。预计在公司销售网络扩大和进一步下沉的带动下，未来这些老品种仍将保持稳定的增长。
- **新产品前景可期 估值有望提升：**公司销售是强项，但新产品更新不快是限制其发展的重要因素。我们认为在公司战略回归主业的影响下，这一情况将通过外延收购和加快内生研发得到改变，目前公司补充的洛铂、科博肽等新产品均有望在今年获得销售突破，公司在洛铂学术推广上投入较大，如能获得成功，将大幅改善市场对公司的预期。后续还有复方荭草和清开灵冻干等有望获批生产，产品市场空间有望打开。
- **调高评级至买入：**根据公司公告，我们小幅上调公司 2010—2012 年盈利预测由 0.51/0.70/0.92 元至 0.52/0.72/0.95 元。我们认为，从公司的管理层和战略的调整来看，公司聚焦主业的主战略明晰；公司的强项在于销售，在新品种洛铂、科博肽等补充后，公司产品线丰富；后续还有新药可能获批，经营有望持续向好。虽然公司短期估值受到非经营性因素影响，但我们认为从中长期看，公司经营改善趋势较为确定，中高层干劲足，2011 年不到 30 倍的估值也提供了较好的安全边际，如果新产品销售规模实现突破其估值有望提高。因此上调公司评级至买入，目标价 28 元。建议择机买入，关注公司新产品的推广情况。
- **风险因素：**药品大幅降价风险，管理层稳定性，新产品推广低于预期。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

庄琰

医药行业分析师

8621-63325888 × 6069

zhuangyan@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210030004

李淑花

医药行业首席分析师

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **(上调)**

股价 (2011 年 1 月 5 日) 20.30 元

目标价格 28 元

总股本/A 股 (万股) 35276/35276

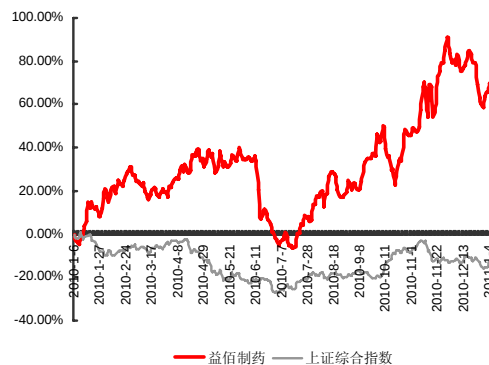
A 股市值 (百万元) 7055

国家/地区 中国

行业 医药

报告发布日期 2011 年 1 月 6 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-4.20%	25.68%	76.34%
相对表现 (%)	-3.55%	25.77%	87.43%

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

主要财务指标(百万)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1307	1461	1726	2059
同比(%)	13%	12%	18%	19%
净利润	122	184	254	337
同比(%)	24%	51%	38%	33%
毛利率(%)	72.3%	73.8%	74.2%	73.7%
ROE(%)	17.4%	21.4%	23.8%	25.1%
每股收益(元)	0.52	0.52	0.72	0.95
P/E (X)	39.21	39.02	28.20	21.27
P/B(X)	6.72	8.27	6.65	5.29

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

营销是优势，聚焦主业将使公司业绩快速增长：

公司的核心竞争力在于其经验丰富的营销团队，截止 2009 年，公司有销售人员约 2058 人，估计目前处方药销售团队有近 1700 人。公司对处方药销售进行了分产品线 and 分地区的细致划分，精耕细作，下沉销售网络；

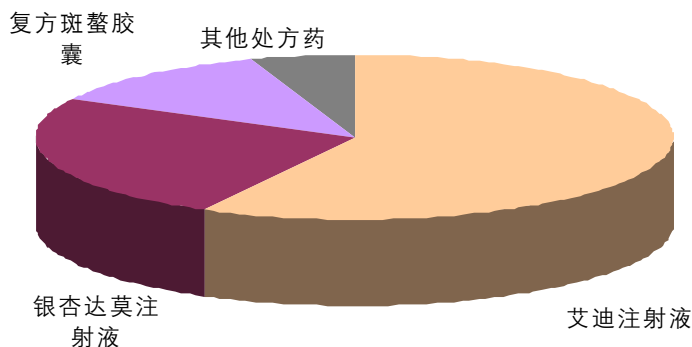
表. 公司主要处方药的销售分线情况

处方药事业部	主要分线	主要负责
核心医院	肿瘤线北线	主要负责艾迪，除南线以外的地区
	肿瘤线南线	主要负责艾迪在山东、浙江等省市的销售
	循环线	主要负责银杏达莫心血管药物
	口服制剂	主要负责康赛迪的销售
	代理产品	主要负责代理东阿的品种如 EPO 和白介素
基础医院	全部	全部
肿瘤新药销售	单独分公司	洛铂和科博肽等品种

资料来源：东方证券研究所

销售人员经验丰富，分公司经理多有超过 10 年的工作经验。目前公司三大处方药品种终端均过亿元，2009 年公司合计处方药销售就已超过 9 亿元，艾迪注射液预计 2010 年终端过 6 亿元，足以体现其销售实力。OTC 方面公司也曾创造过克咳系列的经典案例，目前在渠道向终端转变的调整中，预计未来 OTC 盈利也将好转。

图. 公司处方药各产品销售占比



资料来源：公司公告，东方证券研究所

战略上，公司已经明确了回归主业的策略，未来有望促进主业的快速增长。公司在过去几年进行了几次并不成功的战略改变，2006 年过分加大 OTC 领域投资造成短期亏损，2007 年又进行了多元化尝试，投资煤炭和舒婷卫生护理业务，但并没有获得很好的收益，可以说是战略战术上的失误造成了公司精力上的分散，一定程度上影响了公司的发展。

表. 公司主要子公司经营情况

持股比例	净利润	2006	2007	2008	2009	1H2010	备注
51.00%	贵州益佰科技研发	1,310,000	1,728,500	(12,400)	3,348,300	608,200	
100.00%	桂林益佰漓江制药	120,000	(1,730,600)	647,600	988,400	(1,673,300)	
99.00%	贵州益佰医药有限	(1,860,000)	1,099,200	90,600	837,800	369,400	
90.00%	灌南县人民医院		5,008,300	527,800	449,300	(3,142,000)	2006 年收购 41%
100.00%	贵州益佰舒婷		(1,819,000)	(3,582,900)	(3,784,600)	(1,188,200)	2007 年新增 或将剥离
100.00%	贵州益佰投资管理		6,500	(933,400)	3,644,600	(1,358,400)	2007 年成立
51.00%	贵州黔德投资		(659,300)	(1,506,800)	(860,700)	(496,500)	2007 年成立 2010 年 8 月份转让
100.00%	贵州益佰药物研究			(24,600)	(333,200)	(39,200)	2008 年成立
70.00%	北京市中西男科医药				104,200	(165,500)	2009 年 9 月 17 日收购
1.00%	海南长安医药销售				95,800	(4,471,100)	2009 年 8 月份母公司和益佰投资分别收购 1% 和 99% 的股权
97.02%	上海佰加壹	410,000	7,308,900	381,700NA			2009 年向叶湘武转让全部股权
100.00%	云南南诏药业				(2,421,300)		2010 年 4-6 月份的业绩, 2010 年 2 月收购
90.00%	贵州民族药业				(2,474,300)		2010 年 4-7 月份的业绩, 2010 年 4 月收购

资料来源: 东方证券研究所

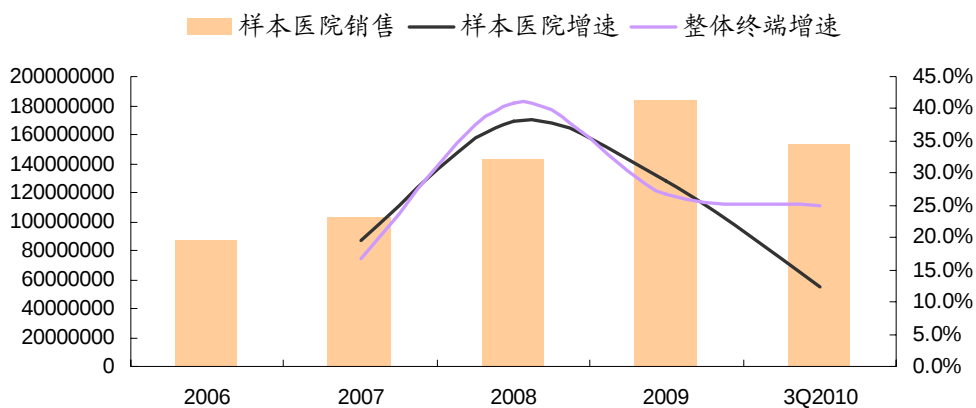
2009 年, 公司管理层开始进行调整。2010 年初公司对外收购南诏药业和民族药业, 丰富自身在抗肿瘤、心血管和 OTC 药物的产品线, 8 月份转让了进行煤炭业务的黔德投资股权, 战略重心重回主业。预计未来公司还将剥离舒婷业务, 进一步明晰自身的战略发展方向, 这将为公司未来的成长奠定良好的基础。

老产品有望继续保持稳定增长:

市场对公司最大的担心之一是其增长点不足。我们认为, 公司的新产品未来能够成为公司新的销售和利润增长点, 在新产品贡献利润之前, 老处方药产品借助营销推广和渠道下沉仍能维持较快增长; OTC 业务经过调整有望出现恢复性增长。

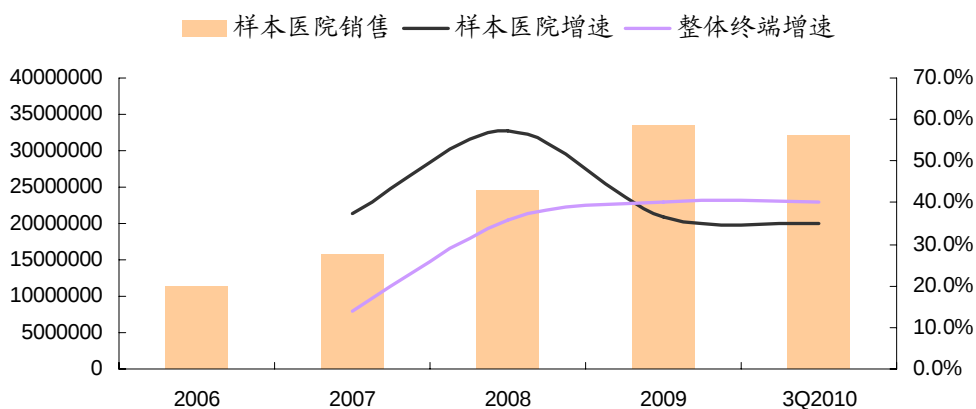
公司现有产品虽上市已久, 但其在市场上已经具有较高的知名度, 在公司销售带动下, 主力产品 2010 年仍保持快速的增长, 其中康赛迪在终端有近 40% 的增长, 艾迪也保持较快增长。预计在公司销售网络扩大和进一步下沉的带动下, 未来这些老品种仍将保持稳定的增长。从 2010 年的数据来看, 公司整体终端的增速均高于 22 城市的样本医院终端增速, 这可能与公司销售区域扩大和渠道下沉有关。

公司老产品中, 艾迪注射液是国家中药二级保护品种, 覆盖全国 700 多家三甲医院, 质量稳定, 占据较大的市场份额, 近几年整体终端增速维持在 20% 以上

图. 艾迪注射液终端增速


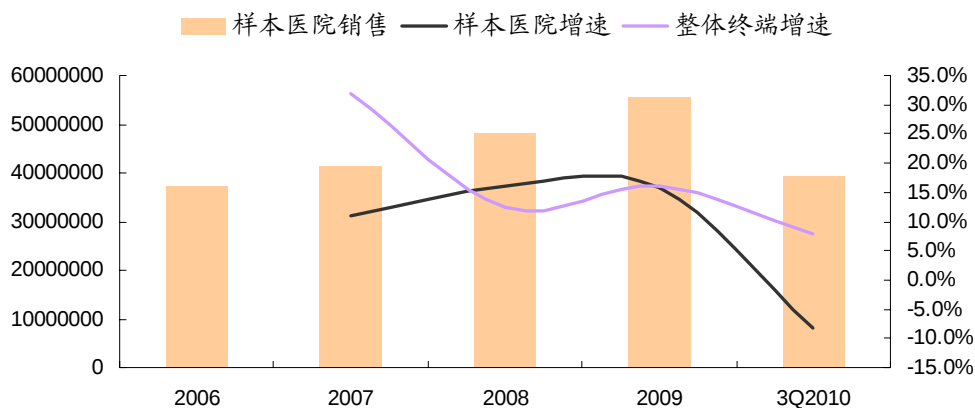
资料来源：PDB，公司数据，东方证券研究所

康赛迪是复方斑蝥口服制剂的第一品牌，在于艾迪分线销售后，销售增速一直维持在 40% 左右，未来有望继续较快增长。

图. 康赛迪终端增速


资料来源：PDB，公司数据，东方证券研究所

银杏达莫也是公司的主力产品，市场占有率较高，但由于竞争激烈，2010 年增速有所下降，预计整体终端销售基本持平

图. 银杏达莫终端增速


资料来源：PDB，公司数据，东方证券研究所

调整营销战略成为公司 OTC 业务的重点工作，其销售策略将从渠道拉动向终端拉动转变，减少广告投入，在渠道清理基本结束后，估计 2010 年四季度公司 OTC 产品已经开始重新恢复增长

新产品前景可期 估值有望提升：

公司销售是强项，但新产品更新不快是限制其发展的重要因素。我们认为在公司战略回归主业的影响下，这一情况有望通过外延收购和加快内生研发得到改变，目前公司补充的洛铂（代理长安国际）、科博肽（收购南诏药业）等新产品均有望在今年获得销售突破。后续还有复方荭草和清开灵冻干等有望获批生产，产品市场空间有望打开。

表. 公司近期核心新产品

状态	产品	市场
已上市	洛铂	铂类抗肿瘤，空间 5 亿+
即将投放	科博肽	肿瘤止痛，空间 1 亿
已上市	金骨莲	祛风除湿，空间 2 亿
在审评	复方荭草	主治冠心病，心绞痛，空间 5 亿+
复产审批	清开灵冻干	申请复产中

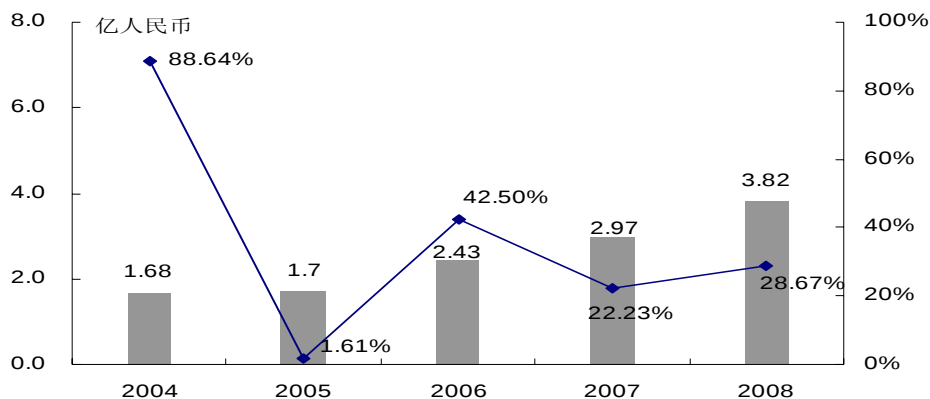
资料来源：东方证券研究所

公司在洛铂学术推广上投入较大，如能获得成功，将大幅改善市场对公司的预期。国内洛铂联合依托泊苷与顺铂联合依托泊苷一线治疗广泛期小细胞肺癌有效性及安全性的动态随机、平行对照、多中心临床研究的 IV 期临床已经开始，完成后或将对推广有较大的促进作用。该项临床研究由吉林肿瘤医院牵头，预计将在 2011 年 3 月完成最后的志愿者招募，如果结果良好，估计会对洛铂临床推广起到正面作用；此外如果 2011 年洛铂能进入 NCCN 临床指南，市场空间将会被极大拓展。

公司单独成立分公司进行洛铂和科博肽的学术推广，其中洛铂主要推广领域是乳腺癌和小细胞肺癌，已经进入医保乙类；定价较高，目前 50mg 的中标价格为 2000 元左右。作为第三代的铂类抗

肿瘤药，被证明有广泛的抗肿瘤活性，疗效与顺铂相似或更强，在多个对顺铂耐药肿瘤模型中仍保持抗肿瘤活性，而且对于很多对铂类耐药的肿瘤无交叉耐药，有较大的市场应用前景。（与奥沙利铂特点类似但是适应症不同）

图 6：国内奥沙利铂近年市场增速



资料来源：南方所，东方证券研究所

我们认为，新产品推广在第一年可能不会给公司带来很大的业绩贡献，但如果其销售规模获得突破，公司的市场估值就有望获得大幅提升。

调高评级至买入

根据公司公告，我们小幅上调公司 2010-2012 年盈利预测由 0.51/0.70/0.92 元至 0.52/0.72/0.95 元。我们认为，从公司的管理层和战略的调整来看，公司聚焦主业的主战略明晰；公司的强项在于销售，在新品种洛铂、科博肽等补充后，公司产品线丰富；后续还有新药可能获批，经营有望持续向好。虽然公司短期估值受到非经营性因素影响，但我们认为从中长期看，公司经营改善趋势较为确定，中高层干劲足，2011 年不到 30 倍的估值也提供了较好的安全边际，如果新产品销售规模实现突破其估值有望提高。因此上调公司评级至买入，目标价 28 元。建议择机买入，关注公司新产品的推广情况。

风险因素

药品大幅降价风险，管理层稳定性，新产品推广低于预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	803	967	1166	1454	营业收入	1307	1461	1726	2059
现金	189	285	364	493	营业成本	362	383	445	541
应收账款	113	126	149	177	营业税金及附加	16	18	21	25
其它应收款	97	102	121	144	营业费用	634	701	797	906
预付账款	59	61	71	87	管理费用	119	110	138	165
存货	100	115	134	162	财务费用	16	16	16	15
其他	246	278	328	391	资产减值损失	11	13	6	7
非流动资产	479	482	501	518	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	-3	-1	0
固定资产	249	267	287	304	营业利润	135	218	302	400
无形资产	105	105	105	105	营业外收入	10	1	1	1
其他	126	111	109	109	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	1282	1450	1667	1972	利润总额	145	218	302	400
流动负债	541	534	561	589	所得税	21	33	45	60
短期借款	230	230	230	230	净利润	124	185	257	340
应付账款	65	69	80	97	少数股东损益	2	2	3	3
其他	246	234	250	261	归属于母公司净利润	122	184	254	337
非流动负债	30	50	30	30	EBITDA	162	247	333	434
长期借款	30	50	30	30	EPS (元)	0.52	0.52	0.72	0.95
其他	0	0	0	0					
负债合计	571	584	591	619	主要财务比率				
少数股东权益	10	12	14	18	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	235	353	353	353	成长能力				
资本公积	84	14	14	14	营业收入	13.3%	11.8%	18.1%	19.3%
留存收益	308	395	578	818	营业利润	15.8%	61.5%	38.4%	32.6%
归属母公司股东权	701	854	1062	1336	净利润	24.1%	50.7%	38.4%	32.6%
负债和股东权益	1282	1449	1667	1972	获利能力				
					毛利率	72.3%	73.8%	74.2%	73.7%
					净利率	9.5%	12.7%	14.9%	16.5%
					ROE	17.4%	21.4%	23.8%	25.1%
					ROA	9.6%	12.8%	15.4%	17.3%
					偿债能力				
					资产负债率	44.6%	40.3%	35.4%	31.4%
					净负债比率				
					流动比率	1.48	1.81	2.08	2.47
					速动比率	1.30	1.60	1.84	2.20
					营运能力				
					总资产周转率	1.02	1.01	1.04	1.04
					应收账款周转率	-	-	-	-
					应付账款周转率	5.58	5.56	5.56	5.56
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.52	0.52	0.72	0.95
					每股经营现金流	-0.28	0.44	0.60	0.73
					每股净资产	3.02	2.45	3.05	3.84
					估值比率				
					P/E	39.21	39.02	28.20	21.27
					P/B	6.72	8.27	6.65	5.29

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn