

# 看好太子参价格，调高买入

## 买入调高

目标价格：25 元

### 投资要点：

- 📖 **净利润增长 99.41%，符合预期**
- 📖 **太子参价格不会大幅下跌，今年贡献较多利润。**
- 📖 **关注维 C 银翘片的转机**

### 报告摘要：

- **净利润增长 99.41%，符合预期。**2011 上半年公司实现销售收入 4.52 亿元，同比增长 41.17%，实现归属于母公司的净利润 8931 万元，同比增长 99.41%；扣除非经常性损益净利润 8920 万元，同比增长 119.14%。每股收益 0.38 元。其中工业收入同比增长 21%，毛利率提升 4.97 个百分点；商业同比增长 1651%，毛利率提升 9.13 个百分点。
- **银丹心脑血管软胶囊将持续快速增长。**银丹心脑血管软胶囊作为公司重点推广的处方药，凭借其疗效、剂型和营销优势，2010 年收入 1.8 亿元，同比增长 45%，今年上半年增速 200-300%。随着产能瓶颈的解除，以及处方药营销网络的完善，预计未来三年能实现 40-50% 的增速，成为业绩增长主要看点。
- **太子参价格不会大幅下跌，今年将贡献较多利润。**公司今年种植太子参 1.1 万亩，目前已开始采收。太子参价格经过 2 个月小幅回调后，最近又回升至 300 元/Kg 以上，假设今年平均售价 250 元/kg，明年 180 元/kg，中性情况下今年太子参贡献 EPS0.14 元，明年贡献 EPS 为 0.19 元。
- **关注维 C 银翘片的转机。**维 C 银翘片受基药招标及去年药品安全事故影响，收入基本没增长，但毛利率持续提高。主要原因是产品一直提价，并且毛利率高的盒装薄膜衣双层片的份额逐渐提高。维 C 银翘片处于最坏的时期，原材料 Vc、金银花、连翘和荆芥的价格逐渐回落，预计维 C 银翘片销售将有转机到来。
- **盈利预测与估值。**预测公司 2011~2012 年 EPS 分别为 0.66、0.98、1.35 元，对应 PE 31X、20X、15X。太子参种植给予 20 倍 PE，原主营业务给予 30 倍 PE，则 12 个月目标价 25 元，调高至“买入”评级。

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	864	1,228	1,607	2,048
增长率	18%	42%	31%	27%
归属母净利润	158	309	463	637
增长率	42%	95%	50%	38%
EPS (含太子参)	0.67	0.66	0.98	1.35
P/E	29.7	30.5	20.3	14.8

### 医药研究组

#### 分析师：

**孙伟娜 (S1180511010011)**

电话：010-88085269

Email: sunweina@hysec.com

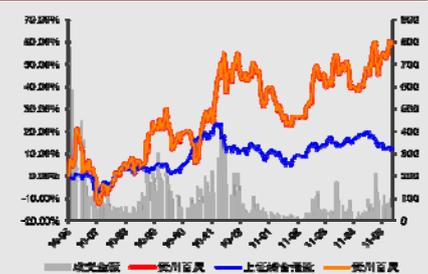
#### 联系人：

**吴洋**

电话：010-88085967

Email: wuyang@hysec.com

### 市场表现



### 主要指标

收盘价	20.19
一年内最高/最低	53.5/30.0
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

## 一、银丹心脑血管有望持续高增长，处方药潜力品种较多

银丹心脑血管软胶囊是医保乙类品种，是日服价格较贵的心脑血管中成药。2010 年收入 1.8 亿元，同比增长 45%，2011 年上半年同比增速约 200-300%，预计未来三年至少保持 40~50% 的高速增长态势，成为未来业绩增长主要看点。

公司处方药有姜酚胶囊、骨力胶囊和复方岩白菜素片等，姜酚胶丸已完成试生产并有少量销售，公司准备 4 季度大批生产；复方岩白菜素片增长迅速。

收购的和仁堂的康妇灵胶囊和泌淋清胶囊也是处方药，原来规模都是 1000 多万，公司将作为潜力品种开始运作。

**表 1: 2008-2009 年我国心脑血管中成药前十品牌终端市场销售额 (亿元)**

排序	通用名	厂家	2008 年	08 年增速	2009 年	09 年增速
1	复方丹参滴丸	天津天士力制药	13.62	7.53%	14.59	7.15%
2	步长脑心通胶囊	陕西咸阳步长制	8.04	11.94%	8.95	11.33%
3	通心络胶囊	河北以岭药业	7.33	8.32%	7.88	7.51%
4	脉络宁注射液	南京金陵药业	6.12	11.51%	6.82	11.38%
5	银杏叶片	扬子江药业集团	5.01	17.23%	5.63	12.46%
6	地奥心血康胶囊	成都地奥集团	4.93	-13.83%	5.06	2.57%
7	速效救心丸	天津中新药业	4.02	-4.94%	5.02	24.89%
8	参麦注射液	石家庄神威药业	4.59	21.0%	4.81	4.80%
9	复方丹参片	广州白云山和记黄埔药业	2.99	10.69%	3.49	16.57%
10	麝香保心丸	上海和黄药业	3.11	23.47%	3.44	10.51%
	银丹心脑血管软胶囊(注)	贵州百灵制药	1.80	80.88%	2.25	25.06%
前十合计			59.76	8.01%	65.69	9.92%

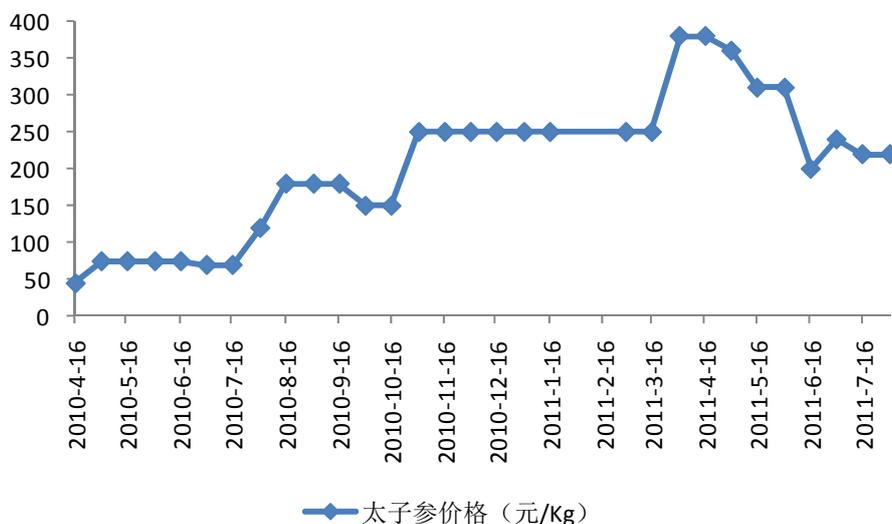
注：终端市场销售额不同于企业销售收入

资料来源：南方医药经济研究所，宏源证券

## 二、太子参利润贡献分析

虽然近两个月太子参价格出现回调，由最高 380 元回调至 220 元，但最近据向产地了解，太子参价格又回升至 300 元/Kg 以上，虽然在中药价格信息网上 8.1 日显示的还是 220 元，但实际上农户还在惜售等待进一步涨价。百灵的太子参已经在采收过程中，价格之所以跌不下来的原因主要是产量问题。经公司多方了解，由于去年留的种苗有限，今年全国产量在 3500 吨左右，留 10% 做种苗，剩 3150 吨，江中药业就需要 1500-1800 吨，用去了一半，所以从供需平衡来看，价格不可能大幅下跌。在这种情形下，我们预计公司明年将继续种植太子参。

图 1: 太子参价格走势



资料来源: 中药价格信息网, 宏源证券

**预计产量:** 太子参今年实际种植面积在 1.1 万亩, 预期收成 1100~1200 吨。今年 7-8 月份收获之后, 将留 10% 左右的优良品种做种苗, 其他制成干品, 存放起来逐步销售。

**成本估算:** 每亩种植成本预计 7000 元左右, 成本约 70~80 元/Kg。销售将采用经销商模式为主, 预计费用率占 20%。

**利润贡献:** 预计百灵今年太子参的平均销售均价 250 元/kg, 明年 180 元/kg。分别对产量、价格、成本、销售费用进行了保守、中性和乐观三种情景分析, 按照摊薄后股本, 可以计算出今年太子参贡献 EPS 为 0.11 元 (保守)、0.14 元 (中性) 和 0.19 元 (乐观), 明年贡献 EPS 为 0.12 元 (保守)、0.19 元 (中性) 和 0.27 元 (乐观)。

表 2: 太子参种植盈利敏感性分析

2011 年盈利贡献	保守	中性	乐观	2012 年盈利贡献	保守	中性	乐观
产量 (吨)	1000	1100	1200	产量 (吨)	1000	1100	1200
今年销售量 (扣除种苗) (吨)	450	495	540	明年销售产量 (扣除种苗) (吨)	850	935	1020
今年价格 (元/Kg)	240	250	260	明年价格 (元/Kg)	160	180	200
成本 (元/Kg)	90	80	70	成本 (元/Kg)	46	41	36
销售费用/收入	25%	20%	15%	销售费用/收入	25%	20%	15%
贡献利润 (百万元)	50.6	67.3	87.2	贡献利润 (百万元)	58.7	89.4	127.5
贡献 EPS (元)	0.11	0.14	0.19	EPS (元)	0.12	0.19	0.27

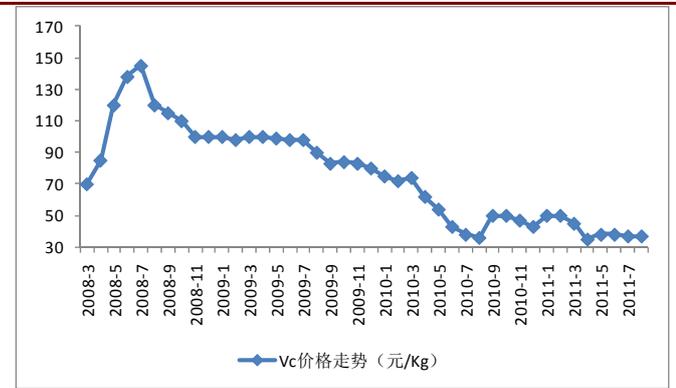
资料来源: 宏源证券

### 三、关注维 C 银翘片的转机

维 C 银翘片年收入 2 亿多元, 在主营收入中占比不低, 但维 C 银翘片已步入平稳阶段, 受基药招标及去年药品安全事故影响, 收入基本无增长, 但毛利率持续提高。主要原因一是 2010 年和 2011 年分别进行了供货价提价, 每次都是大约 20% 的涨幅; 二是提高盒装薄膜衣双层片的份额, 代替袋装糖衣片, 节省了糖衣片的白糖和滑石粉的使用, 毛利率提高, 目前薄膜衣双层片和糖衣片的比例大概是 3: 7。

细看维 C 银翘片的配方，与众多大品牌的感冒药大同小异，属于比较安全的配方，目前可以说是处于最坏的阶段，随着药品安全事故影响的淡化，市场份额最大、质量最好的百灵鸟牌维 C 银翘片必定会迎来转机。同时从药材成本看，在维 C 银翘片的成本构成中，Vc 等占 20%，中药材占 40%，从健康网及中药价格信息网看，Vc、金银花、连翘和荆芥的价格逐渐回落，意味着维 C 银翘片的利润率有望进一步提升。

图 2: Vc 价格走势



资料来源: 健康网、宏源证券

图 3: 金银花价格走势(元/Kg)



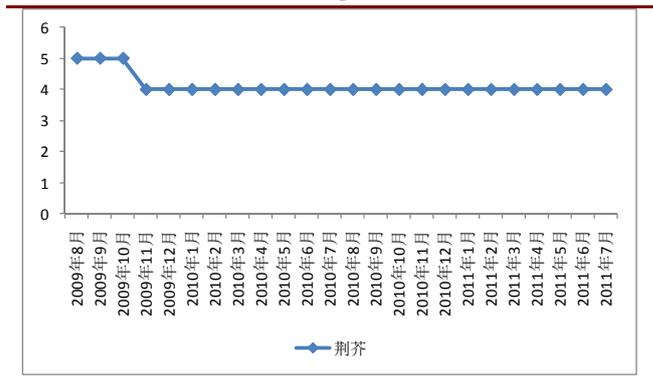
资料来源: 中药价格信息网、宏源证券

图 4: 连翘价格走势(元/Kg)



资料来源: 中药价格信息网、宏源证券

图 5: 荆芥价格走势(元/Kg)



资料来源: 中药价格信息网、宏源证券

### 三、营销网络扩建为丰富的产品线铺路

公司无论处方药还是 OTC 产品销售增长迅速，金感胶囊作为中西结合的感冒药，2012 年有望过亿元。消咳颗粒已经开始上规模，小儿柴桂退热颗粒、牛黄解毒片增速较快。同时，今年收购的世禧制药的苗药妇科药经带宁胶囊，目前规模 2000 万，预计 2011 年翻番 2012 年收入过亿元；收购和仁堂的小儿氨酚烷胺颗粒目前规模仅 50 万，而同样药物优卡丹销售规模 3 亿元；收购九鑫生物的 26 个保健品正在试生产；收购乾元制药的护肝片、一清颗粒，收购德信润生的阿莫西林/舒巴坦匹酯咀嚼片和氟氯西林/氨苄西林胶囊正在改造厂房。

日益丰富的产品线对营销网络的建设提出更高的要求。公司今日同时公告，将进行营销网络的扩建和信息化，我们认为此举推出正当其时，将强化公司苗药龙头地位。

## 四、盈利预测及估值

咳速停糖浆增长较慢，但咳速停胶囊有 20% 的增长，两个剂型形成了互补，预计未来 3 年增速 9%。维 C 银翘片毛利率逐渐增加，保守预测未来 3 年小幅微增。银丹心脑通软胶囊未来三年能维持 40~50% 的增速，二线处方药和二线 OTC 品种销售势头良好。太子参按中性预测，今明两年贡献 EPS 为 0.14、0.19 元，2013 年暂不考虑太子参贡献。预测公司 2011~2013 年 EPS 分别为 0.66、0.98、1.35 元，对应 PE 31X、20X、15X。太子参种植给予 20 倍 PE，原主营业务给予 30 倍 PE，则 12 个月目标价 25 元，调高至“买入”评级。

图 6：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	1350	1447	1229	营业收入	864	1228	1607	2048
应收票据	430	460	603	768	营业成本	412	475	555	660
应收账款	156	197	258	329	营业税金及附加	7	11	14	18
预付款项	333	380	436	501	销售费用	192	297	389	495
其他应收款	17	26	35	44	管理费用	52	73	96	122
存货	345	252	295	350	财务费用	16	13	11	5
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	2	1	4	5
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	357	538	743
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	363	545	749
长期待摊费用	0	0	0	0	减：所得税	31	54	82	112
资产总计	2800	2894	3326	3501	净利润	158	309	463	637
短期借款	569	486	551	220	减：少数股东损益	0	0	0	0
应付票据	37	42	49	59	归属于母公司的净利润	158	309	463	637
应付账款	96	82	96	114	基本每股收益	0.67	0.66	0.98	1.35
预收款项	28	45	67	95	稀释每股收益	0.67	0.66	0.98	1.35
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%	42.1%	30.9%	27.4%
其他流动负债	0	-1	-2	-3	EBIT增长率	39.1%	84.3%	49.4%	35.9%
长期借款	130	130	130	130	净利润增长率	41.7%	95.2%	50.0%	37.5%
负债合计	952	880	990	716	盈利性				
股东权益合计	1847	2015	2337	2785	销售毛利率	52.3%	61.3%	65.5%	67.8%
<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%	25.2%	28.8%	31.1%
净利润	158	309	463	637	ROE	8.6%	13.2%	16.6%	18.8%
折旧与摊销	14	20	22	22	ROIC	6.59%	10.43%	15.00%	17.22%
经营活动现金流	-513	316	232	354	估值倍数				
投资活动现金流	-79	-47	-49	-47	PE	29.7	30.5	20.3	14.8
融资活动现金流	1706	-237	-87	-524	P/S	5.4	7.7	5.9	4.6
现金净变动	1114	31	96	-218	P/B	4.67	4.03	3.38	2.78
期初现金余额	205	1319	1350	1447	股息收益率	0.0%	3.0%	1.5%	2.0%
期末现金余额	1319	1350	1447	1229	EV/EBITDA	-2.9	-2.0	-1.5	-1.4

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、昆明制药、福瑞股份、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: 乐普医疗、新华医疗、信立泰、阳普医疗、安科生物、亚太药业、上海凯宝等。

**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。