业务发展势头良好

买入维持评级

目标价格：23 元

投资要点:

- 前三季度净利润增长 55.66%，发展势头良好
- 太子参单位亩产量未达预期，预计全年贡献 EPS0.05 元
- 银丹心脑通软胶囊快速增长，OTC 品种崭露头角

报告摘要:

- **前三季度净利润增长 55.66%，发展势头良好。**2011 年前三季度公司实现销售收入 7.01 亿元，同比增长 42.99%；实现归属于母公司的净利润 1.26 亿元，同比增长 55.66%；每股收益 0.27 元。第三季度收入同比增长 43.06%，环比增长 10%，业绩发展势头良好。前三季度销售费用率 22%，未见增加。由于百灵医药销售公司的药材贸易业务量增大，应收账款和存货分别增长 175.8%和 78.94%。收购的子公司生产经营良好。公司同时披露 2011 年全年净利润预计增长 30-50%。
- **太子参单位亩产量未达预期，预计全年贡献 EPS0.05 元。**公司种植的 1.1 万亩太子参单位亩产量为 65 Kg，产量未达到合同预期。太子参价格 10 月份来为 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。预计全年太子参贡献 EPS0.05 元。
- **银丹心脑通软胶囊快速增长，OTC 品种崭露头角。**银丹心脑通软胶囊增长迅速，随着募投项目的逐步达产，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。**下调 2011~2013 年 EPS 为 0.51 元、0.67、0.84 元，对应 PE33X、24X、19X。公司主导产品销售势头良好，收购的子公司经过几个月的梳理，增长有望加快。公司估值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	1,051	1,319	1,620
增长率	18%	22%	25%	23%
归属母净利润	158	241	314	397
增长率	*42%*	*52%*	*31%*	*26%*
EPS(含太子参.元)	0.67	0.51	0.67	0.84
P/E	25	33	25	20

医药研究组

分析师:

孙伟娜（S1180511010011)

电话：010-88085269

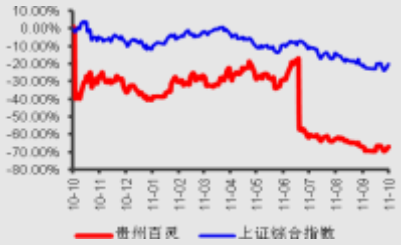
Email：sunweina@hysec.com

吴洋（S1180511080005）

电话：010-88085967

Email：wuyang@hysec.com

市场表现



主要指标

收盘价	16.99
一年内最高/最低	53.0/15.6
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

公告点评*产量虽低，不改核心投资价值，2011.10

调研报告*拓展产业链条，掌控药材资源，2011.5

新股报告*三大竞争力打造一流苗药品牌，2010.5

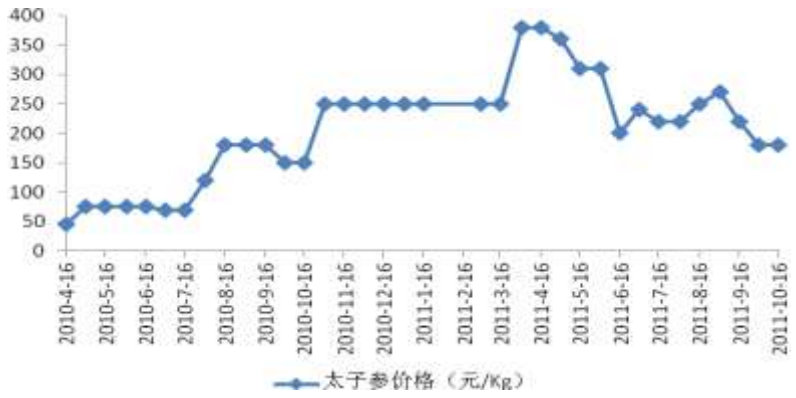
图 1：财务报表预测

资产负债表	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	1319	1165	1198	1111
应收票据	430	397	499	614
应收账款	156	170	213	262
预付款项	333	377	429	492
其他应收款	17	23	29	35
存货	345	235	279	335
其他流动资产	0	0	0	0
长期股权投资	9	9	9	9
固定资产	126	151	177	202
在建工程	21	26	28	29
工程物资	11	11	11	11
无形资产	31	29	28	27
长期待摊费用	0	0	0	0
资产总计	2800	2594	2902	3129
短期借款	569	260	309	200
应付票据	37	39	47	56
应付账款	96	76	91	109
预收款项	28	42	61	84
应付职工薪酬	2	2	2	2
应交税费	65	65	65	65
其他应付款	24	27	29	32
其他流动负债	0	-1	-1	-2
长期借款	130	130	130	130
负债合计	952	643	734	678
股东权益合计	1847	1951	2168	2452
现金流量表	**2010**	**2011E**	**2012E**	**2013E**
净利润	158	245	335	425
折旧与摊销销	14	20	22	22
经营活动现金流	-513	350	153	210
投资活动现金流	-79	-46	-49	-47
融资活动现金流	1706	-458	-71	-250
现金净变动	1114	-154	33	-87
期初现金余额	205	1319	1165	1198
期末现金余额	1319	1165	1198	1111

利润表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	864	1059	1331	1636
营业成本	412	442	526	631
营业税金及附加	7	10	12	15
销售费用	192	257	322	396
管理费用	52	63	79	98
财务费用	16	8	2	1
资产减值损失	2	-1	3	3
投资收益	0	1	0	0
汇兑收益	0	0	0	0
营业利润	183	282	387	493
营业外收支净额	6	6	6	6
税前利润	190	289	394	500
减：所得税	31	43	59	75
净利润	158	245	335	425
减：少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	158	245	335	425
基本每股收益	0.67	0.52	0.71	0.90
稀释每股收益	0.67	0.52	0.71	0.90
财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
成长性				
营收增长率	17.6%	22.6%	25.7%	23.0%
EBIT增长率	39.1%	43.2%	36.1%	26.9%
净利润增长率	41.7%	55.0%	36.4%	26.9%
盈利性				
销售毛利率	52.3%	58.3%	60.5%	61.4%
销售净利率	18.3%	23.2%	25.1%	26.0%
ROE	8.6%	11.3%	13.6%	15.1%
ROIC	6.59%	9.39%	11.97%	13.41%
估值倍数				
PE	25.1	32.4	23.8	18.7
P/S	4.6	7.5	6.0	4.9
P/B	4.07	3.67	3.24	2.82
股息收益率	0.0%	3.6%	1.5%	1.8%
EV/EBITDA	15.6	23.3	17.3	13.8

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，任何机构和个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。