

审慎推荐-A (维持)

益佰制药 600594.SH

目标估值: 0.00-0.00 元

当前股价: 18.55 元

2017年03月09日

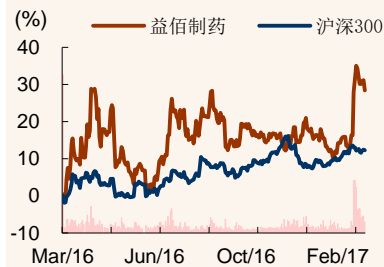
受益医保目录调整 高管增持彰显信心

基础数据

上证综指	3241
总股本(万股)	79193
已上市流通股(万股)	79193
总市值(亿元)	147
流通市值(亿元)	147
每股净资产(MRQ)	4.9
ROE(TTM)	8.3
资产负债率	36.5%
主要股东	窦啟玲
主要股东持股比例	23.15%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	15	7	32
相对表现	12	4	21



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

李勇剑

0755-83271617
liyj10@cmschina.com.cn
S1090515080002

李珊珊

0755-83734347
lishsh@cmschina.com.cn
S1090511040046

研究助理

李点典
liidiandian@cmschina.com.cn

独家品种洛铂在完成前期医院拓展工作后于 2016 年取得爆发, 医保取消限制后有望继续放量; 公司产品受益医保目录调整: 4 个新增, 2 个取消限制, 2 个调整为甲类, 后续空间巨大; 核心管理人员增持合计 1.59 亿元的公司股票, 显示了对公司未来发展的坚定信心。我们看好公司肿瘤药品+医生集团+肿瘤专科医院/治疗中心的闭环模式, 期待公司医保受益药品的持续放量和肿瘤医疗服务带来的业绩弹性, 维持推荐。

- **2016 年洛铂销售额爆发, 取消限制后有望继续放量。**2016 年独家品种洛铂在完成前期医院拓展后取得 3.61 亿的销售额, 同比增长约 80%。新医保目录取消了洛铂原来“限其他铂类药物无效或不能耐受”的限制, 该产品未来将与顺铂等进行直接竞争, 有利于的充分发挥其副作用小等优势, 后续有望保持 30%以上的增速。
- **多品种受益医保目录调整。**17 年医保目录调整, 公司产品艾愈胶囊、理气活血滴丸、丹灯通脑滴丸、妇科调经滴丸 4 个药品新进入医保目录, 洛铂和复方斑蝥胶囊解除适应症限制, 葆宫止血颗粒和妇炎消胶囊医保分类由乙类调整为甲类, 同时艾迪注射液没有被划分为辅助用药。艾愈作为公司肿瘤领域的独家品种, 预计潜在规模 5 亿以上; 独家品种理气活血滴丸有望成为公司心血管类的重磅品种, 市场潜力巨大。
- **收购绵阳富临医院, 医疗服务项目陆续落地。**公司已与四川富临实业集团签订协议, 在后者完成富临医院变更为营利性医疗机构之后, 以 1.35 亿元收购富临医院 90%的股权。该医院是公司在西南地区的第一家综合性医院, 对公司在西南地区的医疗服务业务具有战略意义, 预计公司后续还会有医院/肿瘤治疗中心项目落地, 为 17 年医疗服务业绩的高成长提供支撑。
- **高管增持彰显信心。**近日, 包括董事长和总经理在内的 25 名高管合计增持 906 万股公司股票, 占总股本的 1.14%, 增持金额 1.59 亿, 均价 17.50 元/股。核心高管集体大额增持充分表明了其对公司发展规划和前景的高度认可; 同时利益捆绑有望激发经营效率的进一步提升。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	3157	3303	3699	4346	5041
同比增长	13%	5%	12%	18%	16%
营业利润(百万元)	524	195	465	560	668
同比增长	6%	-63%	139%	20%	19%
净利润(百万元)	478	189	387	472	562
同比增长	11%	-60%	104%	22%	19%
每股收益(元)	1.13	0.24	0.49	0.60	0.71
PE	16.4	77.6	38.0	31.1	26.1
PB	2.3	4.1	3.8	3.5	3.1

资料来源: 公司数据、招商证券

盈利预测: 预计公司 17 和 18 年归母净利润增速为 22%和 19%，EPS 分别为 0.59 元和 0.70 元。我们认为公司药品销售将得到此次医保目录调整的极大推动，看好公司肿瘤医疗服务业务的持续落地，维持推荐。

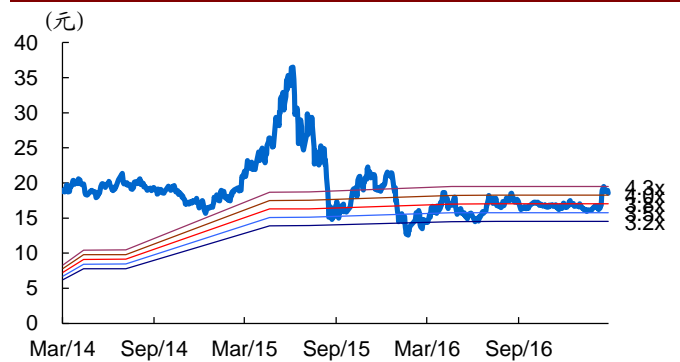
风险提示: 地方药品政策风险；招标降价风险；医疗服务标的并购进度不达预期风险。

图 1: 益佰制药历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 益佰制药历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2706	2580	3367	3843	4415
现金	1053	1050	1639	1808	2051
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	665	681	763	896	1040
应收款项	246	236	244	287	333
其它应收款	92	51	57	67	78
存货	352	208	240	284	331
其他	298	353	424	500	583
非流动资产	2789	3008	2941	2881	2827
长期股权投资	11	0	0	0	0
固定资产	566	905	877	852	829
无形资产	356	336	302	272	245
其他	1856	1767	1762	1757	1754
资产总计	5496	5588	6308	6724	7243
流动负债	1754	1702	1922	1955	1998
短期借款	510	802	900	800	700
应付账款	98	158	190	224	262
预收账款	218	323	387	457	532
其他	929	420	445	474	504
长期负债	300	300	500	500	500
长期借款	251	251	451	451	451
其他	49	49	49	49	49
负债合计	2054	2002	2422	2455	2498
股本	396	792	792	792	792
资本公积金	1164	768	768	768	768
留存收益	1870	2012	2307	2684	3151
少数股东权益	11	13	19	25	33
归属于母公司所有者权益	3430	3572	3867	4244	4712
负债及权益合计	5496	5588	6308	6724	7243

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	542	574	494	478	542
净利润	478	189	387	472	562
折旧摊销	91	100	119	112	106
财务费用	38	51	61	64	57
投资收益	(28)	3	(2)	(3)	(4)
营运资金变动	(43)	229	(78)	(179)	(192)
其它	5	1	7	11	13
投资活动现金流	(788)	(935)	(52)	(52)	(52)
资本支出	(204)	(288)	(52)	(52)	(52)
其他投资	(584)	(647)	0	0	0
筹资活动现金流	1188	322	147	(256)	(248)
借款变动	110	417	298	(100)	(100)
普通股增加	35	396	0	0	0
资本公积增加	1040	(396)	0	0	0
股利分配	0	(39)	(92)	(95)	(95)
其他	2	(56)	(59)	(61)	(53)
现金净增加额	942	(39)	589	170	242

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3157	3303	3699	4346	5041
营业成本	571	632	758	895	1044
营业税金及附加	54	55	62	73	84
营业费用	1747	2045	2027	2377	2758
管理费用	230	312	314	369	429
财务费用	40	53	61	64	57
资产减值损失	18	8	13	10	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	28	(3)	2	3	4
营业利润	524	195	465	560	668
营业外收入	43	41	18	20	22
营业外支出	10	8	20	15	17
利润总额	557	227	463	565	673
所得税	75	35	71	86	103
净利润	481	192	392	479	570
少数股东损益	3	3	5	7	8
归属于母公司净利润	478	189	387	472	562
EPS (元)	1.13	0.24	0.49	0.60	0.71

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	13%	5%	12%	18%	16%
营业利润	6%	-63%	139%	20%	19%
净利润	11%	-60%	104%	22%	19%
获利能力					
毛利率	81.9%	80.9%	79.5%	79.4%	79.3%
净利率	15.2%	5.7%	10.5%	10.9%	11.2%
ROE	13.9%	5.3%	10.0%	11.1%	11.9%
ROIC	11.5%	4.5%	8.5%	9.6%	10.4%
偿债能力					
资产负债率	37.4%	35.8%	38.4%	36.5%	34.5%
净负债比率	13.8%	18.8%	21.4%	18.6%	15.9%
流动比率	1.5	1.5	1.8	2.0	2.2
速动比率	1.3	1.4	1.6	1.8	2.0
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
存货周转率	2.1	2.3	3.4	3.4	3.4
应收帐款周转率	14.9	13.7	15.4	16.4	16.3
应付帐款周转率	6.4	4.9	4.4	4.3	4.3
每股资料 (元)					
每股收益	1.13	0.24	0.49	0.60	0.71
每股经营现金	1.28	0.72	0.62	0.60	0.68
每股净资产	8.13	4.51	4.88	5.36	5.95
每股股利	0.09	0.12	0.12	0.12	0.12
估值比率					
PE	16.4	77.6	38.0	31.1	26.1
PB	2.3	4.1	3.8	3.5	3.1
EV/EBITDA	13.3	26.7	13.0	11.3	10.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。