

# 主业经营良好，估值具有优势

## 买入维持评级

目标价格：20元

### 投资要点：

- 📖 银丹心脑血管与金感胶囊增速迅猛
- 📖 维C银翘片销售回暖
- 📖 太子参迎来种植期，明年打算继续种植1万亩

### 报告摘要：

- **银丹心脑血管与金感胶囊增速迅猛，全年销售费用率增长不快。**银丹心脑血管软胶囊预计全年能达到2.9亿元，同比增长67%，目前已进入三甲医院400多家。金感胶囊预计全年接近1亿元，同比增长38%，增速较快的原因是公司在感冒咳嗽药品的推广上有多年的优势，对渠道的控制力很强；金感胶囊价格高，经销商的盈利空间大。由于处方药销售费用的增加被中药材贸易抵消，全年销售费用率增长不快。
- **维C银翘片销售回暖。**维C银翘片从11月开始已经出现同比正增长，主要是因为过去积压基本消化完毕，提价影响消失，旺季来临。但全年销售收入同比仍将下降20-30%。今年新增加辽宁、山东、河北3个省的基药独家招标，能保障明年7000万收入的规模。
- **丰富产品线保障公司持续发展。**由于公司在感冒咳嗽OTC药物上销售能力很强，我们看好小儿氨酚烷胺颗粒能达到金感胶囊的规模。公司通过收购使得拥有的苗药数量从上市时的10个增加到17个，丰富的品种保障公司持续发展。
- **太子参迎来种植期，明年打算继续种植1万亩。**太子参留种播种的时间很集中，12月底将种植完毕，因此目前种苗价格上涨高达260-280元/Kg。另外，江中限产后很多有健胃消食片批文的小厂开始生产，促进了太子参的需求。公司明年打算再种植不超过1万亩，成本不再有种苗的费用，大概4000元/亩。
- **盈利预测与估值。**预测2011~2013年EPS为0.50元、0.66、0.84元，对应PE28X、21X、17X。公司估值经过调整已具有优势，给予明年30倍PE，目标价20元，维持“买入”评级。

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	864	978	1,232	1,530
增长率	18%	13%	26%	24%
归属母净利润	158	233	309	395
增长率	42%	48%	32%	28%
EPS(含太子参.元)	0.67	0.50	0.66	0.84
P/E	21	28	21	17
总股本(万股)	23,520	47,040	47,040	47,040

### 医药研究组

#### 分析师：

孙伟娜 (S1180511010011)

电话：010-88085269

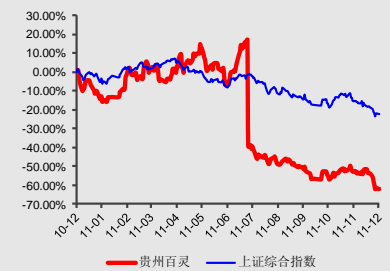
Email: sunweina@hysec.com

吴洋 (S1180511080005)

电话：010-88085967

Email: wuyang@hysec.com

### 市场表现



### 主要指标

收盘价	13.79
一年内最高/最低	43.49/13.31
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

贵州百灵公告点评：产量虽低，不改核心投资价值，2011.10

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

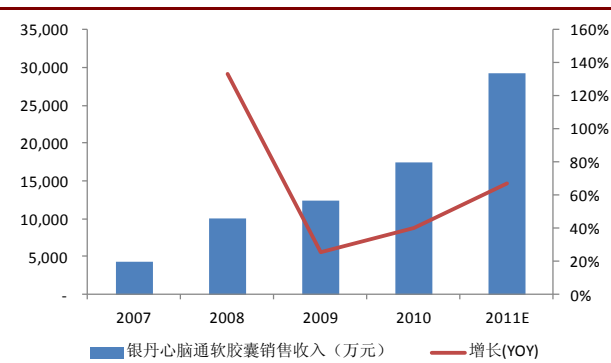
## 1、公司主要产品增速迅猛，销售费用率增长不快

银丹心脑血管软胶囊 1-6 月销售额 1.16 亿元，1-9 月 1.79 亿元，预计全年 2.9 亿元（考虑部分年底回款结算因素）。同比增速超过 60%，高于市场普遍预期的 40%。目前已进入三甲医院 400 多家。银丹的最大优势是心脑血管领域的独家苗药医保品种，目前在国内是唯一使用软胶囊技术的心脑血管病用药，吸收利用率是传统剂型的 5-7 倍，显效迅速。

金感胶囊 1-6 月销售额 3200 万，1-9 月 6200 万，预计全年接近 1 亿元。该药品增长迅速的原因是 1、公司销售队伍经验丰富，1100 多人 OTC 队伍长期以来与全国的主流经销商建立了良好的关系，信誉较好，对渠道的控制力很强，在感冒咳嗽上有多年的优势。2、金感胶囊比维 C 银翘片，增加了抗病毒成分，效果较好。3、价格高，经销商的盈利空间大，积极性高。金感胶囊处于推广期阶段，返利会多 1-2 个点。

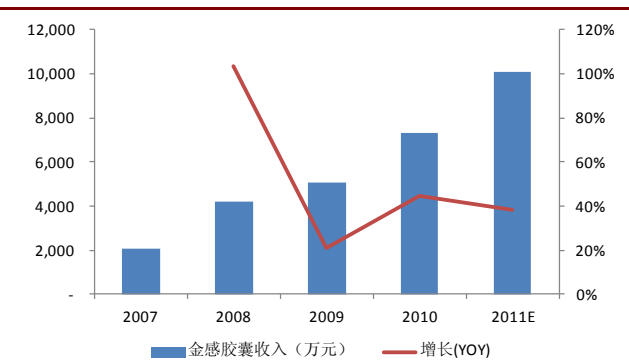
全年销售费用率可能比三季报增加 2 个百分点左右，增长不快。主要原因是虽然处方药销售费用率相对较高，后台的学术队伍建设也算作销售费用。但是由于公司进行中药材贸易抵消了部分费用，所以综合增长不快。

图 1：银丹心脑血管软胶囊收入及增速



资料来源：Wind，宏源证券

图 2：金感胶囊收入及增速



资料来源：Wind，宏源证券

## 2、维 C 银翘片销售出现转机

维 C 银翘片从 11 月开始已经出现同比正增长，主要是因为过去积压基本消化完毕，提价影响消失，旺季来临。但全年销售收入同比仍将下降 20-30%。维 C 银翘片不是国家基本药物目录品种，但今年新增加辽宁、山东、河北 3 个省的基药独家招标，能保障明年 7000 万收入的规模。

## 3、公司产品丰富，苗药品种达 17 个

通过并购增加了 11 个苗药品种，公司目前已拥有苗药品种 17 个，在 150 个品种中，拥有数量已位居第一。下一步就是把这些品种逐个做好。

收购的小儿氨酚烷胺颗粒的前景比较看好。由于公司在感冒咳嗽 OTC 药物上销售能力很强，同时同类产品如优卡丹和好娃娃已达几个亿的规模，目前小儿的新药非常难批，所以很看好这个药品的前景。目前该药的规模只有 50 万元，但需要在原厂重新打造一个车间，需要 2-3 个月建设期。

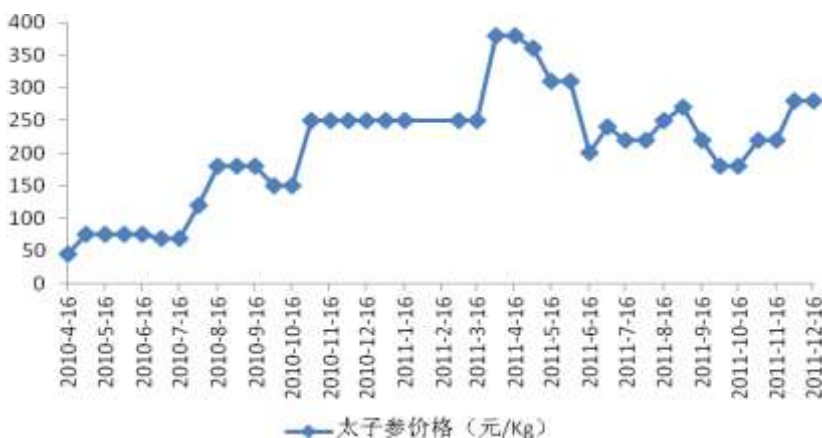
## 4、太子参种植期来临，价格回升

最近太子参价格又上涨到 280 元/Kg，主要是因为今年产量供不应求，并且正好赶上太子参种植期。今年全国产量有限，约在 3500 吨左右，而全国需求 4000 吨左右，供不应求，所以价格不会降太多，上涨也比较正常。最近市场开始购买种苗，种苗价格上涨。因为太子参的留种播种的时间很集中，太子参收获以后，种苗在地里等待 1-2 个月就要集中挖出，挖出来后 1 星期必须播种，否则烂掉。最近种苗的价格上涨较多，最高达 260-280 元/Kg（去年仅 200 元/Kg）。另外，江中限产后很多有健胃消食片批文的小厂开始生产，促进了太子参的需求。

公司明年打算再种植不超过 1 万亩，成本不再有种苗的费用，大概 4000 元/亩（今年成本 7000 元/亩）。一般 1 亩种苗能种 10 亩地。公司今年留了 3000 亩种苗，考虑到出芽率和坏死率及其他影响因素，有效种苗约 2000 亩。公司可能会出售 1000 亩种苗。出售种苗的盈利能力很高，如果种苗能卖到 260 元/Kg，相当于太子参干品卖到 500 元/Kg 的效益。

今年受旱情和病虫害影响亩产 65Kg/亩是低于正常产量的。明年如果没有旱情和病虫害，产量能达到 80Kg/亩。

**图 3：太子参价格走势**



资料来源：中药价格信息网、宏源证券

## 5、盈利预测与估值

预测 2011~2013 年 EPS 为 0.50 元、0.66、0.84 元，对应 PE28X、21X、17X。公司主业经营稳健，战略规划清晰，苗药产品线已较为丰富，太子参种植今年可保障收益，公司估值经过调整已具有优势，给予明年 30 倍 PE，目标价 20 元，维持“买入”评级。

**图 4: 财务报表预测**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表 (百万元)</b>				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	1319	1197	1119	1035	营业收入	864	978	1232	1530
应收票据	430	367	462	574	营业成本	412	389	473	576
应收账款	156	252	317	394	营业税金及附加	7	9	11	14
预付款项	333	357	385	420	销售费用	192	233	294	365
其他应收款	17	21	26	33	管理费用	52	59	74	92
存货	345	437	531	647	财务费用	16	17	19	20
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	2	5	4	5
长期股权投资	9	9	9	9	投资收益	0	1	0	0
固定资产	126	161	200	240	汇兑收益	0	0	0	0
在建工程	21	36	43	46	营业利润	183	268	357	458
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	275	363	464
长期待摊费用	0	0	0	0	减: 所得税	31	41	55	70
资产总计	2800	2878	3133	3437	净利润	158	233	309	395
短期借款	569	500	500	500	减: 少数股东损益	0	0	0	0
应付票据	37	35	42	51	归属于母公司的净利润	158	233	309	395
应付账款	96	67	82	99	基本每股收益	0.67	0.50	0.66	0.84
预收款项	28	41	58	80	稀释每股收益	0.67	0.50	0.66	0.84
应付职工薪酬	2	2	2	2	<b>财务指标</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
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%	13.2%	26.0%	24.2%
其他流动负债	0	0	-1	-2	EBIT增长率	39.1%	43.3%	31.9%	27.2%
长期借款	130	200	200	200	净利润增长率	41.7%	47.5%	32.3%	27.8%
负债合计	952	938	979	1030	盈利性				
股东权益合计	1847	1939	2154	2407	销售毛利率	52.3%	60.2%	61.6%	62.3%
<b>现金流量表</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	销售净利率	18.3%	23.9%	25.1%	25.8%
净利润	158	233	309	395	ROE	8.6%	10.8%	12.8%	14.3%
折旧与摊销	14	21	24	24	ROIC	6.59%	8.58%	10.39%	11.85%
经营活动现金流	-513	102	104	144	估值倍数				
投资活动现金流	-79	-66	-69	-67	PE	20.6	28.0	21.1	16.5
融资活动现金流	1706	-157	-113	-161	P/S	3.8	6.7	5.3	4.3
现金净变动	1114	-121	-78	-84	P/B	3.37	3.03	2.71	2.36
期初现金余额	205	1319	1197	1119	股息收益率	0.0%	4.3%	1.4%	2.2%
期末现金余额	1319	1197	1119	1035	EV/EBITDA	12.3	19.8	15.3	12.4

资料来源: 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**

	郭振举	牟晓凤	孙利群	
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红 010-88085788 cuixiahong@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁 010-88085991 zenglijie@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。