

益佰制药 (600594)

2017年4月27日

**益佰制药 (600594) 2016 年报
点评：业绩符合预期，医疗服务
实现翻倍增长，床位数超千张
增持（维持）**

证券分析师——全铭

执业资格证书号码：S0600517010002

010-66573567

quanm@dwzq.com.cn

投资要点

一、事件

公司发布 2016 年年报，实现营业收入 36.87 亿元，同比增长 11.64%。实现归属母公司净利润 3.85 亿元，同比增长 103.22%。实现归属母公司扣非净利润 3.68 亿元，同比增长 114.74%。

同时公司公布 2017 年一季报，实现营业收入 9.31 亿元，同比增长 26.37%。实现归属母公司净利润 1.01 亿元，同比增长 22.27%。实现归属母公司扣非净利润 9335 万元，同比增长 17.88%。

二、我们的观点：

1、业绩符合预期，医疗服务实现翻倍增长，床位数超千张。医药工业实现稳健增长，销量增长快于收入增长。

公司积极布局肿瘤医疗服务，进展迅猛。2016 年实现营业收入 4.96 亿元，同比增长 98.03%。

公司目前在手有灌南医院、朝阳医院和毕节医院等 3 家医院，上海鸿飞、南京睿科、上海华睿等 27 个肿瘤治疗中心和贵州、安徽、天津、湖南等 6 家医生集团。

目前公司控股的民营医院总共床位数 1380 张。我们估计医疗服务板块贡献净利润 7000 万左右，其中灌南县医院 3000 万，上海鸿飞 1500 万，朝阳医院（53%股权）2500 万。目前公司医疗服务仍在加速发展中，2017 年一季报收入同比增长 26.37%，我们估计医疗服务的增长仍在 100% 以上。

公司医药工业板块实现收入 31.88 亿元，同比增长 4.47%，实现较平稳增长，主要是因为公司产品价格有一定程度下滑，影响了收入增长。从销量上看，艾迪同比增长 13.05%，洛铂同比增长 52.90%，复方斑蝥同比增长 19.41%，银杏达莫同比增长 21.65%，理气活血同比增长 173.43%，心脉通同比增长 22.82%，均实现了比较好的销量增长。

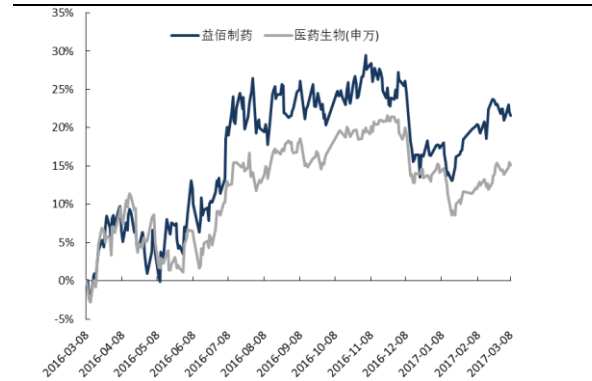
2017 年新版医保目录调整，公司强势的肿瘤线、心血管线多个品种新进医保，新品种、老品种形成共振效益，有望带动药品板块快速实现二次高增长。

2、内部控费效果显著，费用端有效控制，销售费用率同比下降 12.09pp。

2016 年，公司费用端有效控制，其中销售费率 49.82%，同比下降 12.09pp。管理费率 10.51%，同比上升 1.05pp。财务费率 1.61%，预期年持平。

从 2017 年一季报情况看，销售费率继续下降，降至 46.53%。管理费用继续下降，降至 9.54%。公司内部控费效果显著。

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	16.19
一年最低价/最高价	12.42 / 19.05
市净率	3.2
流通 A 股市值(百万元)	129.0

基础数据

每股净资产 (元)	4.85
资产负债率 (%)	36.49
总股本 (百万股)	792.00
流通 A 股 (百万股)	782.00

相关报告

- 益佰制药：新版医保目录受益龙头，医疗服务加速布局 2017-2-24
- 益佰制药：收购绵阳富临医院，医疗服务再下一城 2017-2-20
- 益佰制药：业绩快报点评：业绩预增翻倍增长，盈利水平有效提升 2017-1-26
- 益佰制药：控股上海华睿，医疗平台布局加速 2016-12-05
- 益佰制药：医生集团再占一省，增资睿科扩张放疗 2016-11-07
- 益佰制药：肿瘤医疗服务平台稳步推进，业绩平稳释放 2016-10-31
- 益佰制药：业绩超预期，渠道改革效益显现，医疗服务扎实推进 2016-08-29

3、2017 年新版医保目录调整龙头，药品端有望二次高成长。

17 年医保目录共涉及公司产品 7 个，其中已有品种扩剂型 3 个，新进医保品种 4 个。我们认为，本次医保目录调整对公司的影响超出市场预期，其中，重点看好洛铂、艾愈、理气活血、艾迪、复方斑蝥未来的销售表现，这些品种现有销售额超过 20 亿元，未来的增量在 20 亿以上。我们尤其看好强势肿瘤线、心血管线新老品种有望形成共振效益，快速实现放量。

图表 1：17 版医保目录调整涉及品种明细

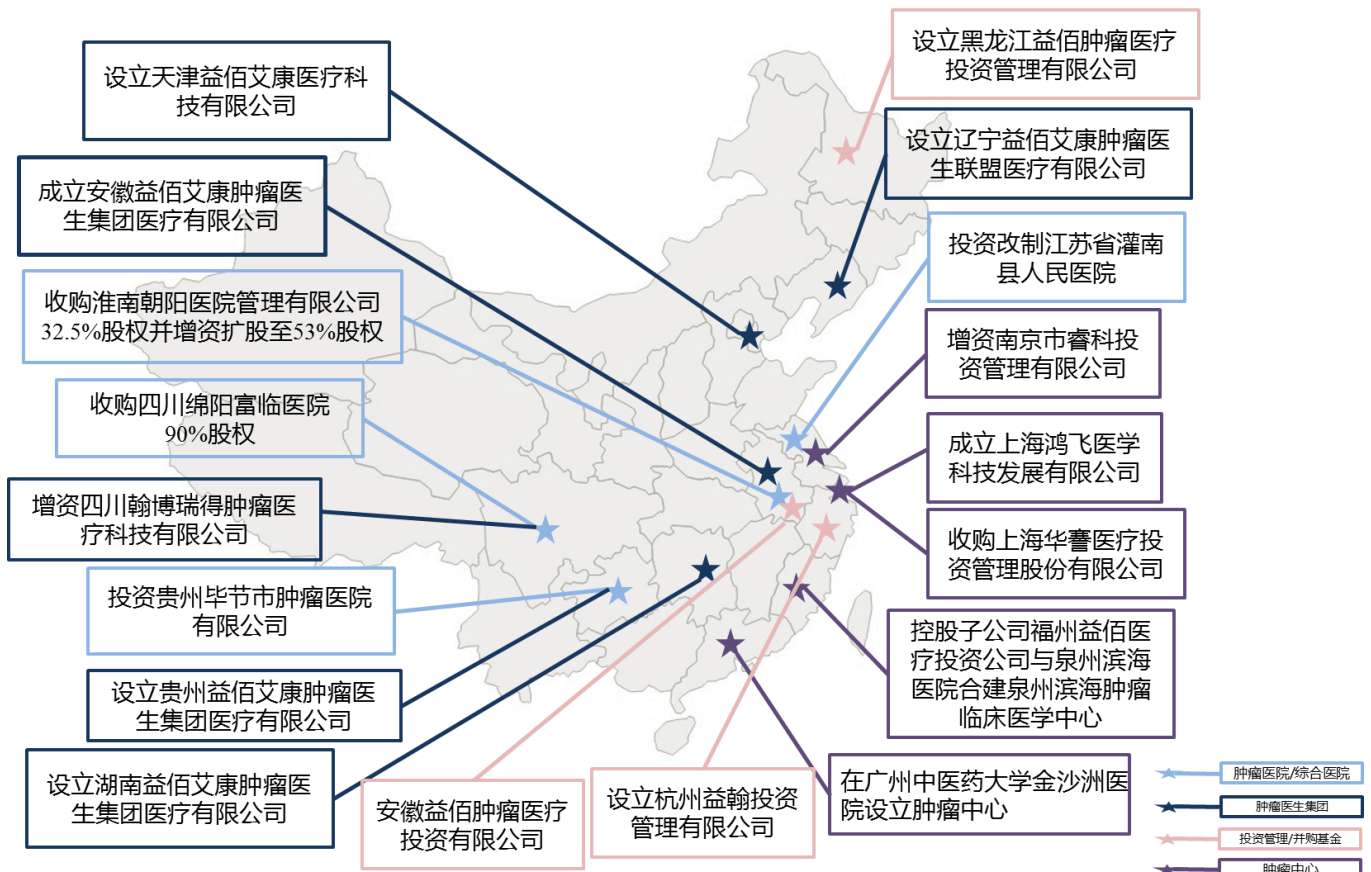
品种	现在规模	潜在空间	竞争格局	17 年医保目录主要看点
艾迪注射剂	14 亿		独家	竞争品转入辅助用药目录
复方斑蝥胶囊	3 亿		主要 2 家	取消使用限制
洛铂注射剂	4 亿	10 亿	独家	取消使用限制
艾愈胶囊	<2000 万	5 亿	独家	新进
理气活血滴丸	<2000 万	5 亿	独家	新进
丹灯通脑滴丸			独家	新进
妇科调经滴丸			独家	新进

资料来源：人力资源保障部, 东吴证券研究所

4、医疗服务板块加速布局，全国布点版图逐渐明晰。

公司自转型肿瘤医疗服务以来，陆续落地了多家医院和治疗中心，已经布局中国的东北、华北、东南、西南、华南等地，医疗服务布局版图逐渐明晰。2017 年将会是众多项目的收获之年。

图表 2：全国肿瘤医疗服务布局逐渐明晰



资料来源：公司公告, 东吴证券研究所

三、投资建议

公司医疗服务加速落地，医药工业起底回升，高管多次增持，未来发展强劲。我们预计公司 2017-2019 年的归母净利润为 5.01 亿、6.34 亿、7.79 亿，对应 EPS 为 0.63、0.80、0.98 元，对应 PE 为 26X、20X、16X，维持增持评级。

四、风险提示

医院业务拓展低于预期；药品招标降价超预期。

益佰制药主要财务数据

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	利润表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2381	2174	2658	3729	营业收入	3687	4230	4942	5898
现金	874	42	538	775	营业成本	868	1142	1334	1593
应收账款	1097	1214	1486	1737	营业税金及附加	62	71	83	100
其它应收款	60	68	82	97	营业费用	1837	2005	2323	2772
预付账款	69	487	163	613	管理费用	388	465	544	637
存货	280	363	389	508	财务费用	59	48	24	15
其他	0	0	0	0	资产减值损失	6	6	6	6
非流动资产	4048	3975	3902	3865	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	41	41	41	41	投资净收益	(3)	0	0	0
固定资产	1037	1301	1265	1230	营业利润	464	493	628	776
无形资产	350	366	364	362	营业外损益	19	19	19	19
其他	2620	2267	2232	2232	利润总额	483	512	648	796
资产总计	6428	6149	6560	7594	所得税	90	0	0	0
流动负债	1806	1073	911	1239	净利润	393	512	648	796
短期借款	1078	78	0	0	少数股东损益	9	11	14	17
应付账款	204	273	285	381	归属母公司净利润	385	501	634	779
其他	524	722	626	858	EBITDA	663	621	732	834
非流动负债	382	382	382	382	EPS (元)	0.49	0.63	0.80	0.98
长期借款	377	377	377	377					
其他	5	5	5	5	主要财务比率				
负债合计	2188	1455	1292	1621	营业收入	11.6%	14.7%	16.8%	19.3%
少数股东权益	300	311	325	342	营业利润	138.5%	6.2%	27.5%	23.6%
归属母公司股东权益	3940	4383	4943	5630	归属母公司净利润	103.2%	30.2%	26.5%	22.9%
负债和股东权益	6428	6149	6560	7594	毛利率	76.5%	73.0%	73.0%	73.0%
现金流量表					净利率	10.7%	12.1%	13.1%	13.5%
经营活动现金流	386	250	645	315	ROE	9.8%	11.4%	12.8%	13.8%
净利润	393	512	648	796	ROIC	11.5%	11.0%	12.6%	15.2%
折旧摊销	125	67	67	32	资产负债率	34.0%	23.7%	19.7%	21.3%
财务费用	58	42	17	7	净负债比率	34.3%	9.7%	7.2%	6.3%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	1.3	2.0	2.9	3.0
营运资金变动	-53	-474	569	742	速动比率	1.2	1.7	2.5	2.6
其它	-138	102	-656	-1261	总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8
投资活动现金流	-575	19	19	19	应收帐款周转率	3.4	3.5	3.3	3.4
资本支出	0	0	0	0	应付帐款周转率	4.8	4.8	4.8	4.8
长期投资	0	0	0	0	每股收益	0.5	0.6	0.8	1.0
其他	-575	19	19	19	每股经营现金	0.5	0.3	0.8	0.4
筹资活动现金流	239	-1101	-169	-98	每股净资产	5.4	5.9	6.7	7.5
短期借款	0	-1000	-78	0	P/E	33	26	20	16
长期借款	0	-101	-91	-98	P/B	3.3	2.9	2.6	2.3
其他	239	0	0	0	EV/EBITDA	20.7	21.9	17.8	15.4
现金净增加额	50	-832	496	237					

资料来源：公司年报，东吴证券研究所

免责及评级说明

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>

