

证券研究报告—动态报告/公司快评

医药保健

制药与生物

益佰制药（600594）

重大事件快评

谨慎推荐

（维持评级）

2012年02月15日

经营趋势和估值具吸引力

证券分析师：贺平鸽

0755-82133396

hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120026

证券分析师：丁丹

0755-82139908

dingdan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120006

联系人：杜佐远

0755-82130473

duzyuan@guosen.com.cn

事项：

益佰制药公告：部分激励对象放弃认购公司限制性股票，实际授予的限制性股票数量由1000万股减少到801.6万股。

国信观点：本次放弃认购对象为中低层管理人员，公司的核心高管都参与认购。由于之前公司股价下跌较多和个人原因导致部分中下层管理人员放弃认购。另一方面，核心高管在股价大幅下跌时连续增持公司股份，显示对公司发展的信心。公司产品线有一定特色，营销实力突出，经历2010年的营销改革和短期阵痛，业绩持续改善，2011年各项业务表现良好。随着股权激励的授予完毕，销售费用率有望逐步下降，业绩有望得以逐步体现。

若不考虑股权激励，则11-13年EPS0.70/0.90/1.11，增长26%/29%/23%，对应11-13年PE22/17/14，估值偏低。若考虑股权激励，则11-13年EPS0.67/0.85/1.05，增长24%/25%/25%，对应11-13年PE23/18/15，股权激励摊薄11-13年EPS4%/7%/5%，估值仍相对较低。限制性股票激励已授予完毕，短期压制股价因素告一段落，考虑到公司经营逐渐向好而估值相对偏低，建议择机增持，一年期目标价20-22元（12PE 24-26）。

评论：

■ 核心高管参认同公司股权激励计划

部分放弃参与的对象主要是中低层管理人员。公司激励计划拟授予限制性股票1000万股，在授予股票过程中，31名激励对象放弃认购其全部限制性股票，28名激励对象放弃认购其部分限制性股票。因此实际授予的限制性股票数量由1000万股减少到801.6万股，占公司总股本的2.27%，实际参与公司激励计划的人数也由131人减少到100人。

核心高管都参与认购。放弃认购对象为中下层管理层，放弃认购主要原因为：一是由于医药板块之前大跌，公司股价曾跌至12.70元，未认购限制性股票的管理层可以在该价位从二级市场上购入公司股票（考虑限制性股票高额税收、银行贷款利息、资金时间成本等因素，通过该价位从二级市场上购买股票与通过认购限制性股票的成本相近（授予价10元/股））。二是未认购限制性股票的管理层由于个人资金不足、担心资本市场波动太大等个人原因放弃认购。

股权激励摊销费用大幅下降，对业绩摊薄力度下降。由于股价下跌以及实际授予股票数量减少，公司股权激励摊销费用从之前预计的1亿元下降到4489万元，分四年摊销，对业绩摊薄力度大大下降。目前限制性股票已授予完毕，短期压制股价因素告一段落。

■ 核心高管二级市场连续增持彰显公司长期发展信心

我们从上交所网站查询到，前期股价大幅下跌时，董事长在二级市场5次增持股份，共增持567万股，占总股本1.61%，增持均价14.41元/股，至此董事长持股比例从之前的22.51%增加到目前的24.08%。同时公司另一核心高管郎洪平（副总经理、负责公司对外投资、研发、行政、各子公司管理协调等公司）也从二级市场增持45万股，增持均价13.70元/股，加上股权激励授予的90万股，目前共持股346万股，持股比例从之前的0.58%增加到目前的0.96%。（注：上述增持信息公司未发布公告，仅在上交所填报；总股本已包含实际授予的股权激励股票数量，即总股本为3.61亿股）

表 1: 近期高管二级市场增持公司股份情况

董监高姓名	职务	本次变动前持股数 (单位: 股)	变动数 (单位: 股)	本次变动平均价格 (单位: 元/股)	变动后持股数 (单位: 股)	变动原因	变动日期	填报日期
窦啟玲	董事长	85,449,649	1,424,569	14.760	86,874,218	二级市场买卖	2012-02-02	2012-02-06
窦啟玲	董事长	85,122,899	326,750	14.710	85,449,649	二级市场买卖	2012-02-01	2012-02-02
窦啟玲	董事长	83,312,662	1,658,537	14.690	84,971,199	二级市场买卖	2012-01-30	2012-02-02
窦啟玲	董事长	84,971,199	151,700	14.650	85,122,899	二级市场买卖	2012-01-31	2012-02-02
窦啟玲	董事长	81,206,585	2,106,077	13.900	83,312,662	二级市场买卖	2012-01-20	2012-01-20
郎洪平	副总经理	2,106,000	450,000	13.700	2,556,000	二级市场买卖	2012-01-19	2012-01-20

资料来源: 上交所、国信证券经济研究所整理

■ 处方药保持快速增长, OTC 因 2011 年下半年提价控货收入有所下降

预计 2011 年处方药收入增长 27-28%，其中艾迪增长 22%，康赛迪增长 25%，杏丁增长 30%，洛铂约 8000 万元；OTC 因 9 月份提价而控制发货全年收入有所下降。

■ 经营趋势和估值具吸引力, 维持“谨慎推荐”评级

公司产品线有一定特色, 营销实力突出, 经历 2010 年的营销改革和短期阵痛, 业绩持续改善, 2011 年各项业务表现良好。随着股权激励的授予完毕, 销售费用率有望逐步下降, 业绩因此有望得以逐步体现。

若不考虑股权激励, 则 11-13 年 EPS 0.70/0.90/1.11, 增长 26%/29%/23%, 对应 11-13 年 PE 22/17/14, 估值偏低。若考虑股权激励, 则 11-13 年 EPS 0.67/0.85/1.05, 增长 24%/25%/25%, 对应 11-13 年 PE 23/18/15, 股权激励摊薄 11-13 年 EPS 4%/7%/5%, 估值仍相对较低。限制性股票激励已授予完毕, 短期压制股价因素告一段落, 考虑到公司经营逐渐向好而估值相对偏低, 维持“谨慎推荐”评级, 一年期目标价 20-22 元 (12PE 24-26)。

表 2: 益佰制药股权激励业绩解锁条件和国信业绩预测

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
解锁条件	收入	1154	1307	1467		
	增速	15%	13%	12%		
	净利润/扣非后净利润	98	122	196	234	316
	增速	6%	24%	61%	20%	16%
	摊薄 EPS (总股本 3.61 亿)	0.27	0.34	0.54	0.65	0.88
	加上股权激励成本后的实际净利润/扣非后净利润	98	122	196	243	342
	增速	6%	24%	61%	24%	25%
国信预测 (股权激励前)	摊薄 EPS (总股本 3.61 亿)	0.27	0.34	0.54	0.67	0.95
	收入	1154	1307	1467	1817	2200
	增速	15%	13%	12%	24%	21%
	净利润	98	122	196	247	319
	增速	47%	24%	61%	26%	29%
	摊薄 EPS (总股本 3.53 亿)	0.28	0.35	0.55	0.70	0.90
	1.11					
国信预测 (股权激励后)	收入	1154	1307	1467	1817	2200
	增速	15%	13%	12%	24%	21%
	净利润	98	122	196	243	305
	增速	6%	24%	61%	24%	25%
	摊薄 EPS (总股本 3.61 亿)	0.27	0.34	0.54	0.67	0.85
	1.05					
	EPS 摊薄比例	98	122	196	247	319
	加上股权激励成本后的实际净利润/扣非后净利润	47%	24%	61%	26%	29%
	增速	0.27	0.34	0.54	0.68	0.88
	1.08					
	摊薄 EPS (总股本 3.61 亿)				4%	7%
	5%					

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 3: 益佰制药分产品收入—成本预测 (百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
处方药						
收入	853	931	1130	1444	1756	2092
同比增长	19%	9%	21%	27.80%	21.62%	19.15%
毛利率	84.54%	81.00%	83.09%	89.00%	89.30%	89.50%
其中: 艾迪注射液						
收入	394	504	590	719	863	1019
同比增长	36%	28%	17%	22%	20%	18%
复方斑蝥胶囊(康赛迪)						
收入	76	106	135	169	206	247
同比增长	34%	39%	27%	25%	22%	20%
洛铂						
收入		5	30	77	122	177
同比增长				155%	60%	45%
银杏达莫注射液(杏丁)						
收入	209	248	291	378	446	513
同比增长	9%	19%	17%	30%	18%	15%
其他						
收入	174	67	84	101	118	136
同比增长	-3%	-61%	25%	20%	17%	15%
OTC						
收入	216	242	199	189	217	239
同比增长	-19%	12%	-18%	-5.00%	15.00%	10.00%
毛利率	58.22%	61.33%	72.24%	75.50%	76.00%	76.00%
其他(医疗服务等)						
收入	85	134	139	167	197	226
同比增长	297%	57%	4%	20%	18%	15%
毛利率	31.28%	31.63%	35.84%	36.00%	36.00%	36.00%
合计						
收入	1154	1307	1467	1799	2170	2557
同比增长	15%	13%	12%	22.62%	20.59%	17.86%
毛利率	75.68%	72.30%	77.14%	82.67%	83.13%	83.50%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

附表 1: 益佰制药激励对象认购公司 A 股限制性股票情况

股东姓名	职务	获授数量 (万股)	认购数量 (万股)	放弃数量 (万股)
郎洪平	副总经理	90	90	
汪志伟	副总经理、董秘	90	90	
张圣贵	副总经理、销售总监	90	90	
冯志刚	副总经理	45	45	
代远富	财务经理	28	28	
田晓红	益佰医药销售副总	18	18	
夏晓辉	技术总监	13	10	3
余亚平	后台营运总监	13	13	
曾建国	灌南医院副院长、财务经理	12	12	
罗玉华	技术副总监	11	11	
陈钢	财务结算中心主任	12	12	
张林生	政府事务部部长	10	10	
杨青波	技术研发部部长	8	8	
胥聪	质保部部长	7	2	5
曾宪体	董事会秘书处主任	7	7	
徐蓉	知识产权部部长	7	1	6
田紫平	政府事务部副部长	6	2	4
张长明	审计部部长	6	6	
楚平	总经办主任	6	6	
隋东虎	技术研发中心医学部部长	5	0	5
熊新祥	人力资源总监	5	3	2
林珂	公共关系部部长	4	4	
余华	财务部资金主管	4	4	
宁宏忻	行政部部长	4	4	
汪立冬	成本控制中心主任	3	2	1
刘志刚	技术总监助理	3	1	2
陈庆琳	行政部副部长	4	4	
叶生凤	政府事务部副部长	4	4	
黄建萍	民族制药财务经理	2	0	2
杨莹莹	财务部成本主管	2	2	
王楠	公共关系部副部长	3	0	3
王军	技术研发部副部长	3	3	
黄萍	长安医药拓展部全国总监	7	0	7
李锦巍	长安医药处方部药全国总	监		
徐惠颀	长安医药商务部全国总监	6	0	6
曹开阳	长安医药市场部全国总监	6	0	6
黄刚	长安医药行政部总监	6	2	4
沈财章	长安医药处方部大区经理	3	0	3
齐守利	长安医药处方部大区经理	3	0	3
张茂峰	长安医药处方部大区经理	3	0	3
孙宝娟	长安医药处方部大区经理	3	0	3
姜韬	IT信息部部长	8	8	
郑云锋	投资部副总监	7	7	
曾国晖	风控部部长	6	6	
韩立新	投资部副总监	6	6	
代薇	投资部副部长	5	5	
王胜	投资部副部长	3	3	
夏昌林	口服制剂事业部部长	8	6	2
陈建国	项目办主任	5	5	
黄彩河	注射剂事业部部长	5	5	
李海霞	供应科科长	5	5	
熊仕芳	漓江制药总经理	3	3	
文君	南诏药业总经理	3	0	3
苏凯	南诏药业总工程师	3	3	
赵富贵	设备科科长	2	0	2
徐建年	民族药业总经理	1	0	1
包世萍	益佰医药肿瘤事业部南中国总监	13	13	
孙昊	益佰医药普药部总监	12	10	2
陆观叠	益佰医药 KEKE 品牌推广部总监	10	10	

谢道明	益佰医药口服药事业部总监	10	0	10
胡鹏举	益佰医药商务部总监	10	9.3	0.7
李俊荣	益佰医药招商部总监	10	10	
范明军	益佰医药百杰依事业部总监	9	9	
陈旭光	益佰医药男科产品事业部总监	9	9	
王化文	益佰医药新佳瑞事业部总监	9	9	
刘羿	益佰医药循环药事业部总监	9	5	4
闫宗华	益佰医药商务部大区经理	8	2	6
曹艺	益佰医药 KEKE 品牌推广部副总监	8	3	5
张宝鹤	益佰医药产品规划部总监	8	8	
张桂芹	益佰医药基础医院部总监	8	4	4
胡峰	益佰医药市场部产品经理	7	0	7
袁晖	益佰医药口服药事业部大区经理	7	1	6
黄毅	益佰医药采购部总监	7	7	
杨晓平	益佰医药行政部总监	7	7	
李友军	益佰医药基础医院部大区经理	6	6	
宋业辉	益佰医药商务部大区经理	6	6	
张金田	益佰医药循环药事业部大区经理	6	1	5
李林	益佰医药循环药事业部大区经理	6	3	3
黄涛	益佰医药肿瘤药事业部南中国大区经理	6	6	
陈彬	益佰医药肿瘤药事业部南中国大区经理	6	6	
李小来	益佰医药肿瘤药事业部南中国大区经理	6	2	4
杨帆	益佰医药 KEKE 品牌推广部大区经理	5	2	3
蹇登正	益佰医药百杰依事业部大区经理	5	5	
邹庆中	益佰医药百杰依事业部大区经理	5	5	
饶堂元	益佰医药品服药事业部大区经理	5	0	5
王彦	益佰医药品服药事业部大区经理	5	5	
陈李红	益佰医药品服药事业部大区经理	5	1	4
卓孟丽	益佰医药男科产品事业部大区经理	5	0	5
李宇航	益佰医药商务部大区经理	5	5	
朱宏云	益佰医药循环药事业部大区经理	5	2	3
黄雪平	益佰医药循环药事业部大区经理	5	5	
解锡军	益佰医药新佳瑞事业部副总监	5	5	
周炜	益佰医药市场部总监	5	5	
李彤	益佰医药肿瘤药事业部北中国总监	5	0	5
任海斌	益佰医药百杰依事业部大区经理	4	4	
白仁浩	益佰医药基础医院部大区经理	4	4	
黄旭升	益佰医药新佳瑞事业部大区经理	4	2	2
黄佑恒	益佰医药循环药事业部大区经理	4	0	4
刘元成	益佰医药肿瘤药事业部南中国大区经理	4	4	
张力	益佰医药市场部产品经理	3	0	3
郭立宇	益佰医药市场部产品经理	3	0	3
陶成恩	益佰医药 KEKE 品牌推广部大区经理	3	3	
张俊国	益佰医药百杰依部大区经理	3	0	3
谢松青	益佰医药口服药部大区经理	3	0	3
段克	益佰医药口服药部大区经理	3	0	3
任宏博	益佰医药商务部大区经理	3	3	
陈筑刚	益佰医药招商部大区经理	3	3	
谢伟	益佰医药招商部大区经理	3	0	3
何江	益佰医药肿瘤药事业部北中国大区经理	3	2	1
肖永前	益佰医药肿瘤药事业部北中国大区经理	3	3	
李平	益佰医药市场部副总监	3	2.8	0.2
龙燕萍	益佰医药产品规划部招标办经理	3	3	
马晓红	益佰医药普药部区域经理	3	3	
廖秀清	益佰医药普药部区域经理	3	3	
郭峰华	益佰医药普药部区域经理	3	3	
胡涛	益佰医药普药部区域经理	3	3	
梁建明	益佰医药普药部区域经理	3	0	3
高峰	益佰医药市场部产品经理	2	2	
梁春华	益佰医药商务部大区经理	2	1.5	0.5
胡永恒	益佰医药招商部大区经理	2	1	1
阮洁柳	益佰医药财务物流中心主管	2	1	1

黄晓曲	益佰医药财务物流中心主管	2	2	
杨帆	益佰医药普药部区域经理	2	2	
洪海伟	益佰医药基础医院部大区经理	1	0	1
丁一	益佰医药基础医院部大区经理	1	1	
何依婧	益佰医药商务部大区经理	1	0	1
曾云建	益佰医药肿瘤药事业部北中国大区经理	1	0	1
雷爱华	益佰医药肿瘤药事业部北中国大区经理	1	0	1
徐振锋	益佰医药普药部区域经理	1	1	
杨云	益佰医药普药部区域经理	1	1	
凌锋	益佰医药普药部区域经理	1	1	
合计		1,000	801.6	198.4

资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

附表 2：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E	利润表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	190	340	456	620	营业收入	1467	1799	2170	2557
应收款项	675	827	998	1176	营业成本	335	312	366	422
存货净额	99	83	88	91	营业税金及附加	19	23	27	32
其他流动资产	101	87	105	123	销售费用	708	999	1200	1409
流动资产合计	1065	1337	1647	2011	管理费用	127	150	191	218
固定资产	257	264	269	271	财务费用	18	15	11	13
无形资产及其他	122	117	112	107	投资收益	10	(3)	(3)	(3)
投资性房地产	121	121	121	121	资产减值及公允价值变动	(51)	(10)	(10)	(10)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1565	1839	2149	2510	营业利润	219	288	361	450
短期借款及交易性金融负债	280	300	300	300	营业外净收支	(8)	0	0	0
应付款项	48	53	62	72	利润总额	211	288	361	450
其他流动负债	339	410	494	577	所得税费用	14	43	54	68
流动负债合计	667	762	856	950	少数股东损益	1	2	2	3
长期借款及应付债券	21	29	29	29	归属于母公司净利润	196	243	305	380
其他长期负债	1	1	1	1					
长期负债合计	22	30	30	30					
负债合计	689	792	886	979					
少数股东权益	10	11	13	15					
股东权益	866	1036	1250	1516					
负债和股东权益总计	1565	1839	2149	2510					

现金流量表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	196	243	305	380
资产减值准备	40	1	0	0
折旧摊销	43	37	40	43
公允价值变动损失	51	10	10	10
财务费用	18	15	11	13
营运资本变动	(163)	(46)	(100)	(106)
其它	(39)	1	2	2
经营活动现金流	128	245	257	328
资本开支	(3)	(50)	(50)	(50)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(3)	(50)	(50)	(50)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(9)	8	0	0
支付股利、利息	(48)	(73)	(91)	(114)
其它融资现金流	(9)	20	0	0
融资活动现金流	(124)	(45)	(91)	(114)
现金净变动	1	151	115	164
货币资金的期初余额	189	190	340	456
货币资金的期末余额	190	340	456	620
企业自由现金流	137	210	218	291
权益自由现金流	118	225	209	280

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.54	0.67	0.85	1.05
每股红利	0.14	0.20	0.25	0.32
每股净资产	2.46	2.87	3.46	4.20
ROIC	25%	22%	26%	29%
ROE	23%	23%	24%	25%
毛利率	77%	83%	83%	84%
EBIT Margin	19%	18%	18%	19%
EBITDA Margin	22%	20%	20%	20%
收入增长	12%	23%	21%	18%
净利润增长率	61%	24%	25%	25%
资产负债率	45%	44%	42%	40%
息率	1%	1%	2%	2%
P/E	28.6	23.0	18.3	14.7
P/B	6.3	5.4	4.5	3.7
EV/EBITDA	19.1	18.1	15.2	12.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告：

《益佰制药-600594-业绩如期逐步体现》——2011-10-22

《益佰制药-600594-业绩有望逐步体现》——2011-07-31

《业绩持续改善，销售费用过高至季报低于预期》——2011-04-29

《益佰制药-600594-业绩持续改善，销售费用过高至季报低于预期》——2011-04-29

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。