

益佰制药(600594)年报点评

县级医院终端拓展, 艾迪快速放量

投资要点

- 事件:** 2013年营业收入、扣非后净利润分别为27.85亿元、4.10亿元, 同比增长23.63%、30.60%; 第四季度公司营业总收入、扣非后净利润分别为10.27亿元、1.62亿元, 同比上升35.85%、38.46%。13年基本每股收益为0.32元, 同比增长10.34%。2014年第一季度营业收入、扣非后净利润分别为6.09亿元、0.51亿元, 同比增长19.86%、32.82%。
- 财务状况:** 13年业绩表现复合我们之前的判断, 期间内营业收入出现增长的主要原因有: (1) 占营业收入比重54.90%的抗肿瘤产品增长较快, 其增速约为25.92%, 其中主力产品艾迪注射液因为营销网络的建设, 逐渐向县级医院及以下的基础终端市场覆盖而出现销售收入上升; (2) 复方斑蝥胶囊(康赛迪)受毒胶囊事件影响逐渐减弱, 在13年出现恢复性增长; (3) 百祥并入本期年度财务报表(约1.45亿元的收入)对业绩有较大贡献(如不考虑并表, 13年营业收入增速只有17.23%), 14年第一季度也因为百祥并表影响而出现超预期表现。13年扣非净利润增长较营业收入增速快的原因有: (1) 公司的处方药占比扩大, 导致整体毛利率提升; (2) 期间的销售费用、管理费用增速均低于营业收入增速。13年公司非公开发行股票, 募集资金11.09亿元用于云南南诏GMP改建与营销网络建设。不仅使得公司资金实力明显增强, 总体财务状况得到优化与改善, 同时也显示了对县级医院市场终端拓展将在14年持续进行。
- 抗肿瘤药物仍是收入增长的主要动力。** 13年肿瘤药物增长较快, 其销售收入为15.27亿, 占营业收入比例为54.90%, 同比增长约为25.92%。14年该领域的看点如下: (1) 艾迪注射液目前主要在三级医院进行销售, 但其覆盖率高达90%, 但对县级医院及以下市场几乎为“类空白市场”(详见深度报告: 县级医院为类空白市场, 天高任鸟飞), 未来的增长主要来自于对终端市场的覆盖力度增加, 预计15年新增50%的终端医院数量, 其中主要为县级及以下医院。目前随着对营销建设力度加大, 艾迪的收入增长预计将保持在20%以上; (2) 复方斑蝥胶囊(康赛迪)受到“毒胶囊事件”的影响逐渐减小, 13年呈现出恢复性增长。与艾迪注射剂一样, 未来也将逐渐扩大其在县级及以下医院市场的销售量, 14年预计其增速在25%以上; (3) 第三代铂类抗肿瘤药物“洛铂”的代理权来自于海南长安国际, 益佰制药可以代理到2018年(目前公司持有长安国际27.15%的股权, 14年很可能收购剩余股权)。该药物具有其他铂类药物的不可比优势, 市场空间在10亿以上, 预计14年收入增速在40%左右。

指标年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2784.90	3507.54	4388.40	5467.37
增长率	23.63%	25.95%	25.11%	24.59%
归属母公司净利润(百万元)	429.15	569.34	735.91	943.25
增长率	28.77%	32.67%	29.26%	28.17%
每股收益EPS(元)	1.08	1.44	1.86	2.38
净资产收益率ROE	22.31%	22.99%	23.06%	22.96%
PE	36.71	27.67	21.41	16.70
PB	8.19	6.36	4.94	3.84

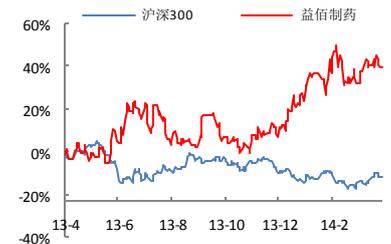
数据来源: 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 023-63812537
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

研究助理: 何治力
电话: 023-67898264
邮箱: hzl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

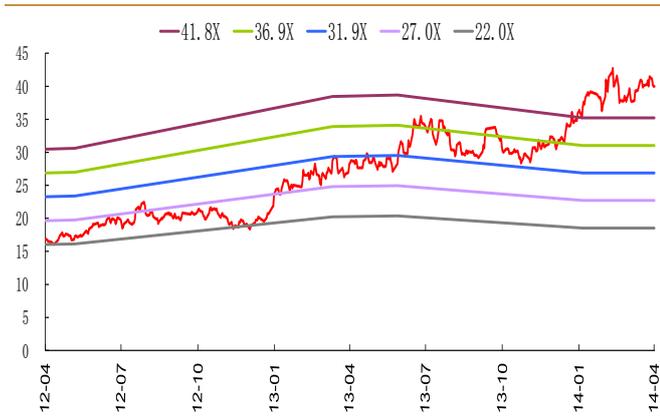
基础数据

总股本(亿股)	3.96
流通A股(亿股)	3.58
52周内股价区间(元)	25.68-44.4
总市值(亿元)	157.53
总资产(亿元)	41.13
每股净资产(元)	7.69

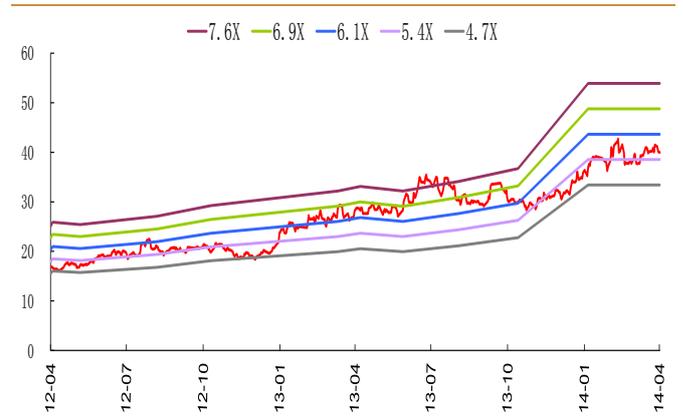
相关研究

- 益佰制药(600594): 第3季度收入增长提速, 加大洛铂终端开发力度 (2013-10-29)
- 益佰制药(600594): 终端渠道建设初见成效, 处方药利润增长较快 (2013-08-20)
- 益佰制药(600594): 理气活血滴丸市场容量巨大, 县级医院终端增长明显 (2013-07-29)

- 心血管疾病产品增长潜力大。**13年心血管药物销售收入为5.68亿元，占营业收入比例为20.43%，同比增长约为27.33%。(1) **银杏达莫**的市场竞争已经很充分(但银杏达莫为优质优价)，公司的心脑血管新产品较多，可相互间形成市场合力，银杏达莫通过在基层市场扩张，预计14年销售稳定增长；(2) **理气活血滴丸**(原名米槁心乐滴丸)，是公司收购贵州民族药业获得的独家品种。目前与理气活血滴丸疗效相近的产品如复方丹参滴丸、通心络胶囊等，其市场销售规模均在10亿以上。我们认为，理气活血滴丸将走先进医保再进基药的路径。心血管科是公司长期耕耘的科室相对比较成熟，理气活血滴丸能够借助其心血管科室资源快速放量；(3) 通过收购北京爱德药业80%股权，获得**注射用瑞替普酶**(商品名派通欣)。该药物属于第3代溶栓药，产品生产线预计2014年下半年投产，2015年开始贡献收益。且已代理山东阿华的溶栓药物，活性成分也是瑞替普酶，为派通欣的后期推广打好了基础。
- 估值分析与投资策略。**我们认为公司14年还将持续受益于对县级医院市场的开发，预计艾迪注射液、复方斑蝥胶囊等都能快速放量；14年或将解决长安国际的股权问题，洛铂产品收入仍将保持较快增长；新产品如理气活血滴丸等都逐渐贡献利润。我们预计14年、15年、16年EPS为1.44元、1.86元、2.38元，对应的市盈率为28倍、21倍、17倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**1) 新产品市场推广效果低于预期；2) 县级医院销售终端建设进展低于预期。

图 1: 公司 PE-Band 分布


数据来源: Wind,西南证券

图 2: PB-Band 分布


数据来源: Wind,西南证券

附录：财务预测表 (单位：百万元)

资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E	利润表	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	28.35	35.08	301.63	771.56	营业收入	2784.9	3507.54	4388.40	5467.37
应收和预付款项	1563.29	1577.31	2366.59	2565.17	减:营业成本	496.83	608.56	774.55	981.39
存货	194.51	234.51	311.54	380.34	营业税金及附加	43.55	54.86	68.63	85.51
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业费用	1528.0	1913.36	2369.73	2919.58
长期股权投资	56.22	56.22	56.22	56.22	管理费用	171.28	212.21	263.30	322.58
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	36.39	45.85	42.65	43.81
固定资产和在建工程	491.75	487.92	484.09	480.25	资产减值损失	22.63	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	684.57	684.57	684.57	684.57	加:投资收益	6.87	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	51.33	29.76	8.19	8.19	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	3070.03	3105.37	4212.82	4946.31	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	336.52	50.65	0.00	0.00	营业利润	492.99	672.71	869.52	1114.51
应付和预收款项	700.40	466.25	906.49	719.87	加:其他非经营损益	22.50	0.00	0.00	0.00
长期借款	21.00	21.00	21.00	21.00	利润总额	515.49	672.71	869.52	1114.51
其他负债	79.65	79.65	79.65	79.65	减:所得税	84.48	100.91	130.43	167.18
负债合计	1137.57	617.54	1007.14	820.51	净利润	431.01	571.80	739.10	947.33
股本	360.63	360.63	360.63	360.63	减:少数股东损益	1.86	2.46	3.18	4.08
资本公积	124.20	124.20	124.20	124.20	归属母公司股东净利润	429.15	569.34	735.91	943.25
留存收益	1439.00	1991.91	2706.58	3622.61	现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E
归属母公司股东权益	1923.82	2476.73	3191.40	4107.43	经营性现金净流量	593.13	319.81	337.21	486.29
少数股东权益	8.63	11.10	14.28	18.36	投资性现金净流量	-734.1	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1932.46	2487.83	3205.68	4125.79	筹资性现金净流量	13.43	-313.08	-70.65	-16.36
负债和股东权益合计	3070.03	3105.37	4212.82	4946.31	现金流量净额	-127.5	6.72	266.56	469.93

数据来源: 西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成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提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：(023) 63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：(010) 57631234
邮箱：research@swsc.com.cn