

中药II

益佰制药 (600594. SH) / 18.87 元

调整完成 步入快速发展时期

事项

近日对益佰制药相关管理层进行了调研，对公司经营现状和未来发展战略进行了深入沟通

主要观点

一、调整已基本完成。公司实际控制人为窦启玲女士，持有公司 23.02% 的股权，任公司董事长、总经理。4 位董事会成员合计持有公司 30.2% 的股权，与股东利益较为一致。我们认为公司经过两年的动荡后，目前管理层稳定，新的管理层经营战略清晰，产业发展规划和布局合理，公司未来发展值得期待。

2011 年初，公司聘任张圣贵先生出任副总经理、营销总监，负责公司的营销管理工作。张总 1998 年加盟益佰制药，历任区域经理、大区经理、新药事业部经理、医院营销中心总经理等职，营销经验十分丰富。而负责长安药业药品销售冯志刚总经理专业性和敬业精神令人印象深刻。我们认为公司核心营销管理人员张圣贵先生和冯志刚先生丰富的从业经验和敬业精神以及充沛的精力等因素将会是益佰制药的营销能力上升至一个新的台阶。

二、统计口径变化致 2011 年一季度销售费用大幅增加。2011 年一季度销售费用 2.38 亿元，同比增长 62%。主要原因是统计口径变化所致，预计影响在 3600 万元左右。我们预计公司 2011 年度未来季度费用增长率将呈现下降趋势，全年有可能与销售收入增长持平或略高。

三、2011 年有望成为公司二次起飞元年。公司 2010 年由于销售队伍调整和销售政策调整为更注重费用控制，当年销售收入呈现滞涨。但经过 2010 年的调整，目前公司新的销售队伍建设基本完成，2011 年销售政策将销售增长和费用控制相结合且更加注重销售增长。我们认为这种政策不仅有利于加强当前公司主要产品竞争力、有利于公司当前主要产品未来的稳定增长，更有利于公司新产品的推广。至目前为止，主打产品艾迪和杏丁增长在 30% 左右，远高于既往 20% 左右的增长水平。OTC 产品一季度销售 8000 多万元，我们预计全年可实现 2.6 亿元左右的销售收入，重拾增长态势。

值得关注的是公司代理产品生物制剂和洛铂增长迅速，我们预计全年可分别实现 1 亿元的销售收入。2010 年收购的民族医药所拥有的米搞心乐滴丸目前正在生产批件申报，乐观预计年底可望获批，这将可能对公司未来发展起到重要作用。我们认为目前公司主打产品增长快速，未来可望稳定增长；公司代理产品生物制剂和洛铂销售渐入佳境，尤其是洛铂有可能成为公司未来最为重要的利润增长点。而稳定的管理层和新的营销队伍更是公司未来快

证券分析师：廖万国
执业编号：S0360210100002
Tel: 0755-82027735
Email: liaowanguo@hczq.com

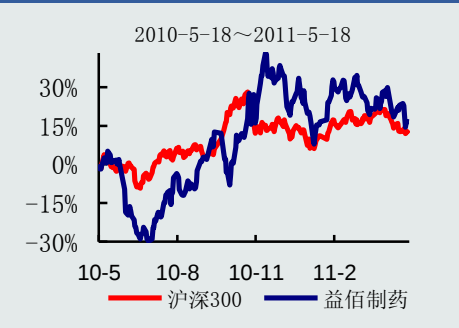
投资评级

投资评级：强推
评级变动：调高

公司基本数据

总股本(万股)	35276
流通 A 股/B 股(万股)	35276/0
资产负债率(%)	40.76
每股净资产(元)	2.53
市盈率(倍)	238.34
市净率(倍)	7.31
12 个月内最高/最低价	27.1/14.0

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《发展战略清晰，步入快速发展时期》	2011-03-15
《业绩预测超出预期，综合优势收获产品转型红利》	2011-01-06
《收入毛利齐头并进，产品结构转型趋势已成》	2010-10-29
《半年增长低于预期，后续发展有望提速》	2010-08-24
《精耕优势品种，多元化发展迎来业绩全面开花》	2010-07-07

速发展的保证。因此我们认为 2011 年将是公司二次起飞的元年，销售收入增长有可能创新高，新产品培育也将为公司未来发展打下良好基础。

四、洛铂有望成为公司未来最重要的利润增长点。洛铂为第 3 代铂类抗肿瘤药物，国家一类新药，用于治疗乳腺癌、小细胞肺癌及慢性粒细胞性白血病，目前适应症已扩大至其他类型肿瘤，包括非小细胞肺癌、食管癌、卵巢癌、肝癌等。

- 2002 年海南长安国际从德国 ASAT 公司独家购买了洛铂在中国的专利权和生产销售权；2009 年公司获得了洛铂的代理权；
- 稳定性好，抗肿瘤谱广，抗肿瘤活性强，作用与第 1 代的顺铂和第 2 代的卡铂相当，与顺铂没有交叉耐药性，毒性与卡铂类似；
- 医保乙类药物，09 版医保目录新进品种，适应症为其他铂类药物无效或不能耐受的抗肿瘤治疗，报销范围的扩大有利于销售；
- 公司选择学术推广路线，开展多项临床试验，力争扩大适应症并进入 NCCN 指南；目前已有 150 人左右的专业化销售队伍，预计年内扩大至 180 人，覆盖全国 400 家大型医院。
- 2011 年 1-4 月公司已在 200 多家医院进药，并实现了 2400 多万元的销售收入。按此趋势，我们认为该产品 2011 年有望销售过亿。由于铂类抗癌药市场容量巨大且理论成熟，医生教育工作相对容易。我们认为随着进入医院数量增加和医生接受程度增加，该产品 3 年内实现 5 亿元的销售收入（按每个癌症病人平均用 5 支 50mg 的洛铂，每支零售价 2000 元计算，大概 7.3 万人使用即可实现 5 亿元销售收入）。我们认为该产品经过 5 年左右的培育极有可能成为年销售 10 亿元的产品，成为公司最重要的利润来源之一。

五、投资建议：强烈推荐（维持）。预计 2011 年、2012 年经济 2013 年公司实现销售收入分别为 19.43 亿元、26.12 亿元和 32.82 亿元。EPS 分别为 0.76 元、0.98 元和 1.16 元。我们认为公司现有主打产品增长稳定、洛铂有望 3 年内实现 5 亿元销售收入、公司激励机制有望进一步改善、民族医药的米槁心乐有望年内获得新药证书和生产批件有可能成为公司未来继洛铂外另外一个重磅产品，公司未来存在爆发增长可能，理应得到一定估值溢价。给予公司 35 倍估值，其未来 6 个月目标价在 26.6 元，目前 18.87 元股价明显低估公司价值，维持强烈推荐评级。

图表 1 益佰制药分产品销售收入（亿元）和增长预测

产品	2010 年 销售收入	2010 毛 利率%	2011 收入 增长%	2011 年 销售收入	2012 年收 入增长%	2012 年 销售收入	2013 年收 入增长%	2013 年 销售收入
艾迪	7.50	85.00	25.00	9.38	20.00	11.25	15.00	12.94
杏丁	2.70	85.00	28.00	3.46	20.00	4.15	20.00	4.98
OTC	1.90	72.00	37.00	2.60	20.00	3.12	20.00	3.75
生物制剂	0.48	65.00	108.33	1.00	50.00	1.50	30.00	1.95
洛铂	0.35	65.00	185.71	1.00	200.00	3.00	50.00	4.50
医疗服务	1.20	40.00	50.00	1.80	50.00	2.70	30.00	3.51
新产品		83.00	0.00	0.20	100.00	0.40	200.00	1.20
合计			32.40	19.43	34.41	26.12	25.66	32.82

注：1、资料来源：公司公告、华创证券研究所；2、新产品：2011 年新产品主要为民族药业产品，2013 年考虑了米槁心乐滴丸上市影响。

风险提示

主打产品增长有可能低于预期；中药材涨价有可能影响产品毛利率；公司对长安药业股权没有形成绝对控股，有可能影响洛铂代理权期限。

附录：财务预测表

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	
流动资产	1065	1309	1734	2290	
现金	190	667	1024	1547	
应收账款	103	106	107	105	
其它应收款	202	113	137	151	
预付账款	101	65	75	81	
存货	99	110	103	104	
其他	371	248	288	302	
非流动资产	500	444	395	358	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	256	228	201	173	
无形资产	122	108	91	82	
其他	122	108	104	103	
资产总计	1565	1753	2130	2647	
流动负债	667	712	751	888	
短期借款	250	239	239	243	
应付账款	48	54	56	53	
其他	369	419	455	593	
非流动负债	22	22	29	28	
长期借款	21	21	28	28	
其他	1	0	0	0	
负债合计	689	733	779	916	
少数股东权益	10	11	12	13	
股本	353	353	353	353	
资本公积	14	-57	-57	-57	
留存收益	500	713	1042	1422	
归属母公司股东权益	866	1009	1338	1718	
负债和股东权益	1565	1753	2130	2647	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	
经营活动现金流	116	614	365	537	
净利润	197	269	348	411	
折旧摊销	48	42	43	43	
财务费用	18	7	-5	-17	
投资损失	-10	0	0	0	
营运资金变动	-185	295	-25	104	
其它	48	1	5	-4	
投资活动现金流	-78	19	-3	-9	
资本支出	50	0	0	0	
长期投资	-32	0	0	0	
其他	-60	19	-3	-9	
筹资活动现金流	-71	-155	-5	-4	
短期借款	19	-11	1	3	
长期借款	-9	0	7	-1	
普通股增加	118	0	0	0	
资本公积增加	-71	-71	0	0	
其他	-129	-74	-13	-7	
现金净增加额	-34	477	357	523	

资料来源：公司报表、华创证券

利润表		单位:百万元			
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	1467	1943	2612	3282	
营业成本	335	447	658	870	
营业税金及附加	19	24	33	41	
营业费用	708	964	1275	1605	
管理费用	127	174	233	290	
财务费用	18	7	-5	-17	
资产减值损失	51	11	11	11	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	10	0	0	0	
营业利润	219	316	408	482	
营业外收入	12	9	10	11	
营业外支出	20	9	10	10	
利润总额	211	316	409	483	
所得税	14	47	61	72	
净利润	197	269	348	411	
少数股东损益	1	1	1	1	
归属母公司净利润	196	268	346	409	
EBITDA	285	364	446	508	
EPS（元）	0.55	0.76	0.98	1.16	

主要财务比率					
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	
成长能力					
营业收入	12.2%	32.4%	34.4%	25.7%	
营业利润	62.3%	43.9%	29.4%	18.1%	
归属于母公司净利润	60.5%	36.8%	29.4%	18.2%	
获利能力					
毛利率	77.1%	77.0%	74.8%	73.5%	
净利率	13.3%	13.8%	13.3%	12.5%	
ROE	22.6%	26.5%	25.9%	23.8%	
ROIC	22.7%	44.0%	56.8%	85.9%	
偿债能力					
资产负债率	44.0%	41.8%	36.6%	34.6%	
净负债比率	43.64%	37.71%	36.37%	31.78%	
流动比率	1.60	1.84	2.31	2.58	
速动比率	1.45	1.69	2.17	2.46	
营运能力					
总资产周转率	1.03	1.17	1.35	1.37	
应收账款周转率	14	19	25	31	
应付账款周转率	5.93	8.74	11.99	16.05	
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.76	0.98	1.16	
每股经营现金流(最新摊薄)	0.33	1.74	1.03	1.52	
每股净资产(最新摊薄)	2.46	2.86	3.79	4.87	
估值比率					
P/E	33.35	24.37	18.84	15.93	
P/B	7.53	6.46	4.87	3.80	
EV/EBITDA	23	18	15	13	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

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:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中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;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801