

投资评级	首次评级
评级变动	买入
总股本(万股)	47040.00
流通A股/B股(万股)	14601.44/0
资产负债率(%)	36.88%
每股净资产(元)	4.23
当前股价(元)	20.47
12个月内最高/最低价(元)	23.00/13.60

厦门证券研究所

分析师:

戴晓彬

daixiaobin@xmzq.com.cn

执业证书编号:

S0200512070001

0592-5160876

地址: 厦门市莲前西路2号

莲富大厦17楼

厦门证券有限公司

贵州百灵(002424)

——进入基药是亮点，收购秘方带来想象空间

公司坚持以苗药主体为依托拓展药品市场，产品涵盖了心脑血管等疾病、咳嗽、感冒等疾病领域。2011年以来，公司加快扩张的步伐，进一步整合本省的苗药资源，相继并购了5家药厂和一家保健食品的项目所有权，使企业的触角延伸到了前景广阔的妇科，儿科，以及泌尿系统疾病领域。目前，公司已经拥有17个苗药品种，占贵州154个苗药的10%以上，实属苗药的龙头企业。

公司主力产品银丹心脑血管软胶囊，成功入选2012年版《国家基本药物目录》。随着各省招标的展开，银丹心脑血管销售收入有望重回高速增长路径，预计未来3年销售收入增速平均可达40%，成为10亿级品种。在公司品牌优势和质量优势的影响下，公司其他一线产品，未来有望维持8%左右的细分行业平均增速。公司的主要2线产品，并有望在近两年内单品销售额超过7千万元，未来公司将积极促进这些产品进入医保和基药，从而突破销售额瓶颈。

公司于2013年3月份收购糖尿病苗药秘方。目前，公司委托中国医学科学院药用植物研究所和贵阳中医学院实验中心基础医学实验室对该秘方进行药效学、毒理学、药理学等项目进行试验。同时，公司也通过自身研发团队与国内知名的专家相结合的方式，对秘方的药理性质，包括对糖尿病并发症的疗效等进行深入研究。目前，中国是继美国、日本之后的全球第三大2型糖尿病治疗市场。当前糖尿病市场基本被化药独占，中药寥寥无几。未来如果公司的秘方能证明具有很好的降血糖效果，那么其市场空间巨大。

我们预计，公司2013~2014年净利润增速分别为16%、30%，EPS分别为0.54、0.70元，按业绩预测来看，目前估值合理，但是由于糖宁通络胶囊想象空间巨大，首次给予“买入”评级。

风险提示: 银丹心脑血管软胶囊收入增速不及预期；银丹心脑血管软胶囊价格下降幅度大于预期；糖宁通络胶囊的效果不及预期；天源医院开设的进程不及预期。



目录

1	公司是苗药龙头.....	3
2	银丹进入基药有望给公司带来高增长的业绩回报.....	3
2.1	成功打入心脑血管疾病用药市场.....	3
2.2	进入基药目录与 GMP 认证门槛提升将使其重回高速增长时代.....	3
2.3	其他产品将稳健增长.....	4
3	糖尿病苗药秘方想象空间巨大.....	5
3.1	糖尿病属于大病种.....	5
3.2	糖尿病中药空间尚未完全开启.....	5
3.3	公司糖尿病秘方值得长期关注.....	6
4	盈利预测与风险因素.....	6



1 公司是苗药龙头

公司坚持以苗药主体为依托拓展药品市场，重点的一线主力药品为苗药独家产品银丹心脑血管通软胶囊和咳速停糖浆及胶囊，非苗药独家产品金感胶囊和 VC 银翘片，产品涵盖了心脑血管等疾病、咳嗽、感冒等疾病领域。2011 年以来，公司加快扩张的步伐，进一步整合本省的苗药资源，相继并购了 5 家药厂和一家保健食品的项目所有权，增加了苗药品种双羊喉痹痛颗粒和泌淋清胶囊等，使企业的触角延伸到了前景广阔的妇科，儿科，以及泌尿系统疾病领域。其中和仁堂药业的小儿氨酚烷胺颗粒、康妇宁、泌淋清、金带宁被公司逐渐培育成二线主力药品。据 2013 年“贵州中草药资源研究”项目公布的结果，贵州省现有苗药品种 154 个。目前，公司已经拥有 17 个苗药品种，占贵州 154 个苗药的 10% 以上，实属苗药的龙头企业。

2 银丹进入基药有望给公司带来高增长的业绩回报

2.1 成功打入心脑血管疾病用药市场

公司于 2005 年推出苗药独家专利产品银丹心脑血管通软胶囊，该产品使用软胶囊技术，成分为银杏叶、丹参、灯盏细辛、三七、绞股蓝、山楂等，具有“心脑血管同治”的功效，能同步治疗冠心病心绞痛、头晕头痛和中风后遗症，预防心肌梗塞、脑中风，同时防止心肌梗塞、脑中风的复发。随着人口老龄化加速，心脑血管疾病发病率的上升使得市场规模不断扩大。目前我国心脑血管用药市场超过 1000 亿元，年增速超过 20%。中成药由于其在慢性病治疗方面的独特优势，因此在心脑血管疾病的医院终端市场份额稳定保持在 37% 以上。公司的银丹心脑血管通软胶囊凭借其技术优势和良好的口碑近五年来销量一直保持快速增长，2009~2011 年均增速 40% 以上，毛利率约 80%，净利率约 17%。2012 年受毒胶囊事件影响，该产品的销售增速下滑，百灵胶囊经检验全部合格。

2.2 进入基药目录与 GMP 认证门槛提升将使其重回高速增长时代

银丹心脑血管通软胶囊成功入选 2012 年版《国家基本药物目录》，



随着各省招标的展开，销售收入有望重回高速增长路径。从价格上来看，虽然发改委可能下调中药价格，但我们估计将主要针对中药注射剂，而公司产品市场价格与最高零售限价之间的价差约 15%，银丹心脑血管通软胶囊降价空间不大。从销量来看，天士力的丹参滴丸自 2003 年销售收入接近 10 亿元之后一直到 2009 年期间，虽然销售额在逐年增加，但增幅并不大。而至从 2009 年丹参滴丸入选《国家基本药物目录》以后，随着 2010 年基药制度的推进实施，丹参滴丸的销售额出现快速增长，目前丹参滴的销售额达到了 20 多亿元。目前，银丹心脑血管通胶囊的销售额约 3.5 亿元，与丹参滴丸 20 亿的市场份额相比还很小，增长空间还很大。从新版 GMP 认证的时限来看，未来药品企业的整合力度将加大。目前心脑血管中成药市场集中度较低，公司天台山生产线 GMP 认证已获通过，未来将有利于银丹心脑血管通胶囊市场占有率的提升。从销售渠道来看，公司处方药渠道队伍 500 人左右，已开发二级以上医院 2800 多家，其中三级医院近 1100 家，该产品已进入三甲医院 400 多家。同时，产品进入基药后，公司对基层医院销售人员队伍也进行了扩充，而各地经销商也是公司考虑的销售渠道之一，公司将考察代理商的综合实力，如配送和资源优势等，在合理的激励机制下，寻求长期合作。

我们预计，银丹心脑血管通胶囊 2013 年同比增长 35% 左右，实现销售额约 3.7 亿元。随着 2014 各省基药招标陆续实施，预计 2014 年有望实现销售收入 5~6 亿元，未来 3 年销售收入增速平均可达 40%，成为 10 亿级品种。

2.3 其他产品将稳健增长

公司的其他 3 个一线产品，在公司品牌优势和质量优势的影响下，未来有望维持 8% 左右的细分行业平均增速。

公司在和仁堂药业后，通过对其销售渠道的整合和对产品的重新定位，使得和仁堂药业旗下小儿氨酚烷胺颗粒、康妇宁、泌淋清、金带宁 4 个产品的单品销售收入已经从之前的 2 千多万元到目前的 5 千多万元，成为公司的主要 2 线产品，并有望在近两年内单品销售额超过 7 千万元。一般来说 OTC 产品达到 1 个亿元的销售后就可能进入增长瓶颈，因此，未来公司将积极促进这些产品进入医保和基药，从而突破销售瓶颈。



3 糖尿病苗药秘方想象空间巨大

3.1 糖尿病属于大病种

根据国际糖尿病联盟（IDF）的最新统计，2013 全球糖尿病在 20~79 岁成人中的患病率为 8.3%，患者人数已达 3.82 亿，中国 2013 年糖尿病的患病人数为 9840 万，居全球首位，并预计，到 2035 年中国的糖尿病患者人数将达到 1.43 亿。而根据全国糖尿病普查最新数据显示，中国糖尿病人达 1.14 亿，占全球 1/3，50%的成年人处于糖尿病前期。

糖尿病人的人数众多，且无法根治，导致糖尿病治疗市场空间巨大。商业信息公司 GBI Research 最新的研报显示，全球 2 型糖尿病市场预计将以 10.2% 的复合年增长率增长，从 2012 年的 204 亿美元增长至 2019 年的 388 亿美元。而根据全球领先的制药与医疗保健顾问公司 Decision Resources 最新报告，中国 2 型糖尿病治疗市场，将每年增长 10%，并在 2017 年达到 35 亿美元。目前，中国是继美国、日本之后的全球第三大 2 型糖尿病治疗市场。

3.2 糖尿病中药空间尚未完全开启

当前糖尿病市场基本被化药独占，中药寥寥无几。主要是因为，糖尿病降糖是主流，化药治疗是针对高血糖来进行靶向治疗，比如胰岛素。这类化学药物降糖作用迅速，强度也非常大，能够很好地控制血糖。但是这些药物不能够解决糖尿病所有的问题。比如并发症，即使在严格控制血糖的前提下，也很难完全杜绝或者防止慢性并发症的出现，特别是某些糖尿病的特异性慢性并发症，即使血糖控制得非常好，到了一定的年限也会出现并发症。因此目前来看，单纯使用化药虽然能够很好地控制血糖，却不能解决全部的糖尿病问题。

目前市面上的中药，虽然降糖效果远远比不上化药，但对胰岛素抵抗、糖尿病的周神经病变及视网膜脱落等优势比较明显。因为中药是对糖尿病患者的功能状态、所处的身体内环境进行多环节、多层次、多靶点的调节和整合，起到调节、稳定血糖，改善糖尿病症状和病损情况，提高糖尿病患者的生存质量。同时也通过改善他的身体内环境来提高患者或者人体自身的自组织能力，来对抗糖尿病。还可以通过抑制还原酶、活血化瘀、改善微循环等机制来缓解或减缓糖尿病进程。因此，我们预计，在未来



如果中药能够提升降血糖的效果，那么其在糖尿病治疗市场的份额将迅速扩大。

3.3 公司糖尿病秘方值得长期关注

公司的糖尿病苗药秘方，暂定名“糖宁通络胶囊”，是公司于2013年4月向杨国顺、杨爱龙协议收购的。之后，公司遂即开展了糖尿病秘方的临床前研究工作，依照该秘方制成胶囊制剂，并委托中国医学科学院药用植物研究所和贵阳中医学院实验中心基础医学实验室对药效学、毒理学、药学等项目进行试验。2013年8月，公司已公告2次动物试验的初步结果，初步证明糖宁通络胶囊具有降血糖的药效，而进一步的结果公司也将及时披露。同时，公司也通过自身研发团队与国内知名的专家相结合的方式，对秘方的药理性质，包括对糖尿病并发症的疗效等进行深入研究，以期更好的拓展其使用空间。

由于上新药研发到新药申请获批的周期较长，并且由于该秘方缺少数据积累，因此公司将通过医院制剂的方式进行推广。医院制剂的资格将在秘方通过药效和毒理检测后通过贵州省药监局下批。公司新收购的天源医院将作为医院制剂的载体。虽然，公司不曾有医院的运营经验，但天源医院定位为糖尿病专科医院，并且在中国医学科学院和贵州中医学院的协助下，相信天源医院的管理不会成为公司发展的绊脚石。

我们预计在天源医院运作初期，公司为了积累数据等原因，将不以盈利为目的，可能至2014年都不会有太大的业绩贡献。今后，如果医院运转顺利，糖宁通络胶囊的效果被患者所接受，那么预计医院每年可接诊2万病人，按每个病人每年花费5000元的市场价估算，可为公司带来1亿元的销售收入。

4 盈利预测与风险因素

盈利预测：我们预计，公司2013~2014年净利润增速分别为16%、30%，EPS分别为0.54、0.70元，按业绩预测来看，目前估值合理，但是由于糖宁通络胶囊想象空间巨大，首次给予“买入”评级。

风险因素：银丹心脑血管通软胶囊收入增速不及预期；银丹心脑血管通软胶囊价格下降幅度大于预期；糖宁通络胶囊的效果不及预期；天源医院开设的进程不及预期。

主营业务盈利预测

单位: 百万、%	2011A	2012	2013E	2014E
营业收入	1138.43	1367.58	1650	2050
营业成本	508.34	622.21	750.75	900.00
毛利率	55.35%	54.50%	54.50%	54.30%
营业税金及附加	11.67	12.29	16.50	20.5
营业费用	262.23	354.46	437.25	533
管理费用	71.89	93.25	115.50	133.25
财务费用	43.12	26.93	30.00	35.00
资产减值损失	4.42	4.70	5.00	5.00
投资净收益	1.55	0.00	0.00	0.00
营业利润	238.32	253.74	295.00	386.40
营业利润率	20.93%	18.55%	17.88%	18.85%
营业利润同比增长率	30.07%	6.47%	16.26%	30.98%
营业外收入	5.40	10.88	5.00	5.00
营业外支出	1.75	1.24	0.00	0.00
利润总额	241.97	263.38	300.00	391.40
所得税	31.99	34.52	39.00	50.88
净利润	209.98	228.86	261.00	340.52
净利率	18.44%	16.73%	15.82%	16.61%
减: 少数股东损益	1.60	7.11	9.00	10.00
归属母公司所有者净利润	208.38	221.75	252.00	330.52
归属母公司所有者净利润同比增长率	-0.57%	6.42%	13.64%	31.16%
EPS	0.44	0.47	0.54	0.70

数据来源: 公司公告, 厦门证券

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

厦门证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。