

益佰制药 (600594)

良好预期将逐步兑现

易镜明
021-38676779
yijingming@gtjas.com
S0880511010019

本报告导读:

预计 10 年增长近 60%; 艾迪作为斑螫类抗肿瘤药中的排他性品种, 成长空间充足; 洛铂专利权预计将逐步纳入门下。

投资要点:

- **10、11 业绩出色:** 预计 10 年净利润增长接近 60%, 业绩拐点确立; 预计 11 年一季度业绩增长近 50%, 全年增速 40% 左右。
- **艾迪:** 我们认为艾迪作为斑螫类抗肿瘤药中的排他性品种, 成长空间充足。斑螫类制剂作为抗肿瘤药的效用已得到大量临床数据支持, 在抗肿瘤领域斑螫制剂的市场稳固, 不同类别间的替代性不明显, 随肿瘤药市场保持 20-30% 的增长。艾迪在斑螫类产品中有绝对优势, 基本独享市场成长。预计 11 年收入增长 20% 以上。09 版医保适应症大幅扩宽使艾迪进一步放量有了良好基础; 目前医院覆盖充分, 医院资源挖掘期的营销费用率将较开发期低。
- **OTC:** OTC 产品线目前情况良好, 销售逐月平稳上升, 营销模式更改后的费用有望大幅降低, 若贯彻良好有望贡献 11 年预期 40% 增长中的 1/3 以上。
- **洛铂具备重磅潜力, 预计会逐步纳入门下:** 目前公司已全面负责洛铂的生产和学术推广, 我们认为公司将把洛铂的专利权纳入, 包括长安国际拥有的其他一些产品批件, 作为公司的产品储备。我们认为短期内新进医保的洛铂会有较好的表现, 长期发展看临床数据的学术价值和认可度, 从目前情况看有望成为公司接力艾迪的重磅产品。
- **公司拐点已确立:** 公司目前所处的阶段类似二次创业进展期, 早期元老团队更替完成, 管理体系重构完毕, 未来发展方向与路径清晰, 且产品上已有所储备。公司过去制约估值的因素消除, 11 年将是公司价值修复阶段。
- **投资建议:** 预计 10、11 年 EPS 0.55 元、0.75 元, 分别同比增长 58%、37%。目前价格仅相当于 11 年 25.6 倍 PE。年内 11 年 PE 40 倍是合理的估值, 维持 30 元目标价。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,154	1,307	1,463	1,853	2,269
(+/-)%	14.7%	13.3%	11.9%	26.7%	22.5%
经营利润 (EBIT)	147	151	235	316	409
(+/-)%	47.0%	3.1%	55.2%	34.7%	29.5%
净利润	98	122	193	266	347
(+/-)%	5.8%	24.1%	58.4%	37.8%	30.6%
每股净收益 (元)	0.28	0.35	0.55	0.75	0.98
每股股利 (元)	-	0.10	0.14	0.23	0.30

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	12.7%	11.6%	16.0%	17.1%	18.0%
净资产收益率 (%)	16.9%	17.4%	22.3%	24.6%	25.7%
投入资本回报率 (%)	21.6%	18.9%	28.3%	31.9%	35.9%
EV/EBITDA	36.0	36.0	25.6	19.4	15.3
市盈率	69.4	55.9	35.3	25.6	19.6
股息率 (%)	0.0%	0.5%	0.7%	1.2%	1.5%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 30.00

上次预测: 30.00

当前价格: 19.31

2011.04.06

交易数据

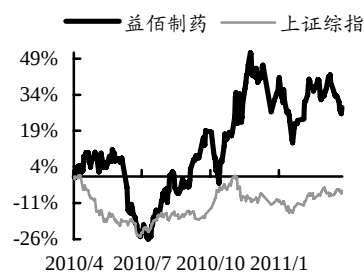
52 周内股价区间 (元)	14.00-27.10
总市值 (百万元)	6,812
总股本/流通 A 股 (百万股)	353/353
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	3
日均成交值 (百万元)	64

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	821
每股净资产	2.33
市净率	8.3
净负债率	36%

EPS (元)	2009A	2010
Q1	0.04	0.07
Q2	0.10	0.15
Q3	0.09	0.17
Q4	0.11	0.16
全年	0.35	0.55

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-8%	-2%	31%
相对指数	-10%	-8%	37%

相关报告

《整装再出发》	2011.02.25
《益佰制药公司 2011-02-21 调研提纲》	2011.02.21
《能干而积极, 价值被低估》	2011.01.06
《未来值得期待》	2010.10.28
《产品线逐渐丰富》	2010.08.25

模型更新时间: 2011.04.06

股票研究

必需消费

医药

益佰制药 (600594)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 30.00

上次预测: 30.00

当前价格: 19.31

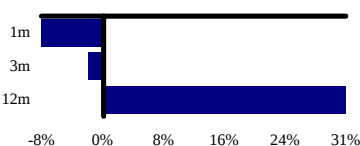
公司网址

www.gzcci.com

公司简介

公司主要从事现代中药产品的研制、生产和销售。目前产品主要分为四大类: 止咳类、心血管类、抗肿瘤类和抗病毒类, 主要产品有克咳胶囊、克咳小儿糖浆、艾迪注射液等。其中, 克咳胶囊、艾迪注射液为国家中药二级保护品种, 大部分产品进入《国家基本医疗保险和工伤保险药品目录》, 公司是贵州省高新技术企业, 其中治疗肿瘤类和心脑血管类疾病的药物被列入贵州省重大科技产业化项目。公司分别于 2000 年 8 月和 2004 年 1 月通过国家食品药品监督管理局 GMP 认证。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

14.00-27.10

市值 (百万)

6,812

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业收入

营业收入

营业成本

税金及附加

营业费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

长期负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

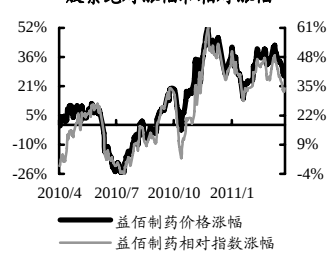
EV/EBITDA

P/S

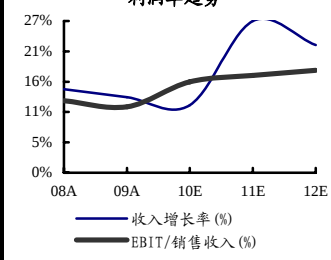
股息率

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,154	1,307	1,463	1,853	2,269
营业成本	281	362	362	443	536
税金及附加	14	16	18	23	28
营业费用	602	634	717	923	1,123
管理费用	105	119	111	148	172
EBIT	147	151	235	316	409
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	-6	-14	-20	0	0
财务费用	30	16	9	6	2
营业利润	117	135	225	310	407
所得税	18	21	35	48	62
少数股东损益	0	2	3	4	5
净利润	98	122	193	266	347
货币资金、交易性金融资产	160	189	358	417	539
其他流动资产	437	614	702	909	1,110
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	325	249	264	268	267
无形资产及其他资产	156	130	93	89	85
资产合计	1,219	1,282	1,506	1,766	2,081
流动负债	621	541	600	639	681
长期负债	0	30	30	30	30
股东权益	598	711	876	1,098	1,370
投入资本(IC)	680	799	829	992	1,142
NOPLAT	123	129	199	269	348
折旧与摊销	44	40	34	38	41
流动资金增量	(116)	231	59	168	159
资本支出	41	(101)	30	30	30
自由现金流	92	298	322	504	578
经营现金流	257	(16)	193	145	236
投资现金流	(87)	93	(14)	(32)	(32)
融资现金流	(116)	(12)	(10)	(54)	(82)
现金流净增加额	54	66	169	59	122
收入增长率	14.7%	13.3%	11.9%	26.7%	22.5%
EBIT 增长率	47.0%	3.1%	55.2%	34.7%	29.5%
净利润增长率	5.8%	24.1%	58.4%	37.8%	30.6%
利润率					
毛利率	75.7%	72.3%	75.2%	76.1%	76.4%
EBIT 率	12.7%	11.6%	16.0%	17.1%	18.0%
净利率	8.5%	9.3%	13.2%	14.3%	15.3%
净资产收益率(ROE)	16.9%	17.4%	22.3%	24.6%	25.7%
总资产收益率(ROA)	8.1%	9.5%	12.8%	15.1%	16.7%
投入资本回报率(ROIC)	21.6%	18.9%	28.3%	31.9%	35.9%
存货周转天数	168	114	98	88	89
应收账款周转天数	31	32	32	33	36
总资产周转天数	368	344	343	318	305
净利润现金含量	2.62	(0.13)	0.99	0.54	0.67
资本支出/收入	3.53%	-7.73%	2.05%	1.62%	1.32%
资产负债率	50.9%	44.6%	41.8%	37.9%	34.2%
净负债率	16.5%	10.2%	-7.8%	-11.7%	-18.5%
PE	69.4	55.9	35.3	25.6	19.6
PB	11.8	9.7	7.9	6.3	5.1
EV/EBITDA	36.0	36.0	25.6	19.4	15.3
P/S	3.94	3.47	4.66	3.68	3.00
股息率	0.0%	0.5%	0.7%	1.2%	1.5%

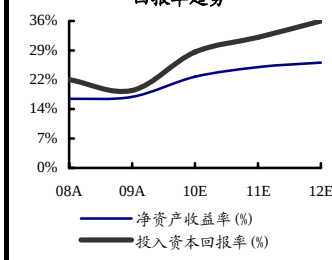
股票绝对涨幅和相对涨幅



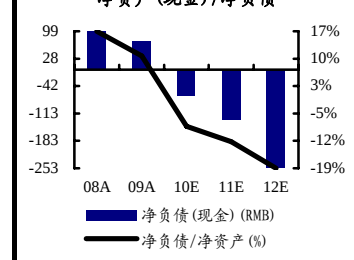
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



作者简介:**易镜明:**

S0880511010019

021-38676779

yijingming@gtjas.com

医学博士，2006 年进入国泰君安证券公司从事医药行业研究。

张一甫（贡献作者）:

S0880110090086

021-38674755

zhangyifu008741@gtjas.com

医药行业研究助理，复旦大学硕士，2010 年进入国泰君安证券公司从事医药行业研究，负责中药、生物药等子行业。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		