

益佰制药 (600594. sh)

调整结束，开始起航

葛峰 分析师

电话: 0755-82739750

eMail: gz2@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010015

组织结构调整的阵痛

2010年公司进行组织架构的调整，划分为第一分公司（负责处方药销售）、第二分公司（负责OTC业务）、第三分公司（负责洛铂和科博肽销售）、第四分公司（民族药业）、第五分公司（负责南诏药业、疏肝益阳胶囊的销售）。由于调整不可避免的产生阵痛，2010年上半年整体不乐观，销售收入为3.02亿元，同比增长7.05%，下半年开始公司调整基本到位，销售开始走上正轨。

处方药增长空间广阔

艾迪仍有增长空间，未来两到三年有望成为过10亿元的大品种；适合基础医院销售的银杏达莫注射液有望迎来新一轮增长；优质优价品种赛康迪有望继续实现突破；代理品种洛铂新进医保乙类，扩大适应症的工作正在进行中，有望成为大品种；收购南诏药业的科博肽2011年可以销售。

OTC 业务有望触底回升

公司从2009年通过减少广告媒体投放，将资源配置到空白终端和商业的覆盖上，变媒体拉动为终端驱动和渠道把控。预计2011年OTC有望有望触底回升。

盈利预测与投资评级

公司在经历了2006年的巨亏，2009年的高管更换和减持，2010年的组织结构调整后，逐步转变成一个聚焦医药主业，做大做强健康产业战略清晰的优质医药公司。主导产品仍有增长空间，新品种逐步放量，储备品种丰富，未来业绩增长具有可持续性，有望进入快速增长的轨道。同时公司即将启动股权激励，也将鼓舞新的管理层带领公司迈上新台阶。

预计2010~2012年每股收益为0.54元，0.75元和0.99元，对应2011年PE为26倍，估值较安全，我们维持“买入”的投资评级。

风险提示 1、行业政策性风险；2、产品销售低于预期。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,153.94	1,307.40	1607.46	2053.70	2567.76
增长率 (%)	14.67%	13.30%	22.95%	27.76%	25.03%
EBITDA (百万元)	190.09	196.69	271.26	355.52	450.65
净利润(百万元)	98.13	121.81	182.34	253.59	334.23
增长率 (%)	5.81%	24.13%	49.70%	39.08%	31.80%
每股收益 (元)	0.417	0.518	0.542	0.754	0.994
市盈率	17.78	34.54	36.35	26.13	19.83
市净率	3.02	6.00	7.50	5.83	4.50
EV/EBITDA	9.78	21.80	23.77	17.30	12.95

数据来源: 贵州益佰制药股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	20.00
目标价格(元)	30.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	8.17%	-6.85%	36.56%
沪深 300	8.45%	5.22%	1.56%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	352.76/352.76
主要股东:	窦啟玲
主要股东持股比例	23.02%

财务比率

ROE	17.37%
ROA	12.86%
资产负债率	44.55%
每股净资产(元)	2.98
2009 年报数据	

调整结束，开始起航

（一）聚焦医药主业，发展大健康产业

2009年，原董事长叶湘武退出日常经营管理后，公司逐渐形成了以窦啟玲女士为核心的管理团队。窦总上台后，确定了聚焦医药产业，发展大健康产业的清晰的发展战略。2010年公司转让了贵州黔德投资的金兰煤矿股权，剥离了益佰舒婷卫生巾业务。同时收购了贵州民族药业和云南南诏药业。届时公司拥有了化学药、OTC、医疗服务（灌南医院）等多元化健康产业，产品覆盖抗肿瘤、心脑血管、呼吸等多个领域。

（二）组织结构调整的阵痛

2010年公司进行组织构架的调整，划分为第一分公司（主要负责处方药销售）、第二分公司（负责OTC业务）、第三分公司（负责洛铂和科博肽的销售）、第四分公司（民族药业）、第五分公司（负责南诏药业、疏肝益阳胶囊的销售）。

由于调整不可避免的产生阵痛，2010年上半年整体不乐观，销售收入为3.02亿元，同比增长7.05%，由于费用控制得当，扣除投资收益后净利润增速为23%。下半年开始公司调整基本到位，销售开始走上正轨。

（三）处方药分公司增长空间广阔

1、艾迪仍有增长空间，未来两到三年有望成为过10亿元的大品种

我们预计2010年艾迪注射液销售收入可达到6.9亿元，增速为17%。市场有些人认为艾迪已经是一个大品种，未来的增长空间有限，我们认为艾迪仍有增长空间，未来两到三年有望成为超过10亿元的大品种。

我们分析增长点如下：

（1）使用量的增加。目前艾迪的学术推广中在强调“足量使用”这个概念，按照说明书，艾迪的足量使用量为5~10支，推荐使用量为6~8支，但是目前很多地区没有达到足量使用的最大用量。如有很多患者使用5支艾迪，加上5支苦参，推荐其10支全部使用艾迪疗效会更好。

（2）使用天数的增加。艾迪使用天数为15天~30天，很多患者只使用15天，可以推荐其延长使用天数。

（3）新覆盖医院数量的增加。目前艾迪北中国区覆盖核心医院505家，南中国区覆盖500多家，每个地区均有100多家未开发医院，新医院的开发有助于艾迪收入的增长。

（4）已覆盖医院尚有深挖潜力。以艾迪北中国区为例，销售额排名前200家的医院占85%的销售份额，其他300多家仅占15%的销售份额；排名后100名的医院单产仅有1000支左右的销售。所以已覆盖的300家医院尚有深挖的潜力。

（5）医保报销范围的扩大。04版的医保，艾迪仅仅作作为肝癌和肺癌的治疗用药被纳入医保范围。其实艾迪在很多肿瘤领域一直都在使用，这次修订艾迪被作为中晚期癌症的治疗用药被纳入医保乙类品种，医保报销范围的扩大，医生更有理由去劝说患者使用，患者也更愿意使用这个品种，是个利好。

我们预计2011年艾迪北中国区核心医院销售可达到3.6亿元，南中国区将达到4.25亿元，基础医院部预计完成1亿元销售。

2、银杏达莫注射液更适合基础医院销售

我们预计2010年银杏达莫的销售收入为3.4亿元，目前这个产品销售分为三部分，一是覆盖的1500家核心医院，2010年销售收入有2.2亿元；二是基础医院，2010年销售收入有6000万元；三是覆盖不到的边远地区，将这个产品代理出去，2010年销售收入5000万元。

银杏达莫已经进入广东、山西、天津、河南、安徽等各省的基本药物目录，该产品在银杏注射液市场份额居前5位，这个领域竞争激烈，有5家企业有生产批文，公司产品的竞争优势是控股子公司益佰科技拥有国内较高水平的银杏制剂原料的提取及质量控制技术，从源头对产品的质量有较强的控制能力。

目前基础医院的销售所占份额还较少，公司表示这个产品更适合在基础医院部销售，这将是下一步的重点。

3、赛康迪有望继续突破

赛康迪（复方斑蝥胶囊）是优质优价品种，以前一直是与艾迪捆绑在一起销售的，即住院的时候用艾迪治疗，出院后用斑蝥胶囊，始终处于附属辅助用药地位，销售额没能做大。2009年公司将这个产品从艾迪的销售体系中划分出来，作为一个独立用药的品种运作，产品开始放量。我们预计2010年销售可达1.58亿元，增速约为27%，为处方药中最快的品种。目前覆盖657家核心医院（共1500家核心医院），覆盖800家基础医院，未来有望继续实现突破。

（四）OTC业务有望触底回升

为了顺应新医改给市场带来的新变化，公司从2009年开始调整，通过减少广告媒体投放，将资源配置到空白终端和商业的覆盖上，变媒体拉动为终端驱动和渠道把控。目前公司掌控10万家终端，其中有效终端为5~6万家，在行业内水平较高。

我们预测，受调整影响，2010年克咳小儿销售下滑，其他品种平稳增长，OTC全年实现销售收入2.4亿元。2011年一月份便实现开门红，销售收入达到3000万元。

（五）洛铂和科博肽---抗癌家族的新成员

1、我们看好洛铂，认为有做成大品种的潜力

（1）洛铂是公司代理海南长安国际制药的品种，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。

（2）肺癌（尤其是小细胞肺癌）和乳腺癌是洛铂两个主要适应症。但是其他很多癌症洛铂也可以治疗，目前公司正在做扩大适应症的工作，如非小细胞肺癌，卵巢癌，三阴乳腺癌、食管癌、肝癌等，有的已经开始，有的将要做多中心试验。

（3）洛铂属于新进医保乙类，对销售会有一个积极的促进作用。因为产品单价较高，进入医保后比较容易说服病人使用。目前洛铂是海南省产品价格最高的一个品种，发改委已经对洛铂进行了两次价格审核，最后认定价格合理。

（4）在推广上，首先要省会城市承认，认可后会主动往下层推广，自上而下的贯彻。目前还是在城市大医院销售。公司2010年6月完成洛铂销售队伍的组建，经过去年半年的推广后，现在每个月有400~500万元的销售。

2、科博肽---癌症止痛领域新成员

2010年公司通过收购南诏药业获得国家2类新药科博肽，科博肽是一种眼镜蛇毒

分离物，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，科博肽的止痛时间长，不属于急性止痛药。目前全国有4~5家企业生产。

2010年主要做科博肽生产线GMP 认证的工作，已通过。同时公司拥有独家原料药批文，已将产品原料药送药检所检验合格，原料供应也有保障。科博肽已经进入8个省份的省区医保，2011年可以展开销售。

（六）后备储蓄品种独特，值得期待

除了科博肽外，收购的云南南诏药业中还有消炎片、骨肽注射液、通塞脉胶囊等39个品种。

贵州民族药业中产品比较独特，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，目前已经完成前3 期临床，已报国家药监局批准，预计2012年可以上市销售，两到三年可以成为过亿的大品种；金骨莲具有祛风除湿功效，市场空间乐观；心胃止痛胶囊，马兰感寒胶囊等独家非处方药品种独特，值得期待。

公司具有自主知识产权的注射用复方荭草(心脑血管领域)，目前也已经完成前3 期临床，已报国家药监局批准，预计2012年可以上市销售，该产品也具有成为过亿品种的潜力。

公司原有清开灵冻干粉针的复产也在申报中。

盈利预测与投资评级

（一）盈利预测前提

表1: 各个产品未来三年销售预测（单位：百万元；%）

产品名称		2010E	2011E	2012E
处方药	增长率	32.52	28.06	25.00
	毛利率(%)	81.00	81.50	82.00
	毛利润	999.54	1287.86	1619.71
OTC	增长率	0.00	35.00	30.00
	毛利率(%)	58.58	58.58	58.58
	毛利润	141.99	191.69	249.20
医疗服务	增长率	15.00	15.00	15.00
	毛利率(%)	34.17	34.17	34.17
	毛利润	36.93	42.46	48.83
其他	增长率	-26.00	10.00	10.00
	毛利率(%)	14.02	14.02	14.02
	毛利润	2.80	3.08	3.39
总计	销售收入	1607.46	2053.70	2567.76
	增长率	23.00	28.00	25.00
	毛利润	1181.41	1525.10	1921.13
	成本	426.04	528.60	646.63

数据来源：公司数据，广发证券发展研究中心

（二）投资评级

公司在经历了2006年的巨亏，2009年的高管更换和减持，2010年的组织结构调整后，逐步转变成一个聚焦医药主业，做大做强健康产业战略清晰的优质医药公司。主导产品仍有增长空间，新品种逐步放量，储备品种丰富，未来业绩增长具有可持续性，有望进入快速增长的轨道。同时公司即将启动股权激励，也将鼓舞新的管理层带领公司迈上新台阶。

预计2010~2012年每股收益为0.54元，0.75元和0.99元，对应2011年PE为26倍，估值较安全，我们维持“买入”的投资评级。

风险提示

- 1、行业政策性风险：如降价、打击医药商业购销贿赂。
- 2、代理品种和新产品销售情况低于预期。

资产负债表

单位：百万元

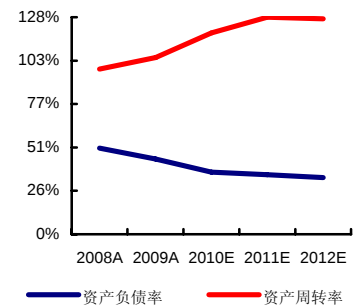
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	597	803	1,021	1,432	1,954
货币资金	160	189	211	508	821
应收及预付	307	514	633	715	889
存货	130	100	176	210	243
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	622	479	396	348	292
长期股权投资	0	0	1	2	3
固定资产	325	250	218	172	117
在建工程	49	24	26	14	10
无形资产	195	179	146	155	157
其他长期资产	53	27	5	5	5
资产总计	1,219	1,282	1,417	1,780	2,246
流动负债	621	541	490	596	722
短期借款	236	230	0	0	0
应付及预收	365	311	490	596	722
其他流动负债	20	0	0	0	0
非流动负债	0	30	31	31	31
长期借款	0	30	30	30	30
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	1	1	1
负债合计	621	571	521	627	753
股本	235	235	336	336	336
资本公积	84	84	-17	-17	-17
留存收益	260	382	564	818	1,152
归属母公司股东权益	579	701	884	1,137	1,471
少数股东权益	19	10	12	16	21
负债和股东权益	1,219	1,282	1,417	1,780	2,246

利润表

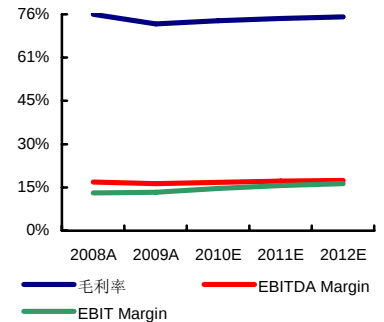
单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1154	1307	1607	2054	2568
营业成本	281	362	426	529	647
营业税金及附加	14	16	20	26	33
销售费用	602	634	778	990	1238
管理费用	105	119	145	185	229
财务费用	30	16	20	23	25
资产减值损失	-1	11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-6	-14	-2	0	0
营业利润	117	135	216	301	397
营业外收入	6	10	10	10	10
营业外支出	7	0	8	8	8
利润总额	117	145	218	303	399
所得税	18	21	33	45	60
净利润	98	124	185	257	339
少数股东损益	0	2	3	4	5
归属母公司净利润	98	122	182	254	334
EBITDA	197	216	271	356	451
EPS (元)	0.42	0.52	0.54	0.75	0.99

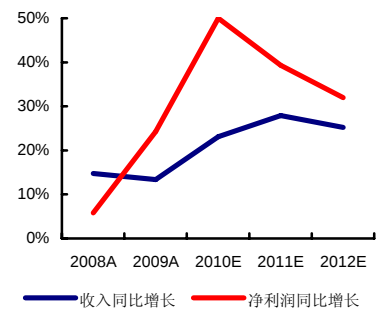
资产负债率趋势



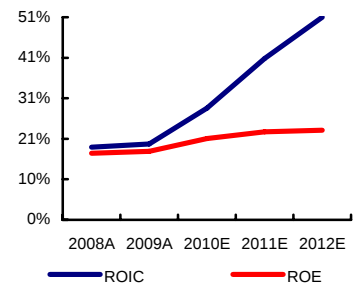
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

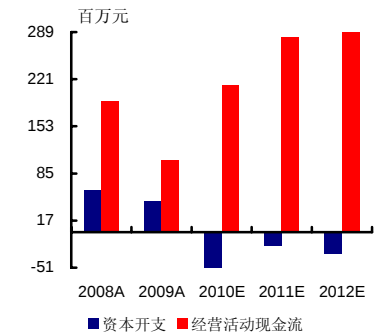
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	189	104	209	278	284
净利润	98	124	185	257	339
折旧摊销	44	40	33	31	28
营运资金变动	22	-101	-17	-9	-82
其它	25	41	9	-2	-2
投资活动现金流	-62	-3	48	19	30
资本支出	-60	-44	51	20	31
投资变动	-10	35	-3	-1	-1
其他	8	7	0	0	0
筹资活动现金流	-106	36	-236	0	0
银行借款	233	294	-230	0	0
债券融资	-289	-242	1	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-50	-16	-6	0	0
现金净增加额	21	137	22	297	314
期初现金余额	139	160	189	211	508
期末现金余额	160	297	211	508	821

主要财务比率

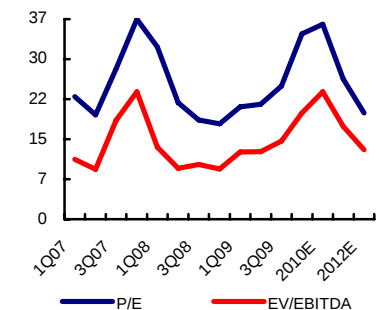
单位：%

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	14.7%	13.3%	23.0%	27.8%	25.0%
营业利润	66.1%	15.8%	59.5%	39.4%	32.0%
归属于母公司净利润	5.8%	24.1%	49.7%	39.1%	31.8%
获利能力					
毛利率	75.7%	72.3%	73.5%	74.3%	74.8%
净利率	8.5%	9.5%	11.5%	12.5%	13.2%
ROE	16.9%	17.4%	20.6%	22.3%	22.7%
ROIC	18.5%	19.2%	28.4%	40.9%	51.4%
偿债能力					
资产负债率	50.9%	44.6%	36.8%	35.2%	33.6%
净负债比率	16.0%	10.0%	-20.2%	-41.4%	-53.0%
流动比率	0.96	1.48	2.08	2.40	2.70
速动比率	0.70	1.19	1.34	1.72	2.10
营运能力					
总资产周转率	0.98	1.05	1.19	1.28	1.28
应收账款周转率	12.67	12.15	13.80	12.84	12.90
存货周转率	2.17	3.16	2.41	2.52	2.66
每股指标 (元)					
每股收益	0.42	0.52	0.54	0.75	0.99
每股经营现金流	0.80	0.44	0.62	0.83	0.84
每股净资产	2.46	2.98	2.63	3.38	4.38
估值比率					
P/E	17.8	34.5	36.3	26.1	19.8
P/B	3.0	6.0	7.5	5.8	4.5
EV/EBITDA	9.4	19.8	23.8	17.3	13.0

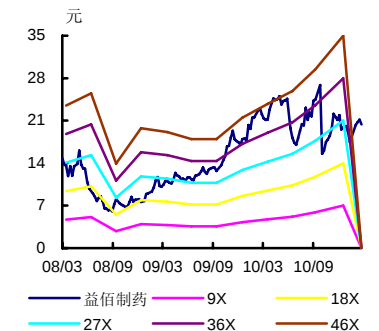
资本支出与经营活动现金流



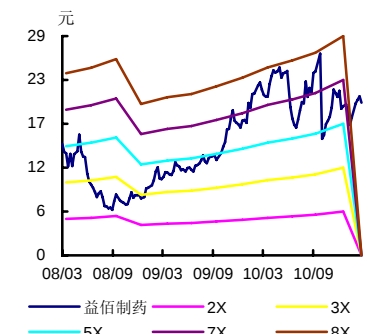
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发医药行业研究小组

葛峰，分析师，广州中医药大学方剂学硕士，2006 年进入广发证券发展研究中心。

杨挺，分析师，天津大学制药工程硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

李平祝，分析师，北京大学药理学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

益佰制药(600594.sh)_公司调研简报

葛峰

2009-11-11

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。