

中药

署名人: 余方升

S0960511090002

021-52286447

yufangsheng@china-invs.cn

益佰制药

600594

推荐

经营状况将维持稳健态势，重磅新品顺利开拓市场

公司 13 年上半年实现归属于母公司净利润约 1.32 亿，同比增长约 21.14%，对应 EPS 约 0.37 元。

投资要点:

- **中期收入增长较稳，利润符合预期。**公司 1-6 月实现营收约 10.35 亿，同比增长 9.34%；归属于母公司净利润 1.32 亿，同比增长 21.14%，对应 EPS 约 0.37 元。扣除非经常性损益后净利润约 1.26 亿，同比增长 26.59%。毛利率同比基本无变化，销售和管理费用率整体降低约 1 个百分点。经营现金流净额大幅增加 116.37%至 4.19 亿表明销售回款状况良好；
- **第 2 季度营业费用率下降较多。**第 2 季度收入同比增长 1.73%，单季实现 EPS 约 0.25 元，同比增长 17.93%。利润增长明显快于收入的主要原因是销售费用率同比下降 4.58 个百分点。
- **处方药整体终端消化情况较好，下半年将维持。**医药业务上半年实现营收约 10.32 亿，同比增长 9.18%，毛利率基本不变。具体来看：
  - 1-6 月处方药实现销售收入约 8.42 亿，同比增长 12.50%，增长较慢的主要原因是产品开票增速明显小于发货增长，季节性因素影响。终端消化来看，我们估计艾迪增长约 30%，银杏达莫有所减少主要是受价格下降影响，复方斑蝥胶囊增长 50%多，络铂增长 70%。预计 3 季度开始处方药业务报表收入增速会有较好提升；
  - OTC 实现营收约 1 亿，同比减少 16.01%，毛利率下降 8.29 个百分点。其中克咳胶囊下降较多，可能跟国内整体 OTC 市场不佳有关；
  - 医药服务销售收入达到 0.91 亿，同比增长 15.67%，毛利减少 1.47 个百分点至 37.12%。其中灌南人民医院上半年实现净利润约 0.08 亿。
- **重磅新品顺利开拓市场。**理气活血滴丸已经开始上市销售，凭借突出的疗效优势，未来有成长为 10 亿级别品种潜力。疏肝益阳胶囊上半年增长翻倍，预计全年收入将超过 0.5 亿。
- **推荐评级。**公司以肿瘤、心脑血管等领域为发展重点，通过稳定核心医院，加大基础市场投入，产品销售和推广得到持续强化。增发方案下半年有望获批，未来募投项目实施后将坚实产能基础。考虑到下半年合并百祥制药因素（预计今年贡献 0.29 亿净利润），我们调整公司 2013-15 年的 EPS 分别为 1.22、1.56 和 1.96 元（原分别为 1.16、1.45 和 1.76 元），同比分别增长 32%、28%和 25%，维持推荐评级。

**风险提示：**行业药品价格调控政策和反商业贿赂可能有所影响。

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	2253	2870	3457	4185
收入同比(%)	18%	27%	20%	21%
归属母公司净利润	333	441	564	707
净利润同比(%)	26%	32%	28%	25%
毛利率(%)	81.5%	81.9%	82.0%	82.2%
ROE(%)	21.7%	22.9%	23.0%	22.9%
每股收益(元)	0.92	1.22	1.56	1.96
P/E	32.89	24.86	19.43	15.49
P/B	7.12	5.69	4.48	3.54
EV/EBITDA	24	19	15	12

资料来源: 中投证券研究总部

6-12 个月目标价:

当前股价: 30.38 元

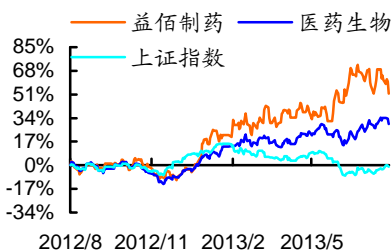
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2081.88
总股本(百万)	361
流通股本(百万)	356
流通市值(亿)	108
EPS	0.12
每股净资产(元)	4.39
资产负债率	26.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
益佰制药	-10.67%	4.62%	21.37%
医药生物	1.00%	7.02%	14.44%
上证指数	1.09%	-6.42%	-14.41%



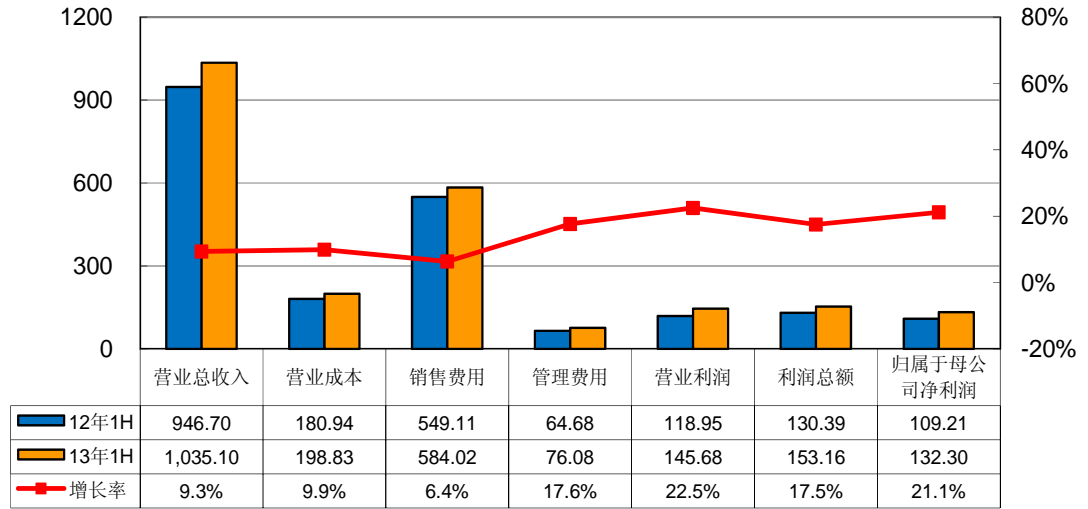
相关报告

《益佰制药-主业稳快增长，外延式发展加快》2013-3-27

《益佰制药-计划增发募资扩产改造，加强营销实力》2013-2-3

《益佰制药-主导产品下半年增速有望加快》2012-8-21

附图 1：益佰制药主要盈利性指标变化情况（单位：百万）



数据来源：公司 13 年半年报 中投证券研究总部

附表 1：益佰制药 2012-2013 年上半年各季度盈利性数据（单位：百万）

财务指标	12 年 1Q	12 年 2Q	12 年 3Q	12 年 4Q	13 年 1Q	13 年 2Q	13 年 2Q 环比
营业收入	428.97	517.73	549.77	756.11	508.43	526.66	3.59%
营业成本	91.03	89.91	108.35	127.87	101.08	97.75	-3.30%
营业费用	261.55	287.56	270.56	429.04	315.63	268.38	-14.97%
管理费用	29.52	35.16	37.53	50.91	32.48	43.60	34.22%
财务费用	4.26	5.80	5.00	5.71	6.66	7.68	15.41%
营业利润	<b>37.55</b>	<b>81.41</b>	<b>116.10</b>	<b>145.96</b>	<b>45.65</b>	<b>100.04</b>	119.15%
利润总额	<b>42.24</b>	<b>88.14</b>	<b>115.89</b>	<b>157.65</b>	<b>50.74</b>	<b>102.42</b>	101.83%
所得税	7.59	12.03	18.18	27.37	7.54	12.52	66.02%
归属于母公司净利润	<b>33.30</b>	<b>75.91</b>	97.29	126.77	42.48	89.82	111.43%
EPS	<b>0.09</b>	<b>0.21</b>	0.27	0.35	0.12	0.25	111.43%
毛利率	78.78%	82.63%	80.29%	83.09%	80.12%	81.44%	1.32%
营业费用率	60.97%	55.54%	49.21%	56.74%	62.08%	50.96%	-11.12%
管理费用率	6.88%	6.79%	6.83%	6.73%	6.39%	8.28%	1.89%
实际所得税率	17.98%	13.64%	15.69%	17.36%	14.86%	12.23%	-2.64%

资料来源：公司历年报表 中投证券研究总部

附表 2：益佰制药分业务预测（单位：百万）

项目	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>						
OTC	198.68	207.86	263.89	251.69	294.41	344.53
其中 KEKE 系列	150.02	165.02	169.29	152.36	175.22	201.50
其他	48.66	42.84	94.60	99.33	119.20	143.04
<b>处方药</b>	1129.72	1553.38	1838.71	2173.41	2609.04	3,148.89
艾迪注射剂	636.89	848.90	1000.00	1180.00	1357.00	1,560.55
银杏达莫	215.75	291.26	364.08	327.67	360.43	396.48
复方斑蝥胶囊	133.25	175.89	163.58	212.65	255.18	306.22
<b>代理产品</b>	64.45	150.00	275.00	399.00	560.70	779.63
阿胶产品	41.95	40.00	135.00	189.00	245.70	307.13
长安产品	22.50	110.00	140.00	210.00	315.00	472.50
其他处方药	79.39	87.33	36.06	54.09	75.73	106.02
百祥制药				272.46	354.20	460.46
医疗服务	119.92	132.63	148.42	170.69	196.29	225.73
卫生巾	3.11	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	16.00	9.09	1.50	2.25	3.38	5.06
<b>合计</b>	<b>1467.42</b>	<b>1902.96</b>	<b>2252.53</b>	<b>2870.50</b>	<b>3457.31</b>	<b>4,184.67</b>
<b>毛利率</b>						
OTC	72.24%	62.43%	63.84%	62.00%	62.00%	62.00%
处方药	83.09%	89.60%	87.89%	88.00%	88.00%	88.00%
百祥制药				81.44%	81.37%	81.30%
医疗服务	39.80%	39.83%	34.07%	35.00%	35.00%	35.00%
卫生巾	-3.29%					
其他	13.85%	17.15%	14.72%	15.00%	15.00%	15.00%
<b>合计</b>	<b>77.15%</b>	<b>82.82%</b>	<b>81.48%</b>	<b>81.89%</b>	<b>82.03%</b>	<b>82.17%</b>

资料来源：公司历年报表 中投证券研究总部

**附：财务预测表**

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	1735	2195	2717	3446	<b>营业收入</b>	2253	2870	3457	4185
现金	192	245	376	620	营业成本	417	520	621	746
应收账款	98	124	150	181	营业税金及附加	32	41	49	60
其它应收款	69	88	106	128	营业费用	1249	1556	1850	2218
预付账款	414	516	616	740	管理费用	153	201	242	293
存货	160	200	239	286	财务费用	21	24	25	24
其他	802	1023	1232	1491	资产减值损失	4	4	4	4
<b>非流动资产</b>	542	579	635	671	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	46	0	0	0	投资净收益	5	0	3	2
固定资产	229	302	355	392	<b>营业利润</b>	381	525	668	841
无形资产	135	152	163	165	营业外收入	26	19	22	22
其他	132	124	117	115	营业外支出	3	10	6	6
<b>资产总计</b>	2277	2774	3352	4117	<b>利润总额</b>	404	534	684	857
<b>流动负债</b>	656	757	767	844	所得税	65	86	110	138
短期借款	251	286	241	245	<b>净利润</b>	339	448	573	719
应付账款	46	57	68	82	少数股东损益	5	7	9	12
其他	360	413	458	517	<b>归属母公司净利润</b>	333	441	564	707
<b>非流动负债</b>	75	78	112	144	EBITDA	454	587	746	932
长期借款	51	78	112	144	EPS (元)	0.92	1.22	1.56	1.96
其他	24	0	0	0					
<b>负债合计</b>	731	835	880	988	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	7	14	23	35	<b>会计年度</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
股本	361	361	361	361	<b>成长能力</b>				
资本公积	114	114	114	114	营业收入	18.3%	27.4%	20.4%	21.0%
留存收益	1064	1451	1974	2619	营业利润	22.6%	37.7%	27.3%	25.9%
归属母公司股东权益	1539	1926	2449	3094	归属于母公司净利润	25.5%	32.3%	28.0%	25.4%
<b>负债和股东权益</b>	2277	2774	3352	4117	<b>获利能力</b>				
					毛利率	81.5%	81.9%	82.0%	82.2%
					净利率	14.8%	15.4%	16.3%	16.9%
					ROE	21.7%	22.9%	23.0%	22.9%
					ROIC	21.0%	22.6%	24.0%	25.3%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	32.1%	30.1%	26.2%	24.0%
					净负债比率	41.23	43.63%	40.12	39.34%
					流动比率	2.64	2.90	3.54	4.08
					速动比率	2.40	2.64	3.23	3.74
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.10	1.14	1.13	1.12
					应收账款周转率	19	24	23	23
					应付账款周转率	6.14	10.10	9.91	9.93
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.92	1.22	1.56	1.96
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	0.38	0.88	1.10
					每股净资产(最新摊薄)	4.27	5.34	6.79	8.58
					<b>估值比率</b>				
					P/E	32.89	24.86	19.43	15.49
					P/B	7.12	5.69	4.48	3.54
					EV/EBITDA	24	19	15	12

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 相关报告

报告日期	报告标题
------	------

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

### 研究团队简介

中投医药团队荣誉：2007—2012 年连续 6 年在新财富最佳分析师评选中入围和上榜，2008 年和 2011 年在卖方分析师水晶球奖中获得第 2 名，2012 年获第 1 名。

中投医药团队成员：

周锐，医药行业首席分析师，理学博士，3 年医药行业从业经验，8 年证券行业从业经验，整体负责中投医药团队研究工作；

余方升，医药行业分析师，理学学士，经济学硕士，2009 年加入中投证券研究所，3 年证券行业从业经验，负责中药研究；

余文心，医药行业分析师，北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所，负责化学药、医疗服务及政策研究；

江琦，医药行业分析师，上海交大生物工程学士，金融学硕士，2010 年加入中投证券研究所，负责生物制药及医药流通研究；

王威，医药行业分析师，工学硕士，5 年医疗器械行业从业经验，2010 年加入中投证券研究所，负责医疗器械及境外上市中资医药股研究。

### 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434