



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

首次覆盖
证券研究报告

2011年2月15日

小盘股

研究部

夏志平

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080110060022

xiazp@cicc.com.cn

曾令波

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080200010008

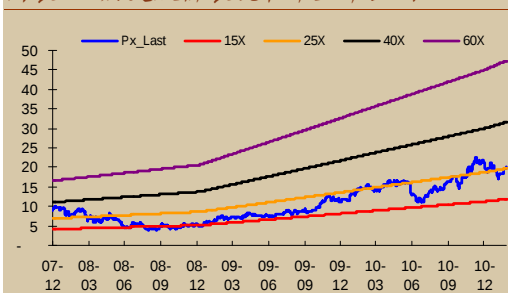
zenglb@cicc.com.cn

推荐

益佰制药(600594.CH)

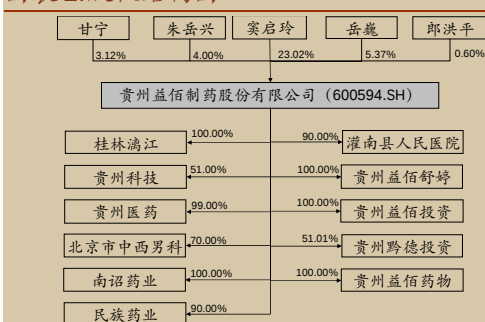
转身步入一线医药股行列

图表 1: 历史股价表现和市盈率区间



资料来源: 彭博资讯, 中金公司

图表 2: 股权结构图



资料来源: 2010 年中期公司公告, 中金公司

图表 3: 公司收入和毛利率预测

百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,307.13	1,450.36	1,844.30	2,274.29
YOY	13.3%	11.0%	27.2%	23.3%
处方药合计	931.0	1115.8	1446.6	1812.8
YOY	9.1%	19.8%	29.6%	25.3%
艾迪注射液	522.0	631.6	789.5	986.9
银杏达莫	205.0	209.1	236.3	259.9
复方斑蝥胶囊	103.0	139.1	180.8	226.0
科博肽	0.0	0.0	38.0	70.0
洛铂	5.0	31.0	62.0	100.0
阿胶产品	30.0	35.0	70.0	100.0
其他处方药	66.0	70.0	70.0	70.0
OTC	242.0	193.6	232.3	267.2
YOY	12.0%	-20.0%	20.0%	15.0%
原料药	1.0	1.0	1.0	1.0
YOY	-83.3%	0.0%	0.0%	0.0%
医疗服务	94.0	112.0	135.0	162.0
YOY	44.6%	19.1%	20.5%	20.0%
其他	39.4	28.0	29.0	31.0
YOY	181.4%	-28.9%	3.6%	6.9%
毛利率	72.3%	75.4%	76.0%	76.8%
处方药合计	81.0%	83.0%	83.0%	83.5%
OTC	61.3%	61.3%	61.3%	61.3%
原料药	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%
医疗服务	39.6%	39.6%	39.6%	39.6%
其他	11.7%	12.7%	12.7%	12.7%

资料来源: 公司年报, 中金公司

投资提示:

08-10 年通过改善治理结构、外延式收购、逐步清理非医药资产, 公司基本面发生了质变, 横跨中药、化药、生物药的抗肿瘤和心脑血管处方药产品线已经形成, 其销售实力的价值将得以提升。我们认为公司已经进入加速成长阶段, 市场长期给予公司过低估值的局面将得以纠正, 首次关注给予“推荐”评级。

理由:

不考虑处于审批的药物, 预计 10~12EPS 分别为 0.55 元、0.76 元和 1.02 元, 净利润增速分别 59%、38%、35%, 目前股价对应 2010~12 年 PE 分别 36.6x、26.5x、19.7x。考虑到公司已进入加速成长期, 其销售团队价值将逐步体现, 较医药行业应该给予估值溢价, 按照 12 年 30x, 12 月目标价 30.6 元, 较当前股价有 52% 上升空间。

公司质地:

聚焦医药主业, 收购、代理、自主研发并行, 形成优势产品线。目前公司已经形成了以心脑血管、抗肿瘤、呼吸系统用药为主的优势产品线。其中艾迪注射液(独家品种)、复方斑蝥胶囊(优质优价品种)、银杏达莫注射液、克咳系列是所在领域的知名品牌, 代理产品洛铂是国家 1 类新药, 新产品科博肽独家享有原料药批文, 公司主要核心产品均进入国家医保目录。公司共拥有各类在研品种共 40 多个, 其中中药 6 类新药注射用复方荛蕈和米槁心乐滴丸两个产品处于新药申报阶段。清开灵冻干粉针的重新申报也处在审批过程中。

公司在业内拥有很强的销售实力。公司作为业内销售能力较强公司之一, 具备强大的营销队伍、覆盖全国的营销网络、大品种销售实力。目前公司拥有销售人员 3000 多人, 核心销售网络覆盖了近 1000 家三甲医院, 基础医院覆盖了全国 20% 左右的终端, 公司绝大部分处方药产品主要依靠自有团队销售, 目前正在大力推进渠道下沉。

成长动力:

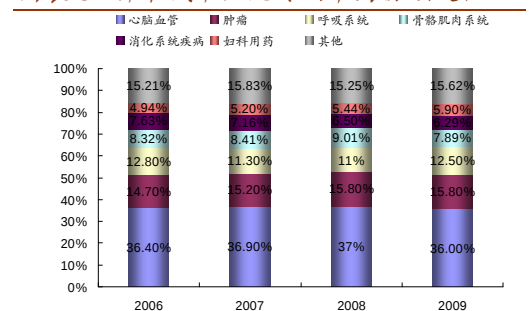
1、核心品种带动公司处方药业务稳步增长。(1) 艾迪注射液为公司独家品种, 国家医保乙类, 在适应症扩大和医院渠道下沉的推动下, 预计 10-12 年该产品复合增长保持 25%; (2) 复方斑蝥胶囊是中药类抗肿瘤辅助用药, 为艾迪注射液不同剂型药物, 随着公司分产品线进行销售运作, 其销售额增速较快, 预计 10-12 年该产品增速分别为 35%、30%、25%; (3) 银杏达莫注射液在银杏注射液市场份额居前 5 位, 该领域竞争激烈, 目前有 5 家公司有生产批文, 我们预计该产品 10 年基本持平, 11-12 年略

图表 4：公司主要产品

产品	产品特征	医保	市场前景	来源
艾迪注射液	独家品种，用于原发性肝癌、肺癌、直肠癌、恶性淋巴瘤、妇科恶性肿瘤等	医保乙类	10-15 亿	原研
复方斑蝥胶囊 (康赛迪)	优质低价产品，肿瘤辅助用药，适合病人手术后服用	医保乙类	3-5 亿	原研
洛铂	国家一类新药，第三代铂类抗肿瘤药物，用于乳腺癌、小细胞肺癌及慢性粒细胞白血病	医保乙类	5-10 亿	代理
科博肽	国内独家原料药产品，肿瘤止痛药，对癌症疼痛无成瘾性	部分省市医保	2-3 亿	南诺药业
白介素-11 (百燕依)	促血小板生成，用于肿瘤患者化疗引起的血小板减少症	医保乙类	2-3 亿	代理
EPO (佳林泰)	重组促红素，能促进造血干细胞增殖分化，用于肾功能不全所致贫血，包括透析、非透析病人	医保乙类	2-3 亿	代理
银杏达莫注射液 (泰丁)	银杏叶提取物，预防和治疗冠心病、血栓栓塞性疾病	医保乙类	5-10 亿	原研
金骨莲	苗药，独家产品，用于祛风除湿	医保乙类	1-2 亿	民族药业
米槁心乐滴丸	来源于苗族民间秘方，用于冠心病、心绞痛、心阳不足、心血瘀阻，已经申报		2-3 亿	民族药业
复方苕草	公司拥有处方工艺专利，主治冠心病、心绞痛、心肌梗死，已经申报		3-5 亿	原研
清开灵冻干粉针	国内独家冻干粉针剂型，清热解毒，生产工艺改进后重新申报待批		5-10 亿	原研

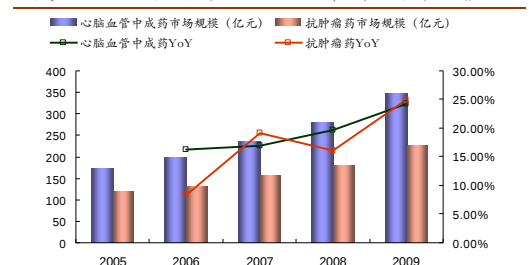
资料来源：中金公司

图表 5：样本城市医院终端中药份额变化



资料来源：SFDA，中金公司

图表 6：抗肿瘤药、心脑血管中成药规模



资料来源：SFDA，中金公司

图表 7：1990 年、2008 年我国城市农村死亡率占比变动

城市1990	农村1990	城市2008	农村2008
疾病名称	构成 (%)	疾病名称	构成 (%)
恶性肿瘤	21.88	恶性肿瘤	27.12
脑血管病	20.83	脑血管病	19.65
心脏病	15.81	心脏病	19.62
呼吸系统病	15.76	呼吸系统病	11.86
损伤和中毒	6.91	损伤和中毒	5.08
消化系统疾病	4.02	内分、代谢、免疫	3.43
内分、代谢、免疫	1.74	传染病 (不含肺结核)	3.61
泌尿、生殖系病	1.58	其他	2.11
新生儿	1.51	泌尿、生殖系病	1.13
其他	1.29	泌尿、生殖系病	1.03

资料来源：卫生部，中金公司

有增长；(4) 注射用洛铂为国家 1 类新药 (德国原研)，新进医保乙类，适应症为限其他铂类药物无效或不能耐受的抗肿瘤治疗。洛铂属新一代铂类药物，相比其它铂类其耐药性更好、具有更广泛的抗肿瘤活性，具有较大的市场潜力，国内洛铂目前由益佰制药全权代理，公司可以有效利用原有的抗肿瘤药销售渠道，预计 10-12 年收入分别为 3100 万、6200 万、1 亿元。

2、公司处方药业务有望见底回升。公司 OTC 产品主要包括克咳胶囊、小儿止咳糖浆、半夏止咳糖浆、感冒止咳糖浆等。历史上公司 OTC 业务主要依靠巨额广告投入和渠道促销维持，销售收入一直维持在 2 亿元左右。09 年以来，公司调整销售策略，减少广告投入，降低费用，从面向医药商业企业逐步转向医院和销售终端。由于渠道调整，10 年上半年 OTC 业务收入下滑 20% 左右，但是下半年经营已经好转，全年有望实现盈利，预计 11-12 年恢复性增长 20%、15%。

行业背景：

公司核心产品领域心脑血管、肿瘤和呼吸系统用药复合增速均高于行业增速。06-09 年样本城市医院终端中药数据显示，心脑血管、肿瘤、呼吸系统疾病稳居中药市场前三名。06-09 年复合增速分别为 30.2%、33.8%、29.6%，均高于医药行业 18.9% 的增速。

成长持续性：

渠道下沉，契合基层医疗需求快速发展。以往公司 OTC 业务主要面向经销商，处方药面向三级医院和部分二甲医院，随着医保覆盖率迅速提升，基层市场需求结构发生了较大变化，农村恶性肿瘤、心脑血管和呼吸系统疾病成为主要死亡病种，公司已经建立了 400 多人的全产品线基础医院销售团队，有望进一步推动公司处方药销售。

抗肿瘤产品线进一步丰富，科博肽潜力巨大。公司原有抗肿瘤药物以中药为主，通过代理新增了白介素-11、EPO 以及洛铂等产品，10 年公司又通过收购南诺药业获得了国家 2 类新药科博肽。科博肽是一种眼镜蛇毒分离物，用作药物具有非成瘾性，在晚期癌症镇痛方面可替代吗啡等阿片类药物，主要用于肿瘤及神经外科止痛等领域，公司拥有独家原料药批文。目前科博肽生产线已经通过 GMP 认证，原料供应也有保障，已经在 10 多个省份中标，11 年即可进入全面销售，预计该产品有望成为 2-3 亿元的大产品。

注射用复方苕草、米槁心乐滴丸值得期待。注射用复方苕草、米槁心乐滴丸属国家中药 6 类新药，用于心脑血管领域具有较好的疗效。复方苕草是公司专利产品，米槁心乐滴丸源自收购民族药业。上述两个产品均已完成前 3 期临床，已报国家药监局批准，我们认为 1-2 年内有望获批，上市后其分别为有望成为 3-5 亿、2-3 亿的大品种。

财务分析：

产品结构改善、费用控制推动公司业绩快速增长。10 年前三季度收入同比增加 10.6%，净利润率同比增加 54.8%，主要因为处方药比例提升带来毛利率提升 3.6 个百分点，同时管理费用下降了 2 个百分点。

股价催化剂：

1) 复方苕草、米槁心乐滴丸获批；2) 洛铂和科博肽市场开拓超预期。

风险：

(1) 中药注射剂行业系统风险；(2) 新药审批进度低于预期；(3) 新产品销售低于预期。

图表 8: 财务分析、盈利预测与估值分析摘要

损益表 (人民币百万)						
益佰制药 600594	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入	1,006	1,154	1,307	1,450	1,844	2,274
销售成本	-258	-281	-362	-357	-443	-528
营业费用	-528	-602	-634	-706	-894	-1,094
管理费用	-98	-105	-119	-108	-136	-166
EBIT	110	152	176	261	347	458
EBITDA	153	197	216	296	379	488
财务费用	-29	-30	-16	-16	-16	-16
投资收益	-6	-6	-14	-14	-14	-14
其他损益项	0	0	0	0	0	0
所得税	-15	-18	-21	-34	-47	-63
少数股东损益	-1	0	-2	-3	-4	-5
归属于股东的净利润	93	98	122	194	267	360

资产负债表 (人民币百万)						
益佰制药 600594	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
现金	139	160	189	392	584	835
应收帐款	80	102	113	125	159	196
预付帐款	105	35	59	58	72	86
存货	129	130	100	98	122	146
其他流动资产	-	-	-	-	-	-
流动资产	627	597	803	1,053	1,420	1,859
固定资产	333	374	273	212	166	130
长期投资	-	-	-	-14	-28	-42
其他长期资产	52	65	46	46	46	46
长期资产	514	622	479	405	346	297
资产总额	1,140	1,219	1,282	1,458	1,766	2,156
短期借款	247	236	230	230	230	230
各项应付款	55	49	65	65	80	95
应交税费	55	65	90	89	110	132
应付职工薪酬	16	18	20	20	24	29
其他流动负债	218	253	135	158	207	262
流动负债	590	621	541	561	652	748
长期借款	20	-	30	27	24	22
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
长期负债	20	0	30	27	25	22
负债总额	610	621	571	588	677	771
少数股东权益	18	19	10	13	16	22
股本	181	235	235	353	353	353
公积金及未分配利润	331	344	466	505	720	1,011
股东权益	512	579	701	858	1,073	1,364
负债及股东权益	1,140	1,219	1,282	1,458	1,766	2,156

现金流量表 (人民币百万)						
益佰制药 600594	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	93	98	122	194	267	360
折旧/摊销	43	44	40	35	32	30
运营资本变化	-46	116	-231	-45	-97	-108
其他项	-77	-70	173	33	34	35
经营活动现金流	12	189	104	217	236	317
固定资产投资	-39	-63	-45	-45	-45	-45
其他投资活动	102	0	42	-38	58	49
投资活动现金流	63	-62	-3	-83	13	5
股权融资	-	0	-	-	-	-
借款变动	-49	-49	52	-	-3	-3
其他融资活动	-20	-57	-16	-40	-54	-67
融资活动现金流	-70	-106	36	-40	-57	-70
现金(等价物)变化	6	21	137	95	192	251

历史股价表现						
(%)	1周	1月	1季度	半年	1年	2年
行业板块	3%	11%	5%	27%	51%	32%
医药生物			二级行业			中药 II
第一大股东	医药生物		持股比率			23.02%
总市值(百万元)	7,094		流通市值(百万元)			7,094
发行股数(百万股)	353		股票现价 (元)			20.11

成长性分析						
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入	34.8%	14.7%	13.3%	10.9%	27.1%	23.3%
销售毛利	39.3%	16.6%	8.2%	15.7%	28.2%	24.6%
EBITDA	268.1%	28.7%	9.8%	37.0%	28.3%	28.6%
EBIT	186.9%	38.3%	15.8%	48.1%	33.1%	31.8%
净利润	166.7%	5.8%	24.1%	59.3%	37.5%	34.9%

盈利能力分析						
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
毛利率	73.2%	74.4%	71.1%	74.1%	74.7%	75.5%
营业费用率	52.5%	52.2%	48.5%	48.7%	48.5%	48.1%
管理费用率	9.8%	9.1%	9.1%	7.5%	7.4%	7.3%
EBITDA利润率	15.2%	17.0%	16.5%	20.4%	20.6%	21.5%
EBIT利润率	10.9%	13.2%	13.5%	18.0%	18.8%	20.1%
净利润率	9.2%	8.5%	9.3%	13.4%	14.5%	15.8%

偿债能力分析						
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动比率	1.06	0.96	1.48	1.88	2.18	2.48
速动比率	0.84	0.75	1.30	1.70	1.99	2.29
现金比率	12%	13%	15%	27%	33%	39%
资产负债率	54%	51%	45%	40%	38%	36%
债务/权益	119%	107%	81%	69%	63%	57%
净债务/权益	34%	17%	10%	-15%	-30%	-43%
利息覆盖倍数	5	7	14	18	24	31

杜邦分析						
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
税后利润/EBIT	84%	64%	69%	74%	77%	79%
x EBIT利润率	10.9%	13.2%	13.5%	18.0%	18.8%	20.1%
= 销售净利润率	9.2%	8.5%	9.3%	13.4%	14.5%	15.8%
x 资产周转率	0.88	0.95	1.02	0.99	1.04	1.05
= 总资产收益率	8.6%	8.3%	9.7%	14.2%	16.5%	18.4%
x 总资产/净资产	2.23	2.10	1.83	1.70	1.65	1.58
= 净资产收益率	18.1%	16.9%	17.4%	22.6%	24.9%	26.4%

回报率分析						
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
投入资本回报率	18.6%	17.1%	18.2%	23.7%	26.5%	28.6%
平均资本回报率	8.1%	8.1%	9.5%	13.3%	15.1%	16.7%

每股指标分析						
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益	0.26	0.28	0.35	0.55	0.76	1.02
每股经营性现金	0.07	0.80	0.44	0.62	0.67	0.90
每股股息	0.08	-	0.07	0.11	0.15	0.20
每股净资产	1.45	1.64	1.99	2.43	3.04	3.87

估值分析					
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
市盈率	72.3	58.2	36.6	26.6	19.7
市净率	12.2	10.1	8.3	6.6	5.2
股价/每股经营性现金流	25.0	45.5	32.7	30.1	22.4
红利收益率	0.0%	0.3%	0.5%	0.7%	1.0%

资料来源：彭博资讯，公司资料，中金公司

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED