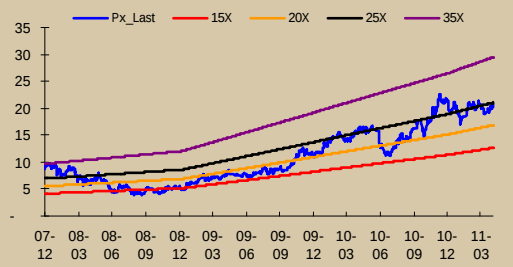
曾令波[1]
分析员，SAC 执业证书编号：S0080511010044
zenglb@cicc.com.cn

推荐

益佰制药 (600594.SH)

费用上升致业绩低于预期

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：主要财务信息

（百万元）	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	1,154	1,307	1,467	1,850	2,281
（+/-）	*15%*	*13%*	*12%*	*26%*	*23%*
主营业务利润	859	929	1,113	1,382	1,722
（+/-）	*17%*	*8%*	*20%*	*24%*	*25%*
净利润	98	122	196	269	359
每股盈利（元）	0.28	0.35	0.55	0.76	1.02
（+/-）	*6%*	*24%*	*61%*	*38%*	*33%*
市盈率	72.8	58.6	36.5	26.5	19.9
市净率	12.33	10.19	8.25	6.29	4.78
EV/EBITDA	24.80	22.44	22.29	19.05	14.40
净资产收益率	18.0%	19.0%	25.0%	26.9%	27.3%
ROCE	17.1%	18.2%	23.9%	26.1%	26.7%
现金分红收益率	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
每股经营现金流(元)	0.8	0.4	0.3	0.6	0.8
股价/经营现金	25.2	45.8	61.8	36.1	26.4

资料来源：公司公告，中金公司

公司动态：

益佰制药公布 2010 年年报及 11 年一季报：10 年实现收入 14.67 亿元，同比增长 12.2%，归属母公司净利润 1.96 亿元，同比增长 60.5%，扣除非经常性损益净利润为 1.90 亿元，同比增长 53.1%，全年每股收益 0.55 元，符合预期。一季度实现收入 3.68 亿元，同比增长 29.9%，归属母公司净利润 2737 万元，同比增长 7.07%，扣除非经常性损益净利润为 1849 万元，实现每股收益 0.08 元，同比增长 7.1%，低于我们预期。

评论：

10 年及今年 1 季度收入增长符合预期。（1）2010 年公司对处方药进行分产品线和地区的市场细分，除攻坚于核心医院外，向基础医院全面推进，同比增长 21.32%，预计 11 年核心产品继续渠道下沉，新进产品放量推动；（2）OTC 产品大力发展会员制终端，受渠道调整影响，实现收入 1.98 亿元，同比下降 18.04%，预计随着营销调整的深入，OTC 收入将会恢复。从 1 季度收入增速来看，公司的营销变革效果已经初步显现。

毛利率稳步提升。公司加强成本细节管理，2010 年处方药、OTC 毛利率比去年同期分别增加 2.09%，10.91%，同时处方药收入占比增加，公司整体毛利率逐步提升，2010 年和 11 年 1 季度毛利率同比提升 4.8 和 8.8 个百分点。我们预计随着产品结构的调整，今年毛利率较 10 年依然有提升。

1 季度费用大幅上升导致业绩低于预期。1 季度公司销售费用、管理费用和财务费用分别同比增长 62.0%、42.2%和 36.0%，大幅高于收入增幅，尽管有销售规模扩大的原因，但是销售费用率达到 64.9%，同比增加 12.8 个百分点，环比增加 18 个百分点，这大幅超出我们的预期，是业绩低于预期的主要原因，我们预计今年费用率环比有下降可能。

投资建议：

维持 11-12 年 EPS 分别为 0.76 元、1.02 元，当前股价对应 2011~12 年 PE 分别 26.6x、19.9x，处于医药股低端，尽管 1 季度业绩低于预期，预计后续销售稳定及激励机制到位后，业绩增速有望提升，维持“推荐”。

股价催化剂：

1) 复方荭草、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。

[1] 报告贡献人：夏志平

图表 3：分季度业绩

（百万元）	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	YoY	QoQ	2009A	2010A	YoY
营业收入	**273.0**	**314.0**	**329.1**	**391.2**	**283.0**	**347.7**	**382.7**	**454.0**	**367.6**	29.9%	-19.0%	1,307.4	1,467.5	12.2%
营业成本	**74.2**	**84.6**	**92.9**	**110.5**	**76.8**	**86.3**	**79.0**	**93.2**	**67.5**	-12.2%	-27.6%	362.2	335.4	-7.4%
营业税金及附加	3.47	4.0	3.9	4.8	3.59	4.43	**4.9**	**5.7**	4.42	23.1%	-22.6%	16.1	18.6	15.4%
毛利	**195.4**	**225.5**	**232.3**	**276.0**	**202.6**	**257.0**	**298.9**	**355.1**	**295.7**	46.0%	-16.7%	**929.1**	**1113.5**	**19.8%**
营业费用	137.7	144.5	157.8	193.8	147.3	154.8	**193.1**	**213.1**	238.6	62.0%	12.0%	633.8	708.3	11.8%
管理费用	28.3	25.4	32.7	32.7	20.9	29.4	**24.4**	**52.1**	29.7	42.2%	-43.0%	119.1	126.9	6.6%
财务费用	4.1	4.2	3.8	3.9	3.8	4.7	**5.2**	**4.3**	5.1	36.0%	20.1%	16.0	17.9	11.9%
资产减值损失	0.0	8.7	0.0	-8.7	-0.3	3.7	**5.0**	**-8.3**	0.0	100.0%	100.0%			N/A
公允价值变动损益	0.0	-	-	-	0.0	0.0	**-**	**-**	0.0	N/A	N/A			N/A
投资收益	-13.5	-0.7	-0.7	15.0	-0.7	-0.7	**-0.7**	**2.2**	-0.7	0.0%	-133.3%			N/A
营业利润	**11.7**	**41.9**	**37.4**	**44.2**	**30.1**	**63.7**	**70.4**	**55.2**	**21.5**	-28.7%	-61.0%	**135.1**	**219.4**	**62.3%**
利润总额	**18.2**	**42.2**	**37.3**	**47.2**	**30.6**	**65.3**	**70.5**	**44.7**	**33.5**	9.6%	-25.0%	**144.8**	**211.1**	**45.7%**
所得税	2.9	6.5	4.7	7.2	4.8	11.8	**10.2**	**-12.5**	5.5	13.9%	143.6%	21.3	14.2	-33.1%
少数股东权益	0.7	0.2	0.8	-3.4	0.2	-0.3	**0.0**	**-1.3**	0.7	207.4%	154.5%	-1.8	-1.3	-25.3%
净利润	**14.6**	**35.5**	**31.8**	**39.9**	**25.6**	**53.8**	**60.3**	**55.9**	**27.4**	7.1%	-51.1%	**121.8**	**195.6**	**60.5%**
每股收益(元)	**0.041**	**0.101**	**0.090**	**0.113**	**0.072**	**0.152**	**0.171**	**0.159**	**0.078**	7.1%	-51.1%	**0.345**	**0.554**	**60.5%**
毛利率	72.8%	73.1%	71.8%	71.8%	72.8%	75.2%	79.4%	79.5%	81.6%	8.8%	2.2%	72.3%	77.1%	4.8%
营业费用率	50.4%	46.0%	47.9%	49.5%	52.1%	44.5%	50.5%	46.9%	64.9%	12.8%	18.0%	48.5%	48.3%	-0.2%
管理费用率	10.4%	8.1%	9.9%	8.4%	7.4%	8.5%	6.4%	11.5%	8.1%	0.7%	-3.4%	9.1%	8.6%	-0.5%
营业利润率	4.3%	13.3%	11.4%	11.3%	10.6%	18.3%	18.4%	12.1%	5.8%	-4.8%	-6.3%	10.3%	14.9%	4.6%
净利润率	5.4%	11.3%	9.7%	10.2%	9.0%	15.5%	15.8%	12.3%	7.4%	-1.6%	-4.9%	9.3%	13.3%	4.0%
有效税率	16.0%	15.3%	12.6%	15.3%	15.7%	18.0%	14.5%	-28.0%	16.3%	0.6%	44.3%	14.7%	6.7%	-8.0%

资料来源：公司资料，中金公司

图表 4：财务分析、盈利预测与估值分析摘要

益佰制药	损益表 (人民币百万)					
600594	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
销售收入	1,006	1,154	1,307	1,467	1,850	2,281
销售成本	-258	-281	-362	-335	-445	-531
营业费用	-528	-602	-634	-708	-895	-1,102
管理费用	-98	-105	-119	-127	-155	-185
EBIT	110	152	176	278	331	436
EBITDA	153	197	216	326	373	478
财务费用	-29	-30	-16	-18	-22	-21
投资收益	-6	-6	-14	10	10	10
其他损益项	0	0	0	0	0	0
所得税	-15	-18	-21	-14	-48	-64
少数股东损益	-1	0	-2	-1	-2	-2
归属于股东的净利润	93	98	122	196	269	359

益佰制药	资产负债表 (人民币百万)					
600594	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
现金	139	160	189	190	317	547
应收帐款	80	102	113	103	129	159
预付帐款	105	35	59	101	135	160
存货	129	130	100	99	132	157
其他流动资产	-	-	-	-	-	-
流动资产	627	597	803	1,065	1,434	1,913
固定资产	333	374	273	257	276	290
长期投资	-	-	-	-	-	-
其他长期资产	52	65	46	70	70	70
长期资产	514	622	479	500	487	473
资产总额	1,140	1,219	1,282	1,565	1,921	2,386
短期借款	247	236	230	250	250	250
各项应付款	55	49	65	48	64	76
应交税费	55	65	90	52	69	83
应付职工薪酬	16	18	20	23	31	36
其他流动负债	218	253	135	294	340	414
流动负债	590	621	541	667	754	859
长期借款	20	-	30	21	19	17
其他长期负债	0	0	0	1	1	1
长期负债	20	0	30	22	20	18
负债总额	610	621	571	689	773	877
少数股东权益	18	19	10	10	12	14
股本	181	235	235	353	353	353
公积金及未分配利润	331	344	466	513	783	1,142
股东权益	512	579	701	866	1,135	1,495
负债及股东权益	1,140	1,219	1,282	1,565	1,920	2,386

益佰制药	现金流量表 (人民币百万)					
600594	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
净利润	93	98	122	196	269	359
折旧/摊销	43	44	40	48	42	42
运营资本变化	-46	116	-231	-185	-127	-143
其他项	-77	-70	173	57	14	13
经营活动现金流	12	189	104	116	198	271
固定资产投资	-39	-63	-45	-50	-50	-50
其他投资活动	102	0	42	-28	66	32
投资活动现金流	63	-62	-3	-78	16	-18
股权融资	-	0	-	-	-	-
借款变动	-49	-49	52	-30	-30	-2
其他融资活动	-20	-57	-16	-41	-22	-21
融资活动现金流	-70	-106	36	-71	-52	-23
现金(等价物)变化	6	21	137	-34	162	230

历史股价表现	1周	1月	1季度	半年	1年	2年
(%)	10%	3%	1%	33%	38%	176%
行业板块	医药生物		二级行业			中药Ⅱ
第一大股东	窦啟玲		持股比率			23.02%
总市值(百万元)	7,143		流通市值(百万元)			7,143
发行股数(百万股)	353		股票现价（元）			20.25

成长性分析	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
销售收入	34.8%	14.7%	13.3%	12.2%	26.1%	23.3%
销售毛利	39.3%	16.6%	8.2%	19.8%	24.1%	24.6%
EBITDA	268.1%	28.7%	9.8%	51.0%	14.5%	28.0%
EBIT	186.9%	38.3%	15.8%	57.8%	19.0%	31.6%
净利润	166.7%	5.8%	24.1%	60.5%	37.7%	33.4%

盈利能力分析	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
毛利率	73.2%	74.4%	71.1%	75.9%	74.7%	75.5%
营业费用率	52.5%	52.2%	48.5%	48.3%	48.4%	48.3%
管理费用率	9.8%	9.1%	9.1%	8.6%	8.4%	8.1%
EBITDA利润率	15.2%	17.0%	16.5%	22.2%	20.2%	20.9%
EBIT利润率	10.9%	13.2%	13.5%	19.0%	17.9%	19.1%
净利润率	9.2%	8.5%	9.3%	13.3%	14.6%	15.7%

偿债能力分析	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
流动比率	1.06	0.96	1.48	1.60	1.90	2.23
速动比率	0.84	0.75	1.30	1.45	1.73	2.04
现金比率	12%	13%	15%	12%	16%	23%
资产负债率	54%	51%	45%	44%	40%	37%
债务/权益	119%	107%	81%	80%	68%	59%
净债务/权益	34%	17%	10%	13%	-4%	-19%
利息覆盖倍数	5	7	14	18	17	23

杜邦分析	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
税后利润/EBIT	84%	64%	69%	70%	81%	82%
×EBIT利润率	10.9%	13.2%	13.5%	19.0%	17.9%	19.1%
＝销售净利润率	9.2%	8.5%	9.3%	13.3%	14.6%	15.7%
×资产周转率	0.88	0.95	1.02	0.94	0.96	0.96
＝总资产收益率	8.6%	8.3%	9.7%	13.7%	15.4%	16.7%
×总资产/净资产	2.23	2.10	1.83	1.81	1.69	1.60
=净资产收益率	18.1%	16.9%	17.4%	22.6%	23.7%	24.0%

回报率分析	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
投入资本回报率	18.6%	17.1%	18.2%	23.9%	26.1%	26.7%
平均资本回报率	8.1%	8.1%	9.5%	12.5%	14.0%	15.1%

每股指标分析	2007A	2008A	2009A	2010A	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	0.33	0.56	0.77
每股股息	0.08	-	0.07	-	-	-
每股净资产	1.45	1.64	1.99	2.46	3.22	4.24

估值分析	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
市盈率	72.8	58.6	36.5	26.5	19.9
市净率	12.3	10.2	8.2	6.3	4.8
股价/每股经营性现金流	25.2	45.8	61.8	36.1	26.4
红利收益率	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%

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/或机构投资者提供。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

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

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

Singapore

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

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

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