



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

制药: 中药

王军

证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001
(8621) 2032 8310
jun.wang_sh@bocichina.com

贵州百灵调研纪要

近期我们调研了贵州百灵(002424.CH/人民币 20.21, 未有评级)以及公司在六枝地区的中药材种植基地, 与管理层进行了沟通, 要点如下:

中药材种植方面:

1. 政策背景。2012年1月《国务院关于进一步促进贵州经济社会又好又快发展的意见》(国发“2012”2号)出台, 其中明确提出“积极推进中药现代化, 大力发展中成药和民族药”, 为贵州发展中药材产业提供了强大支撑。2012年8月贵州省政府批复了《贵州省中药材产业发展扶贫规划(2012-2015年)》, 将扶贫与产业发展有机结合起来, 推动贵州产业结构调整, 鼓励中药材基地建设。
2. 公司将药材种植作为缓解中药材供应压力的重要手段之一。公司每年药材采购约占总营收的20%, 对应今年15亿元的收入, 中药材成本预计3亿元左右。近年来中药材价格波动较大, 部分中药材野生资源锐减, 为了缓解中药材供应压力, 公司一方面拓展采购渠道, 扩大仓储能力; 另一方面加快中药材种植基地的建设, 缓解中药材供应的压力。

在种植品种的选择方面, 公司主要考虑药材的上下游联动, 特别是下游消化。因此首选公司使用的品种, 如桔根(咳速停系列)、牛蒡子(Vc银翘片)等。其次考虑到贵州土地资源有限, 地形差别大及土壤的差异性, 因此大规模种植主要选择药材成分变化不大且土壤适应性好的品种。

目前公司年采购桔根、山银花、吉祥草、虎耳草等将近1万吨, 完全自种后, 不仅保证药材的稳定供应, 同时将会给公司节省5,000万元左右。

公司目前种植的主要品种有太子参(7,500亩)、桔根(6,000亩)、牛蒡子(1,000亩), 同时皂角、桂皮、牛蒡子、山银花、虎耳草、吉祥草、黄柏等20多个品种处于种苗和技术经验的培养阶段, 计划到2016年总种植面积发展到5万亩。公司采用专业合作社的形式开展种植, 并已聘用30多名地方农业管理人员具体负责管理和指导。

3. 公司太子参产量预计较去年变化不大, 留种率较往年差。公司今年共种植太子参7,500亩, 2011年为11,000亩。2011年, 受多数种苗病虫害影响, 亩产较低(根据2011年年报为65千克/亩), 今年受益于经验积累且无病虫害, 本应亩产显著提高, 但受3、4月份高温干旱极端天气影响, 今年的太子参比去年细小, 只是亩产应该还是会比去年高些。由于前期干旱, 后期雨水较多造成根腐烂, 因此今年留种不太理想, 留种率低于70%。公司下期太子参的种植面积, 一方面取决于对价格的判断, 另一方面, 如果今年太子参种苗价格稳定, 也可能以卖种苗为主, 提前锁定收益。
4. 太子参种植方式上以合作社模式为主, 与种植户直接合作为辅。公司主要和当地政府签协议, 由政府出面, 与合作社合作, 合作社再和农户签协议。同时公司也和一些种植大户直接签协议。与种植农作物相比, 种参收入每亩大约提高了1,000元, 因此农户有参与的积极性。公司种植费用主要涉及三方面: 第一是向农民支付的土地租金, 第二是劳务费用, 最后是根据产量给予的奖励。

5. 预计太子参未来价格稳中有升。虽然今年扩种面积很大，但受天气和病虫害因素影响，一些主产区的单产较去年有所下降，再者部分鲜货需留作种苗，因此总的供给不会明显增加。近期太子参价格出现了小幅回升，且随着产新因素的逐渐消退，价格可能进一步上升。此外，太子参使用有限，且有黄芪、党参等替代品，经历 11 年的高价，相关药企会有一些应对措施，因此未来炒作的空间也不大。

公司整体经营方面：

1. 公司作为苗药龙头，未来发展重点仍然是苗药，未来仍将通过收购兼并考虑扩大苗药品种。公司目前的主要产品有 4 个，分别是独家苗药产品银丹心脑通软胶囊、独家苗药产品咳速停糖浆及胶囊、非苗药独家产品金感胶囊、VC 银翘片。上半年公司营业收入同比增长 23.61%，净利润同比增长 23.01%。
2. 上半年公司的 VC 银翘片表现突出，收入同比增长 100%，达到 1 亿元以上，超出预期，主要原因是前些年受到不良反应的影响销量下滑导致基数较小。由于新进入一些地区的医保，预计下半年仍将维持高增长。上半年公司的另一主要品种咳速停在主营收入持平的情况下成本同比大幅下降 20%，主要原因是中药材价格下降，同时使用了一些自产药材进一步拉低了成本。
3. 由于新版 GMP 认证，所以公司天台山药业 GMP 生产建设项目投产时间将晚于原计划，目前预计将于 2013 年 6 月份投产，公司的产能将扩大一倍。正式投产之后公司将会多生产一些公司前期收购的小品种，届时这些品种增长将会加快。
4. 胶原蛋白饮品“爱透”上半年收入约 200 万，由于今年“爱透”产品的广告和渠道建设费用比较高，预计今年亏损 1,000 万元。

调研结论

公司在贵州道地药材种植方面迅速积累经验，预计今后将会在药材种植方面形成显著优势，从而增强公司在苗药领域的优势地位，并有利于今后进一步收购更多的苗药品种。我们认为公司的下一个质的飞跃有赖于充分挖掘药材的经济价值和进一步开发苗药的市场潜力，形成更多的特色产品。建议投资者对公司的发展持续关注。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371