

产量虽低，不改核心投资价值

买入维持评级

目标价格：25元

投资要点：

- 📖 太子参单位亩产量 65Kg/亩，低于预期
- 📖 亩产下降或将使太子参价格企稳回升
- 📖 银丹心脑血管软胶囊快速增长，OTC 品种崭露头角

报告摘要：

- **太子参单位亩产量 65Kg/亩，低于预期。**公司种植的 1.1 万亩太子参，计划留 3000 亩作种苗，其余 8000 亩已采收完 7000 亩，共收获干品 454.5 吨，单位亩产量为 65 Kg。与《种植合同》中预计的 80-100 Kg/亩的产量相比低了 23%-35%。产量未达到合同预期的原因主要有 3 点：①2011 年初曾出现严重低温凝冻天气；②太子参种苗生长中期遭受花叶病等自身病的侵害；③种植后期遇贵州省严重干旱气候。
- **亩产下降或将使太子参价格企稳回升。**太子参价格自 5 月份以来波动较大，主要是产量的不确定性和太子参最大需求者江中药业采购的不确定性所致。10 月 1 日的价格已低至 180 元/Kg。如今贵州百灵的产量基本确定，并且所留种苗数量高于预期，使全国产量更加供应不足，预计后期太子参价格会有所回升。下调太子参盈利预测，假设今年平均售价 200 元/kg，并且只销售一半确认到今年，则贡献 EPS0.05 元。
- **银丹心脑血管软胶囊快速增长，OTC 品种崭露头角。**银丹心脑血管软胶囊增长迅速，随着产能瓶颈的解除，预计未来三年能维持 40% 的增速。其他具有潜力的处方药品种也较多，如复方岩白菜素片、姜酚软胶囊、康妇灵胶囊和泌淋清胶囊(医保)等。OTC 二线品种崭露头角，金感胶囊和经带宁胶囊预计 2012 年都将过亿，消咳颗粒和小儿柴桂退热颗粒增长迅速，小儿氨酚烷胺颗粒市场前景广阔。
- **盈利预测与估值。**预测 2011~2013 年 EPS 为 0.57 元、0.81、1.06 元，对应 PE30X、21X、16X。公司具备强大的销售平台，能够迅速将新产品做大，这是公司的核心价值所在，处方药的旗开得胜就证明了公司的能力。公司估值经过调整已具备安全的投资边际，同时考虑到公司在苗药收购方面还有超预期因素，维持“买入”评级。

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	864	1,088	1,391	1,740
增长率	18%	26%	28%	25%
归属母净利润	158	267	380	498
增长率	42%	69%	42%	31%
EPS(含太子参元)	0.67	0.57	0.81	1.06
P/E	25.13	29.80	20.94	15.97

医药研究组

分析师：

孙伟娜 (S1180511010011)

电话：010-88085269

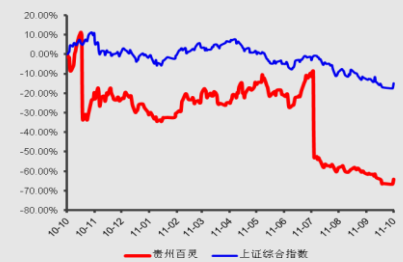
Email: sunweina@hysec.com

吴洋 (S1180511080005)

电话：010-88085967

Email: wuyang@hysec.com

市场表现



主要指标

收盘价	16.92
一年内最高/最低	53.0/15.7
总股本(百万股)	470.4
流通 A 股(百万股)	118.4

数据来源：Wind

相关研究

贵州百灵调研报告*拓展产业链条，掌控药材资源，2011.5

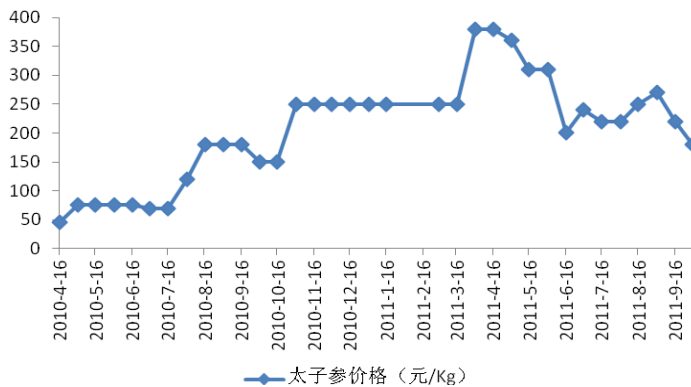
贵州百灵 IPO 报价深度报告*三大竞争力打造一流苗药品牌，2010.5

图 1: 财务报表预测

资产负债表					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	1319	1196	1252	1179	营业收入	864	1088	1391	1740
应收票据	430	408	522	652	营业成本	412	434	514	617
应收账款	156	174	223	279	营业税金及附加	7	10	13	16
预付款项	333	376	427	489	销售费用	192	264	336	421
其他应收款	17	23	30	37	管理费用	52	65	83	104
存货	345	230	273	327	财务费用	16	8	2	0
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	2	-1	3	4
长期股权投资	9	9	9	9	投资收益	0	0	0	0
固定资产	126	151	177	202	汇兑收益	0	0	0	0
在建工程	21	26	28	29	营业利润	183	308	440	579
工程物资	11	11	11	11	营业外收支净额	6	6	6	6
无形资产	31	29	28	27	税前利润	190	314	447	586
长期待摊费用	0	0	0	0	减: 所得税	31	47	67	88
资产总计	2800	2637	2981	3244	净利润	158	267	380	498
短期借款	569	283	323	200	减: 少数股东损益	0	0	0	0
应付票据	37	39	46	55	归属于母公司的净利润	158	267	380	498
应付账款	96	75	88	106	基本每股收益	0.67	0.57	0.81	1.06
预收款项	28	43	62	86	稀释每股收益	0.67	0.57	0.81	1.06
应付职工薪酬	2	2	2	2	财务指标				
应交税费	65	65	65	65	成长性				
其他应付款	24	27	29	32	营收增长率	17.6%	25.9%	27.9%	25.1%
其他流动负债	0	-1	-1	-2	EBIT增长率	39.1%	56.9%	41.3%	30.8%
长期借款	130	130	130	130	净利润增长率	41.7%	68.6%	42.3%	31.1%
负债合计	952	664	746	676	盈利性				
股东权益合计	1847	1973	2235	2568	销售毛利率	52.3%	60.1%	63.1%	64.6%
现金流量表					销售净利率	18.3%	24.5%	27.3%	28.6%
净利润	158	267	380	498	ROE	8.6%	11.9%	14.8%	16.5%
折旧与摊销	14	20	22	22	ROIC	6.59%	9.97%	13.06%	14.82%
经营活动现金流	-513	361	184	262	估值倍数				
投资活动现金流	-79	-47	-49	-47	PE	25.1	29.8	20.9	16.0
融资活动现金流	1706	-436	-79	-287	P/S	4.6	7.3	5.7	4.6
现金净变动	1114	-122	55	-73	P/B	4.03	3.56	3.10	2.64
期初现金余额	205	1319	1196	1252	股息收益率	0.0%	3.6%	1.5%	2.1%
期末现金余额	1319	1196	1252	1179	EV/EBITDA	15.6	21.3	15.2	11.6

资料来源: 宏源证券

图 2: 太子参价格走势



资料来源: 中药价格信息网、宏源证券

分析师简介:

孙伟娜: 宏源证券研究所医药行业研究员, 清华大学工学博士, 3年医药行业研究经验。主要研究覆盖公司: 贵州百灵、汉森制药、天士力、同仁堂、佐力药业、以岭药业、片仔癀、精华制药、红日药业等。

吴洋: 宏源证券医药行业分析师, 中国人民银行研究生部金融学硕士, 2年医药行业研究经验。主要研究覆盖公司: 上海凯宝、华润三九、昆明制药、信立泰、华海药业、鱼跃医疗、乐普医疗、智飞生物等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。