



益佰制药

医疗服务首单落地

公司动态

公司近况

公司公告，拟在广州中医药大学金沙洲医院设立肿瘤中心。

评论

医疗服务首单落地。面对行业放缓，管理层于年初提出“聚焦大肿瘤、拥抱互联网”的战略转型规划。根据 9 月 2 日签订的《合作框架协议》，公司计划与广州金沙洲医院投资管理有限公司在金沙洲医院合作建设肿瘤中心。肿瘤中心主要由放疗中心、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，争取与广东省肿瘤防治技术领先的医疗机构开展合作，未来可能发展为具有品牌影响力的肿瘤医院，同时为公司未来肿瘤连锁医院培养人才。

股价具备支撑。截至 6 月 29 日，员工持股计划通过二级市场以均价 26.05 元购入 487 万股，锁定期一年；8 月 27 日，三位高管通过集合资产管理计划增持 1,324 万股，锁定期 6 个月。目前股东与员工的利益高度一致。

下半年有望迎来业绩拐点。上半年公司加大营销力度，药品收入增速远超行业平均水平，但同时销售费用率同比提高 6.71 个百分点，导致利润大幅下滑。我们认为，公司的销售策略有利于在行业受政策冲击时抢占市场，下半年销售费用率有望恢复正常水平。

估值建议

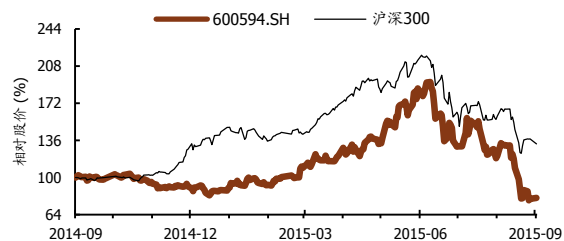
维持 2015~2017 年 EPS 预期 0.70/0.82/0.95 元，同比增长 16%/17%/16%，对应 P/E 为 22x/19x/16x。公司股价具备支撑，下半年有望迎来业绩拐点，医疗服务与互联网转型值得期待，**维持“确信买入”评级**，重申目标价 **22 元**，对应 2015 年 P/E 为 31x。

风险

药品降价；中药材涨价；研发项目、新药审批、并购存在不确定性；药品不良反应。

维持确信买入

股票代码	600594.SH
评级	确信买入
最新收盘价	人民币 15.26
目标价	人民币 22.00
52 周最高价/最低价	人民币 37.68~13.62
总市值(亿)	人民币 121
30 日日均成交额(百万)	人民币 474.18
发行股数(百万)	792
其中：自由流通股(%)	66
30 日日均成交量(百万股)	24.87
主营行业	医疗保健



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	2,785	3,157	3,586	4,124
增速	23.6%	13.4%	13.6%	15.0%
归属母公司净利润	429	478	556	651
增速	28.8%	11.5%	16.2%	17.1%
每股净利润	0.54	0.60	0.70	0.82
每股净资产	2.43	4.33	4.97	5.73
每股股利	0.06	0.06	0.07	0.08
每股经营现金流	0.73	0.68	0.00	1.58
市盈率	28.2	25.3	21.7	18.6
市净率	6.3	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	20.9	18.6	16.3	14.6
股息收益率	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%
平均总资产收益率	15.7%	11.0%	9.9%	10.2%
平均净资产收益率	24.8%	17.9%	15.1%	15.4%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

陈海刚

分析师

haigang.chen@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080513100001

SFC CE Ref: BCF833

强静, CFA

分析师

jing.qiang@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080512070005

SFC CE Ref: AWU229



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力				
营业收入	2,785	3,157	3,586	4,124	营业收入	23.6%	13.4%	13.6%	15.0%
营业成本	497	571	619	712	营业利润	29.4%	6.3%	17.2%	18.0%
营业税金及附加	44	54	61	70	EBITDA	31.9%	7.5%	17.5%	3.4%
营业费用	1,528	1,747	1,994	2,268	净利润	28.8%	11.5%	16.2%	17.1%
管理费用	171	230	262	301	盈利能力				
财务费用	36	39	43	52	毛利率	82.2%	81.9%	82.7%	82.7%
其他	-16	9	7	4	营业利润率	17.7%	16.6%	17.1%	17.6%
营业利润	493	524	614	725	EBITDA 利润率	21.2%	20.1%	20.8%	18.7%
营业外收支	29	60	60	60	净利润率	15.4%	15.2%	15.5%	15.8%
利润总额	515	557	647	757	偿债能力				
所得税	84	75	88	103	流动比率	1.57	1.54	1.72	1.72
少数股东损益	2	3	3	4	速动比率	1.41	1.34	1.57	1.52
归属母公司净利润	429	478	556	651	现金比率	0.12	0.60	0.40	0.73
EBITDA	591	636	747	773	资产负债率	39.6%	37.4%	31.7%	35.3%
资产负债表					净债务资本比率	9.8%	净现金	净现金	净现金
货币资金	149	1,053	664	1,655	回报率分析				
应收账款及票据	1,091	1,003	1,375	1,360	总资产收益率	15.7%	11.0%	9.9%	10.2%
预付款项	473	298	537	424	净资产收益率	24.8%	17.9%	15.1%	15.4%
存货	195	352	240	441	每股指标				
其他流动资产	0	0	0	0	每股净利润 (元)	0.54	0.60	0.70	0.82
流动资产合计	1,906	2,706	2,816	3,880	每股净资产 (元)	2.43	4.33	4.97	5.73
固定资产及在建工程	490	724	715	717	每股股利 (元)	0.13	0.12	0.07	0.08
无形资产及其他长期资产	197	425	619	801	每股经营现金流 (元)	0.73	0.68	0.00	1.58
非流动资产合计	744	1,161	1,346	1,530	估值分析				
资产合计	3,201	5,496	5,790	7,038	市盈率	28.2	25.3	21.7	18.6
短期借款	337	510	579	666	市净率	6.3	3.5	3.1	2.7
应付账款及票据	285	895	385	1,087	EV/EBITDA	20.9	18.6	16.3	14.6
其他流动负债	591	349	677	508	股息收益率	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%
流动负债合计	1,213	1,754	1,640	2,261					
应付长期债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	56	300	197	224					
负债合计	1,268	2,054	1,837	2,485					
股东权益合计	1,924	3,430	3,939	4,534					
少数股东权益	9	11	15	18					
负债及股东权益合计	3,201	5,496	5,790	7,038					
现金流量表									
净利润	429	478	556	651					
折旧和摊销	46	82	97	99					
营运资本变动	50	-62	-682	462					
其他	-16	-54	-65	-57					
经营活动现金流	577	542	-1	1,250					
投资活动现金流入	-461	-584	23	23					
投资活动现金流出	-273	-204	-287	-289					
投资活动现金流	-734	-788	-263	-265					
股权融资	0	1,068	0	0					
银行借款	93	234	-33	114					
其他	-1	-29	0	0					
筹资活动现金流	13	1,188	-124	7					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	-143	942	-389	991					

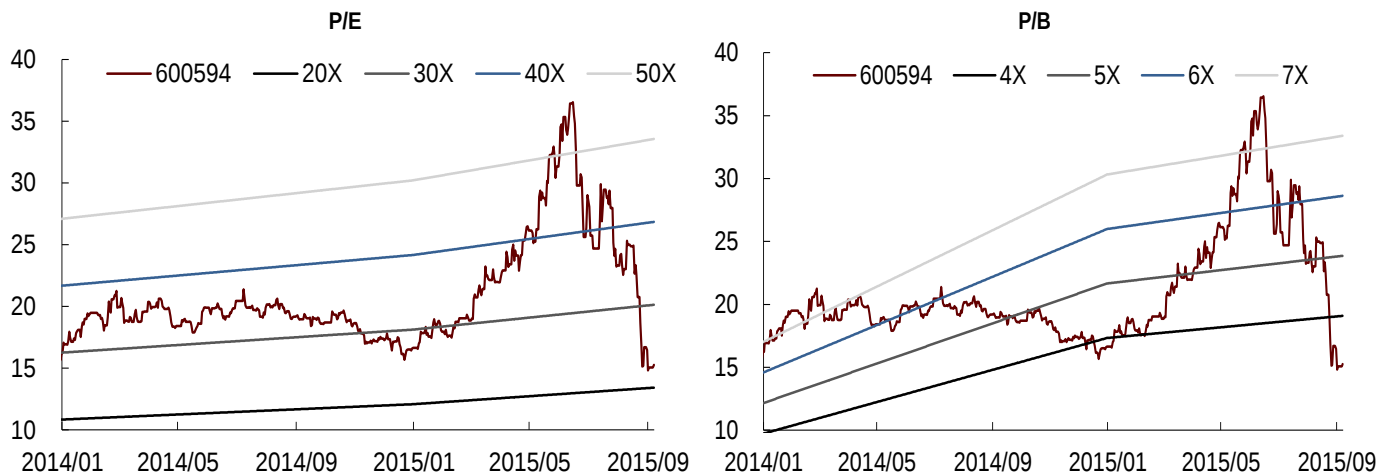
资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

益佰制药主要从事现代中药产品的研制、生产和销售。目前产品主要分为四大类：止咳类、心血管类、抗肿瘤类和抗病毒类，主要产品有克咳胶囊、克咳小儿糖浆、艾迪注射液等。其中，克咳胶囊、艾迪注射液为国家中药二级保护品种，大部分产品进入《国家基本医疗保险和工伤保险药品目录》。



图表 1：历史 P/E 和 P/B



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 2：可比公司估值表

公司名称	代码	收盘价	总市值	每股收益(元)			P/E			企业价值倍数		股息收益率	净资产收益率		P/B			P/S	
		2015/9/7	(百万元)	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2014A	2014A	2015E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E
化学制剂药——中值			7,998				60x	37x	30x	29x	37x	0.5%	9%	13%	5.21	5.81	4.58	7.1x	7.6x
天士力	600535	35.41	38,260	1.27	1.50	1.75	28x	24x	20x	21x	19x	0.9%	28%	25%	7.9x	6.0x	4.8x	3.4x	3.0x
上海凯宝	300039	12.01	10,013	0.42	0.46	0.58	29x	26x	21x	17x	22x	1.4%	19%	16%	5.3x	4.3x	3.7x	5.5x	6.8x
益佰制药	600594	15.26	12,085	0.60	0.70	0.82	25x	22x	19x	19x	18x	0.4%	14%	14%	3.5x	3.1x	2.6x	4.2x	3.8x
以岭药业	002603	13.80	15,546	0.31	0.40	0.51	44x	34x	27x	31x	30x	0.4%	8%	9%	3.4x	3.1x	2.8x	5.6x	5.3x
华润三九	000999	24.85	24,326	1.06	1.20	1.36	23x	21x	18x	14x	15x	1.0%	15%	15%	3.6x	3.2x	2.8x	3.0x	3.3x
红日药业	300026	16.00	14,585	0.49	0.60	0.72	33x	27x	22x	24x	24x	0.3%	19%	18%	6.2x	4.9x	4.0x	4.8x	5.1x
昆药集团	600422	29.49	10,060	0.86	1.05	1.30	34x	28x	23x	19x	22x	1.2%	15%	15%	5.2x	4.3x	3.7x	2.1x	2.4x
康缘药业	600557	21.69	11,142	0.62	-	-	35x	-	-	23x	22x	0.4%	13%	0%	4.5x	3.9x	3.4x	4.6x	4.3x
中恒集团	600252	16.08	18,627	1.38	1.49	1.26	12x	11x	13x	8x	8x	1.2%	27%	23%	3.1x	2.4x	2.1x	5.9x	5.8x
江中药业	600750	49.62	14,886	0.88	1.08	1.40	56x	46x	35x	14x	33x	0.6%	13%	14%	7.2x	6.3x	5.5x	2.1x	5.3x
现代中药——中值			8,431				44x	34x	27x	24x	26x	0.5%	10%	12%	4.71	4.00	3.43	5.1x	5.7x
生物制药——中值			12,891				71x	36x	29x	27x	40x	0.6%	11%	14%	6.57	5.81	4.83	9.5x	12.6x
化学原料药——中值			6,230				66x	46x	31x	28x	34x	0.2%	5%	11%	3.77	3.65	3.14	4.4x	5.1x
品牌中药——中值			11,184				38x	31x	25x	22x	23x	0.9%	14%	16%	5.04	4.14	3.60	5.4x	6.4x
医疗服务——中值			12,389				84x	60x	45x	33x	51x	0.3%	16%	17%	12.48	10.47	8.59	7x	11x
器械和诊断——中值			6,741				77x	46x	38x	41x	51x	0.3%	10%	13%	6.89	6.63	5.65	9x	11x
综合性制药企业——中值			12,586				43x	22x	18x	18x	20x	0.7%	6%	13%	2.91	2.78	2.42	2.5x	2.5x
医药商业——中值			11,399				42x	28x	24x	21x	21x	0.3%	9%	13%	5.16	4.72	3.48	0.9x	0.9x
全行业——中值			9,909				53x	36x	28x	26x	30x	0.4%	10%	13%	5.42	4.71	4.00	5x	6x

资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：浅灰色背景表示的是中金覆盖公司（采用中金预测），白色背景为未覆盖公司（采用万得资讯一致预期）



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707
编辑：杨梦雪



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

