

短期博弈不定，基本面向好无疑

对益佰制药股权激励计划修订方案的点评

报告关键点:

- 公司股权激励计划修订方案获中国证监会无异议审核，激励计划能否顺利实施还需股东大会投票表决；
- 我们坚持认为公司较强的市场能力结合逐步丰富的品种梯队，假以时日耐心等待，业绩会有突出表现。

报告摘要:

- **激励计划修订方案获得证监会无异议审核。**公司公告其A股限制性股票激励计划修订方案已获中国证监会审核无异议，同时董事会也表决通过了该修订方案，但其能否顺利实施还需要2012年1月16日股东大会的投票表决。市场认为公司此前公布的激励计划草案授予价格和行权条件较低，对公司管理层的激励作用不强，但是我们认为无论如何激励方案将核心管理团队与公司的经营更紧密地结合起来，在很大程度上实现了二者利益上的统一，未来对公司的经营发展有促进作用，所以我们对股东大会的投票表决持谨慎乐观的态度。
- **激励计划修订方案与草案比较变化不大。**对比前后公告的两个方案，授予价格、授予方式、授予条件、解锁安排、解锁条件等内容均无变化，最显著的变动在于激励对象的变动，总经理窦启玲（兼董事长）、副总经理窦雅琪退出激励范围，原计划授予的股份分配给其余几位高管。大股东退出激励计划后，在股东大会投票表决环节的权重增大，机构投资者与个人投资者投票表决的权重相对削弱，双方如果不能有效沟通，其分歧会给投票表决带来不确定性。
- **持续看好公司较强的市场能力与逐步丰富的产品梯队未来发挥协同作用。**公司肿瘤线产品在原有产品艾迪注射液、复方斑蝥胶囊的基础上，增加了洛铂、科博肽（癌症镇痛）等新产品，这些产品纳入到公司的销售体系后，我们预期会产生良好的协同作用。心脑血管产品线，在原有杏丁的基础上，2012年米搞心乐滴丸将获批，也将丰富心脑血管产品线的同时，发挥协同作用。
- **投资建议：维持“增持-A”的投资评级，维持12个月目标价至25.20元。**我们预测公司2011-2013年的每股收益分别为0.72元、0.99元与1.34元。维持12个月目标价为25.2元，维持“增持-A”的投资评级。
- **风险提示：**中药注射剂质量风险；洛铂等产品销售不达预期。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,307.4	1,467.5	1,849.2	2,317.7	2,852.5
Growth(%)	13.3%	12.2%	26.0%	25.3%	23.1%
净利润	121.8	195.6	255.8	348.3	473.0
Growth(%)	24.1%	60.6%	30.8%	36.2%	35.8%
毛利率(%)	72.3%	77.1%	75.7%	76.2%	77.1%
净利润率(%)	9.3%	13.3%	13.8%	15.0%	16.6%
每股收益(元)	0.42	0.55	0.72	0.99	1.34
每股净资产(元)	1.99	2.46	3.00	3.69	4.49
市盈率	38.1	28.9	21.9	16.1	11.9
市净率	8.0	6.5	5.3	4.3	3.5
净资产收益率(%)	17.4%	22.5%	24.1%	26.7%	29.7%
ROIC(%)	22.9%	30.1%	28.3%	29.2%	33.1%
EV/EBITDA	22.6	25.0	17.3	13.0	9.7
股息收益率	0.4%	0.0%	0.9%	1.6%	3.0%

评级:

增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格:

25.20 元

期限: 12 个月 上次预测: 25.20 元

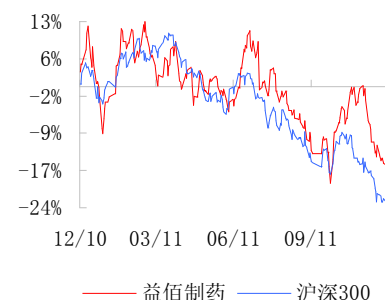
现价 (2011 年 12 月 28 日): 15.90 元

报告日期:

2011-12-29

总市值(百万元)	5,608.80
流通市值(百万元)	5,608.80
总股本(百万股)	352.76
流通股本(百万股)	352.76
12 个月最低/最高	15.18/21.75 元
十大流通股东(%)	49.42%
股东户数	16,881

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(5.60)	5.45	8.42
绝对收益	(15.91)	(6.14)	(15.78)

 邹敏
 021-68766073
 执业证书编号

 首席行业分析师
 zoumin@essence.com.cn
 S1450511080003

报告联系人

吴永强

 010-66581629
 wuyq@essence.com.cn

前期研究成果

益佰制药：季报增速回升	2011-10-24
益佰制药：再塑金身，重铸辉煌	2011-05-02
益佰制药：耐心守候，等待花开	2011-04-25

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-12-28		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						成长性					
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	营业收入增长率	13.3%	12.2%	26.0%	25.3%	23.1%
减: 营业成本	1,307.4	1,467.5	1,849.2	2,317.7	2,852.5	营业利润增长率	15.8%	62.3%	37.1%	35.7%	135.9%
营业税费	362.2	335.4	449.9	550.5	651.8	净利润增长率	24.1%	60.6%	30.8%	36.2%	35.8%
销售费用	16.1	18.6	23.5	29.4	36.2	EBITDA 增长率	-1.7%	50.1%	19.3%	32.8%	33.5%
管理费用	633.8	708.3	906.1	1,124.1	1,369.2	EBIT 增长率	3.1%	57.0%	31.4%	34.5%	34.9%
财务费用	119.1	126.9	160.9	199.3	239.6	NOPLAT 增长率	9.0%	54.0%	24.2%	34.9%	34.8%
资产减值损失	16.0	17.9	11.0	10.9	10.4	投资资本增长率	17.1%	31.9%	30.7%	18.9%	17.5%
加: 公允价值变动收益	11.1	51.3	5.0	5.0	5.0	净资产增长率	18.9%	23.2%	22.1%	23.0%	21.8%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-						
营业利润	-14.1	10.3	8.0	10.0	15.0						
加: 营业外净收支	135.1	219.4	300.9	408.4	555.2	利润率					
利润总额	9.7	-8.2	2.0	4.0	5.0	毛利率	72.3%	77.1%	75.7%	76.2%	77.1%
减: 所得税	144.8	211.1	302.9	412.4	560.2	营业利润率	10.3%	15.0%	16.3%	17.6%	19.5%
净利润	21.3	14.2	45.4	61.9	84.0	净利润率	9.3%	13.3%	13.8%	15.0%	16.6%
资产负債表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBITDA/营业收入	14.3%	19.1%	18.1%	19.2%	20.8%
货币资金	188.8	189.9	211.1	267.3	336.8	EBIT/营业收入	11.6%	16.2%	16.9%	18.1%	19.8%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	运营效率					
应收账款	209.8	304.3	279.9	377.2	502.9	固定资产周转天数	79	62	52	45	40
应收票据	245.6	329.3	431.8	508.0	508.0	流动营业资本周转天数	52	97	122	134	137
预付帐款	58.7	370.5	379.5	390.5	403.5	流动资产周转天数	193	229	232	228	224
存货	99.8	99.2	120.5	147.8	178.0	应收账款周转天数	30	26	24	26	28
其他流动资产	-	-	-	-	-	存货周转天数	32	24	21	21	21
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	344	349	332	313	297
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	182	203	211	209	201
长期股权投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROE	17.4%	22.5%	24.1%	26.7%	29.7%
固定资产	249.3	255.5	273.9	304.7	333.2	ROA	9.6%	12.6%	13.9%	16.1%	18.8%
在建工程	23.5	1.3	30.8	42.5	43.5	ROIC	22.9%	30.1%	28.3%	29.2%	33.1%
无形资产	104.6	121.9	102.9	89.5	79.5	费用率					
其他非流动资产	102.0	121.0	122.3	127.3	141.9	销售费用率	48.5%	48.3%	49.0%	48.5%	48.0%
资产总额	1,282.2	1,564.9	1,850.1	2,178.5	2,527.2	管理费用率	9.1%	8.6%	8.7%	8.6%	8.4%
短期债务	230.2	249.6	260.0	270.0	280.0	财务费用率	1.2%	1.2%	0.6%	0.5%	0.4%
应付帐款	141.2	123.3	176.3	212.7	230.4	三费/营业收入	58.8%	58.1%	58.3%	57.6%	56.8%
应付票据	0.6	-	2.5	1.3	0.4	偿债能力					
其他流动负债	169.0	264.2	317.6	350.1	381.7	资产负债率	44.6%	44.0%	42.2%	39.6%	36.6%
长期借款	30.0	21.0	20.0	20.0	20.0	负债权益比	80.4%	78.6%	73.0%	65.6%	57.7%
其他非流动负债	0.3	0.4	4.2	8.9	12.8	流动比率	1.48	1.60	1.75	1.94	2.16
负债总额	571.3	688.8	780.5	863.0	925.2	速动比率	1.30	1.45	1.59	1.76	1.96
少数股东权益	9.8	9.9	11.4	13.5	16.3	利息保障倍数	9.47	13.25	28.45	38.60	54.28
股本	235.2	352.8	352.8	352.8	352.8	分红指标					
留存收益	466.0	513.5	705.3	949.1	1,232.9	DPS(元)	0.07	-	0.14	0.25	0.47
股东权益	710.9	876.1	1,069.6	1,315.4	1,602.1	分红比率	19.3%	0.0%	20.0%	25.0%	35.0%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	股息收益率	0.4%	0.0%	0.9%	1.6%	3.0%
净利润	123.6	195.6	255.8	348.3	473.0	业绩和估值指标					
加: 折旧和摊销	39.6	47.7	23.0	25.3	27.7	EPS(元)	0.42	0.55	0.72	0.99	1.34
资产减值准备	11.1	51.3	5.0	5.0	5.0	BVPS(元)	1.99	2.46	3.00	3.69	4.49
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	38.1	28.9	21.9	16.1	11.9
财务费用	15.7	15.9	11.0	10.9	10.4	PB(X)	8.0	6.5	5.3	4.3	3.5
投资收益	14.1	-10.3	-8.0	-10.0	-15.0	P/FCF	252.5	676.6	-104.1	44.7	24.7
少数股东损益	1.8	1.3	1.7	2.3	3.1	P/S	4.3	3.8	3.0	2.4	2.0
营运资金的变动	-74.5	-197.0	149.1	-171.3	-208.8	EV/EBITDA	22.6	25.0	17.3	13.0	9.7
经营活动产生现金流量	103.9	115.7	437.5	210.5	295.5	CAGR(%)	41.6%	34.2%	33.2%	31.8%	27.9%
投资活动产生现金流量	-2.5	-78.0	-65.0	-54.0	-40.0	PEG	0.9	0.8	0.7	0.5	0.4
融资活动产生现金流量	35.9	-71.4	-82.7	-87.9	-166.0	ROIC/WACC	2.4	3.1	2.9	3.0	3.4
						REP	2.5	2.4	1.6	1.3	1.0

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

邹敏，首席行业分析师。毕业于南京大学生物工程系，上海交通大学 MBA。4 年医药行业工作经历和 6 年证券研究经历。2011 年 6 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

邹敏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方祥

021-68765913

张勤

021-68763879

凌洁

021-68765237

潘冬亮

010-59113590

胡珍

0755-82558073

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

朱贤

021-68765293

梁涛

021-68766067

周蓉

010-59113563

马正南

010-59113593

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034