

益佰制药 (600594)

梦已开启，千亿路上

买入 (维持)

2015年9月9日

投资要点

- **设立肿瘤中心:** 2015年9月2日,公司与从事医疗、卫生行业投资、经营管理的广州金沙洲医院投资管理有限公司以及其全资子公司广州中医药大学金沙洲医院签订关于在广州中医药大学金沙洲医院设立肿瘤中心的《合作框架协议》。公司与金沙洲医投双方拟出资共同成立广东肿瘤医疗投资管理有限公司(以下简称“新公司”,名称以工商部门登记注册名称为准),注册资本3000万元(具体由双方签署的出资协议确定),其中,公司以现金出资1530万元,占注册资本的51%,金沙洲医投以现金出资1470万元,占注册资本的49%。
- **肿瘤中心规划:** 新公司拟与金沙洲医院合作建设肿瘤中心,肿瘤中心项目主要由肿瘤普通放疗中心、肿瘤质子治疗中心、细胞免疫治疗中心及500余张床位的肿瘤病房四部分组成。肿瘤中心争取与广东省肿瘤防治技术领先医疗机构开展深度、长期的合作。当条件成熟时,争取将肿瘤中心变更为具品牌影响力名称的肿瘤医院。
- **投资设立肿瘤医疗产业并购基金:** 公司拟出资1.5亿与中钰资本管理(北京)有限公司共同发起设立肿瘤医疗产业并购基金。并购基金投资规模30亿,分三期出资。投资方向限于与益佰制药战略发展规划相关的肿瘤医疗服务机构(肿瘤医院),主要方式包括但不限于并购、新建、合作经营等。被投标的项目未来可以由益佰制药在同等条件下优先收购,或者以通过产业整合、并购重组、独立上市等方式实现被投标的项目的退出。
- **高管增持彰显发展信心:** 基于对公司未来持续稳定发展的信心以及对公司价值的认可,公司高管郎洪平先生、汪志伟先生和张圣贵先生通过华泰证券股份有限公司设立的“华泰聚力3号集合资产管理计划”,于2015年8月27日合计增持公司股份1324.36万股,增持金额约1.96亿元,合计增持股份占公司总股本的1.67%。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预测益佰制药2015-2018年营业收入分别为39.1亿、46.1亿、55.3亿和65.3亿元,归属母公司净利润为6.0亿、8.9亿、11.6亿和14.5亿元。折合2015-2018年EPS分别为0.75元、1.12元、1.46元和1.83元,对应动态市盈率分别为20.3倍、13.6倍、10.4倍和8.3倍。公司聚焦肿瘤领域,积极布局肿瘤医疗服务平台,拥抱互联网,运用互联网资源推动成长,员工持股计划提升员工积极性与创造性,高管增持彰显发展信心,艾迪注射液稳健增长,洛铂市场空间巨大,妇炎消胶囊、葆宫止血颗粒享受基药红利,销售实力强大,助力产品推广。公司上半年净利润下滑,然而通过增加销售费用成功拉动营收增长,抢占市场份额,随着后期销售费用得到有效控制,我们认为公司净利润会大幅稳定增长。考虑到公司肿瘤医疗服务平台已拉开序幕,我们维持公司“买入”评级。
- **风险提示:** 政策风险、招标降价风险、肿瘤医疗服务平台进度低于预期风险。

证券分析师 洪阳

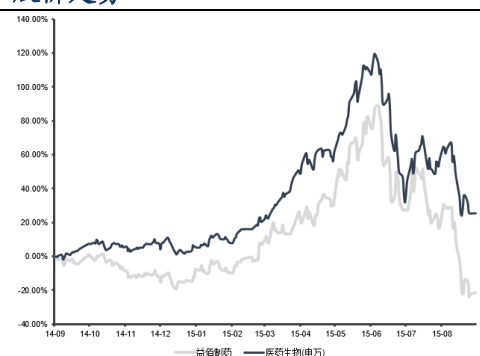
执业资格证书号码:

S0600513060001

0512-62938572

Hongyang614@gmail.com

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.26
一年最低/最高价	15.13/37.62
市净率	3.46
流通A股市值(百万元)	11939

基础数据

每股净资产(元)	4.41
资产负债率(%)	29.42
总股本(百万股)	792
流通A股(百万股)	782

相关报告

- 上半年增预算抢市场,下半年控费涨利润
中报点评 2015.08.28
- “业绩弹性”与“平台并购”的循环反馈
深度报告 2015.02
- 百亿营收,变革突破!
调研报告 2015.03
- 招标降价、收购整合两座山
跟踪报告 2015.05
- 聚焦肿瘤领域,积极延伸医疗服务
调研报告 2015.07

1. 设立肿瘤中心，打响肿瘤医疗服务平台第一枪

2015 年 9 月 2 日，公司与从事医疗、卫生行业投资、经营管理的广州金沙洲医院投资管理有限公司及其全资子公司广州中医药大学金沙洲医院签订关于在广州中医药大学金沙洲医院设立肿瘤中心的《合作框架协议》，就有关事项达成如下初步合作意向：

- ▶ 公司与金沙洲医投双方拟出资共同成立广东肿瘤医疗投资管理有限公司（名称以工商部门登记注册名称为准），注册资本 3000 万元（具体由双方签署的出资协议确定），其中，公司以现金出资 1530 万元，占注册资本的 51%，金沙洲医投以现金出资 1470 万元，占注册资本的 49%。
- ▶ 新公司拟与金沙洲医院合作建设肿瘤中心，肿瘤中心项目主要由肿瘤普通放疗中心、肿瘤质子治疗中心、细胞免疫治疗中心及 500 余张床位的肿瘤病房四部分组成。肿瘤中心争取与广东省肿瘤防治技术领先医疗机构开展深度、长期的合作。当条件成熟时，争取将肿瘤中心变更为具品牌影响力名称的肿瘤医院。

广州金沙洲医院投资管理有限公司成立于 2009 年 7 月 9 日，注册资本 1002.00 万元，营业执照注册号 440101000001288，经营范围：医院项目投资和经营管理；以自有资金投资项目；投资策划、投资咨询。股东构成：刘文胜出资 511.02 万元，占比 51%；李晓伟出资 490.98 万元，占比 49%。

广州中医药大学金沙洲医院为金沙洲医投全资建设的三级甲等综合性医院，民办非企业单位登记，开办资金 1002.00 万元，诊疗科目有：预防保健/内科、外科、妇科、儿科、眼科、耳鼻喉科、口腔、皮肤科、精神科、传染科、肿瘤科、急诊学科、康复医学科、麻醉科、医学检验科、病理科、医学影像科、中医科、中西医结合科。金沙洲医院是广州市卫生局批准设立的一家集医疗、教学、科研和预防保健于一体的大型综合性医院，占地面积 3.4 万平方米，医疗用房约 10 万平方，设置床位 1200 张，总投资约 10 亿元人民币。医院为公益性非营利性医疗机构，位于广州市白云区金沙洲礼传东街一号，地处广佛都市圈的中间地段，覆盖人群近 70 万，常住人口逾 40 万，是广州市安居工程的重点地区。

我们认为合作建设的肿瘤中心将利用金沙洲医院现有医疗用房，故有望快速投入使用并实现盈利。公司借助广州中医药大学金沙洲医院在广东地区强大的政府和医疗资源，完成益佰制药在华南地区搭建肿瘤治疗连锁平台的关键布局，为后期扩张打下坚实的基础。新公司也将成为

益佰制药未来肿瘤连锁医院人才和技术培训基地。

2. 投资设立肿瘤医疗产业并购基金

公司拟出资 1.5 亿与从事医药医疗投资的专业金融服务机构中钰资本管理（北京）有限公司共同发起设立肿瘤医疗产业并购基金。并购基金投资规模 30 亿，分三期出资。投资方向限于与益佰制药战略发展规划相关的肿瘤医疗服务机构（肿瘤医院），主要方式包括但不限于并购、新建、合作经营等。被投标的项目未来可以由益佰制药在同等条件下优先收购，或者以通过产业整合、并购重组、独立上市等方式实现被投标的项目的退出。

并购基金可为益佰制药提供优质项目的选择和储备，有助于实现益佰制药“聚焦大肿瘤、拥抱互联网”战略，做大做强肿瘤医疗产业。

目前并购基金正处于积极筹备阶段，目前工作重心在于与标的医院的谈判，我们推测目前有十余家医院已进行深度交流，待标的医院基本谈妥，我们认为基金可快速到位。

公司大肿瘤领域规划包括以下几个方面：制药方面、连锁肿瘤医院平台、细胞免疫治疗、精准治疗、康复及心理治疗和肿瘤大数据方面。

公司在做大肿瘤医疗服务平台方面具有以下优势：

- 对行业理解深刻，公司发展肿瘤医疗服务平台的规划、愿景得到市场认可；
- 公司积极引进国外资源、品牌，有助于提升现有肿瘤医院实力、做大规模；
- 肿瘤医院与公司结成合作伙伴，形成优势互补；
- 公司与顶尖医院合作，可提升现有肿瘤医院治疗水平。

公司拥有 20 多年肿瘤药物经营和销售经验，向下游肿瘤医疗服务平台扩张顺理成章。我们判断公司将搭建以肿瘤专科连锁医院为核心的肿瘤服务平台，并向平台引入新的检测手段和治疗手段，强化肿瘤科室，同时向医院输出管理和整合医生资源。

我们认为在并购基金项目及肿瘤中心项目方面，公司前期做了大量工作，目前已进入较为成熟的阶段，未来肿瘤医疗服务平台建设有望不断加速，前景可期。

3. 员工持股计划完成股票购买

为完善核心员工与全体股东的利益共享和风险共担机制，强化股东、公司和员工利益的一致性，充分调动员工的积极性和创造性，提高公司综合竞争能力，实现公司可持续发展，经公司 2015 年 2 月 16 日召开的第五届董事会第十四次会议审议，公司 2015 年 3 月 16 日召开的 2015 年第一次临时股东大会批准，公司实施员工持股计划。

截至 2015 年 6 月 29 日，公司员工持股计划已通过二级市场以均价 52.09 元/股购入本公司股票 487 万股（利润分配方案实施后对应 26.05 元/股），占公司总股本的 1.23%。本次员工持股计划锁定期为一年，即 2015 年 6 月 30 日至 2016 年 6 月 30 日。

4. 高管增持

基于对公司未来持续稳定发展的信心以及对公司价值的认可，公司高管郎洪平先生、汪志伟先生和张圣贵先生通过华泰证券股份有限公司设立的“华泰聚力 3 号集合资产管理计划”，于 2015 年 8 月 27 日合计增持公司股份 1324.36 万股，增持金额约 1.96 亿元，合计增持股份占公司总股本的 1.67%。

本次增持公司高管郎洪平先生、汪志伟先生和张圣贵先生承诺：通过上述方式购买的公司股票在六个月内不减持。

5. 对外股权投资

上半年，公司与贵阳朗玛信息技术股份有限公司决定作为主发起人并以发起方式成立“贵安科技银行股份有限公司”（以银行业监督管理机构批准和在工商行政管理部门登记的名称为准）。该项工作在贵州省委省政府的统一领导和支持下开展，目前，以贵州省金融办为牵头单位，并联合贵州省其他相关部门以及主发起人，已经成立了贵州省民营银行工作小组。

贵安科技银行股份有限公司注册资本 10 亿元，公司出资 1.5 亿元，持股比例 15%。

6. 盈利预测

盈利预测基础:

- 艾迪注射液 2014 年销售收入增长 13%，预计 2015 年增长 5%-15%；
- 复方斑蝥胶囊 2014 年销售收入增长 15%，预计 2015 年增长 5%-15%；
- 银杏达莫注射液 2014 年销售收入降低 10%，预计 2015 年增加 20%-30%；
- 洛铂 2014 年实现销售收入增长 22%，预计 2015 年增长 20%-30%；
- 妇炎消胶囊 2014 年销售收入 1.6 亿，2015 年增长 25%-35%；
- 葆宫止血颗粒 2014 年销售收入 1.5 亿元，2015 年增长 25%-30%；

我们预测益佰制药 2015-2018 年营业收入分别为 39.1 亿、46.1 亿、55.3 亿和 65.3 亿元，归属母公司净利润为 6.0 亿、8.9 亿、11.6 亿和 14.5 亿元。折合 2015-2018 年 EPS 分别为 0.75 元、1.12 元、1.46 元和 1.83 元，对应动态市盈率分别为 20.3 倍、13.6 倍、10.4 倍和 8.3 倍。

公司聚焦肿瘤领域，积极布局肿瘤医疗服务平台，拥抱互联网，运用互联网资源推动成长，员工持股计划提升员工积极性与创造性，高管增持彰显发展信心，艾迪注射液稳健增长，洛铂市场空间巨大，妇炎消胶囊、葆宫止血颗粒享受基药红利，销售实力强大，助力产品推广。公司上半年净利润下滑，然而通过增加销售费用成功拉动营收增长，抢占市场份额，随着后期销售费用得到有效控制，我们认为公司净利润会大幅稳定增长。考虑到公司肿瘤医疗服务平台已拉开序幕，我们维持公司“买入”评级。

7. 风险提示

- (1) 政策风险
- (2) 招标降价风险
- (3) 肿瘤医疗服务平台进度低于预期风险

益佰制药 (600594) 主要财务数据及估值 (百万元)

资产负债表	2015E	2016E	2017E	2018E	利润表	2015E	2016E	2017E	2018E
流动资产	3566	3865	4209	4623	营业收入	3905	4608	5529	6525
货币资金	1430	1398	1434	1536	营业成本	844	946	1223	1578
应收账款	285	317	348	387	营业税金及 附加	63	74	87	101
存货	289	334	365	392	销售费用	1976	2150	2387	2641
非流动资产	2835	3023	3279	3521	管理费用	290	356	424	483
长期股权投资	11	11	11	11	财务费用	50	45	48	51
固定资产	598	746	935	1079	投资收益	0	0	0	40
无形资产	339	428	517	632	营业利润	682	1037	1360	1711
在建工程	103	79	116	163	营业外净收 入	25	25	25	25
资产总计	6327	6897	7459	7895	利润总额	707	1062	1385	1736
流动负债	1835	1934	2051	2177	所得税费用	108	169	221	278
短期借款	512	620	673	756	少数股东损 益	4	5	7	9
应付账款	106	125	147	172	归属母公司 净利润	595	888	1157	1449
非流动负债	465	438	496	521	EBIT	797	1103	1427	1819
长期借款	282	282	282	282	EV/EBITDA	27	25	23	21
其他	29	37	45	49	重要财务估 值指标				
负债总计	2273	2362	2457	2574	EPS	0.75	1.12	1.46	1.83
少数股东权益	4	6	9	11	每股净资产	5.2	5.9	6.7	7.5
归属母公司股 东权益	4418	4875	5324	5724	ROIC(%)	15.4%	16.2%	17.4%	18.4%
负债和股东权 益总计	6359	6973	7698	8322	ROE(%)	14.8%	15.4%	16.2%	17.1%
现金流量表(百 万元)	2015E	2016E	2017E	2018E	净利润率(%)	11.8%	16.3%	16.9%	19.8%
经营活动现金 流	665	723	809	853	ROA(%)	10.1%	10.9%	11.4%	11.7%
投资活动现金 流	-143	-87	63	42	资产负债率	32.2%	34.8%	33.6%	37.5%
筹资活动现金 流	353	1056	1734	656	收入增长率	26.9%	20.7%	25.3%	31.4%
现金净增加额	823	836	957	1021	PE	20.3	13.6	10.4	8.3
折旧和摊销	93	87	79	73	PB	5.1	4.8	4.6	4.5
投资损失	-21	-17	-13	2	P/S	5.9	5.3	5.0	4.6

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

