



# 源于苗药、高于苗药

——明星产品与新药探索值得期待

## 买入

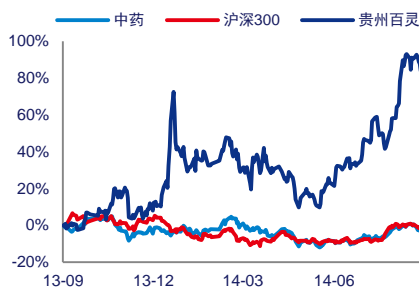
当前价：33.66 元

目标价：54.47 元

### 基础数据

所属行业	医药制造业
流通股本	20630 万股
总股本	47040 万股
近 12 月最高价	36.20 元
近 12 月最低价	17.32 元
今年以来涨跌幅	33.98%
近 1 个月涨幅	16.55%
近 1 个月换手率	43.03%

### 近一年股价走势



### 分析师

#### 徐伟

执业证书编号：S1330514080001

电话：028-86199181

邮箱：xuw@hxzb.cn

#### 阮明成

执业证书编号：S1330512070004

电话：028-86199481

邮箱：ruanmc@hxzb.cn

#### 联系人：何悠

从业证书编号：S1330113120002

电话：028-86199822

邮箱：hey@hxzb.cn

## 投资要点：

- ◇ **心脑血管病市场高景气延续，银丹心脑血管通 3 年 10 亿成为明星产品。**银丹心脑血管通软胶囊作为贵州百灵主要的心脑血管类独家苗药实现了从公司二线产品到一线产品的跨越，销售额从 09 年的 1.25 亿增长到 13 年 4.45 亿，年复合增长率高达 37.36%。13 年，银丹心脑血管通软胶囊为国家基药目录的独家品种独家剂型入选，目前在 10 余省市基药招标中中标，前景广阔，该产品有望成为心脑血管市场的具有最具潜力的品种之一，未来几年将保持 30%以上的高增长。
- ◇ **感冒、止咳化痰药稳步发展，品种多元化初现。**贵州百灵的一线产品除了银丹心脑血管通软胶囊外，最主要的有维 C 银翘片、咳速停糖浆及胶囊、金感胶囊主要覆盖的疾病领域为感冒和止咳化痰市场，由于这三种药品都是 OTC 产品并且所覆盖的疾病为日常常见病种，因此品牌和营销十分重要。目前此三种药物已有一定的市场份额，预计未来呈稳步发展态势，维持 10%左右的增长。另外，公司二线品种丰富，覆盖领域广，品种多元化初现。
- ◇ **积极新药探索，布局前沿领域。**公司通过自研、技术开发协议及合同的方式积极扩展新药。虽然新药扩展具有投入大、周期长、风险大等特点，但一旦成功，将给公司带来质的飞跃，前景十分广阔。目前，公司具有较大前景的新药主要有：糖尿病秘方研发项目糖宁通络胶囊（糖尿病领域）和化药一类新药替芬泰项目（乙肝领域）。其中：替芬泰马上进入临床阶段，糖宁通络胶囊医院制剂已经获得批文有望获得突破。
- ◇ **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 14—16 年的营业收入分别为 16.49 亿元、20.88 亿元、26.13 亿元，归属于母公司的净利润分别为 3.38 亿元、4.34 亿元、5.52 亿元，同比增长率分别为 25.30%、28.56%、27.06%。2014-2016 年的 EPS 分别为 0.72、0.94、1.19 元，对应的 PE 分别为 46、36、28。根据宏信证券 FCFE 模型计算出的公司每股价格为 54.47 元。鉴于公司目前由苗药 OTC 向处方药的跨越及新药的实质进展，我们看好公司的长期价值，给予“买入”评级。

## 风险提示：

- 1.银丹心脑血管通的市场推广进展缓慢；
- 2.新药研究进程缓慢或证实效果不佳。

### 财务和估值数据摘要

单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1,368	1,405	1,649	2,088	2,613
(+/-%)	20.1%	2.8%	17.4%	26.6%	25.1%
净利润(百万元)	222	270	340	440	560
(+/-%)	6.4%	21.6%	26.1%	29.4%	27.2%
每股收益(元)	0.47	0.57	0.72	0.94	1.19
市盈率(P/E)	71.4	58.7	46.6	36.0	28.3
市净率(P/B)	7.8	7.5	7.4	7.2	7.0
EV/EBITDA	50.8	40.9	34.9	27.9	22.8
息率(%)	1.0%	1.6%	1.9%	2.4%	3.1%

资料来源：宏信证券研究发展部

## 目录

<b>1. 苗药龙头，内外双修</b>	<b>4</b>
1.1 政策背景：新医药成贵州省级战略产业，政策扶植力度强	4
1.2 公司产品：丰富、覆盖面广	5
1.3 公司发展：并购+增资稳步扩张	6
1.4 新药扩展：积极探索，前景广阔	6
1.5 营销网络：完备、覆盖面广	7
1.6 上游延伸：中药材基地建设投产、原材料有保障	7
1.7 公司经营：快速增长，毛利稳步抬升	8
<b>2. 心脑血管病市场高景气延续，银丹心脑血管通 3 年 10 亿成为明星产品</b>	<b>8</b>
2.1 心脑血管行业高增长延续，中成药潜力产品最具爆发性	9
2.2 银丹心脑血管通软胶囊药效、药理具有独特型，易于被市场接受	11
2.3 营销资源向银丹心脑血管通软胶囊倾斜，助力产品放量	12
2.4 天台山 GMP 项目全面投产，产能壁垒打破	13
<b>3. 感冒、止咳化痰药稳步发展，品种多元化初现</b>	<b>13</b>
3.1 感冒类药市场广阔，竞争激烈，关键在于品牌和营销	14
3.2 止咳化痰药市场随需求稳步增长，市场稳固，一支独大	15
3.3 药品品种丰富、覆盖领域广，潜力品种多	17
<b>4. 积极新药探索，布局前沿领域</b>	<b>17</b>
4.1 决战治疗乙肝前沿，替芬泰空间无限	18
4.2 糖尿病市场广阔，糖宁通络胶囊具有独特优势	21
<b>5. 盈利预测与投资建议</b>	<b>24</b>
<b>6. 风险提示：</b>	<b>25</b>

## 插图目录

图 1: 公司业务结构图 .....	4
图 2: 公司目前股权结构 .....	6
图 3: 公司营销网络情况 .....	7
图 4: 公司中药材种植基地情况.....	7
图 5: 2009-2014H 公司营业收入情况 .....	8
图 6: 2009-2014H 公司毛利率及净利率情况.....	8
图 7: 2010 年城市居民主要疾病死亡率占比.....	9
图 8: 2006-2010 医院样品心脑血管药物销售额情况.....	9
图 9: 2007-2010 心脑血管中成药市场销售额情况 .....	10
图 10: 2007-2010 心脑血管化学药市场销售额情况 .....	10
图 11: 2008-2011 我国心脑血管疾病口服中成药市场份额情况.....	10
图 12: 2010-2020 我国心脑血管疾病口服中成药市场销售额情况预测 .....	11
图 13: 银丹心脑血管通软胶囊的优势.....	12
图 14: 贵州百灵银丹心脑血管通软胶囊收入预测 .....	13
图 15: 感冒药市场规模预测 .....	14
图 16: 公司感冒药销售额预测 .....	15
图 17: 止咳化痰中成药市场规模预测 .....	15
图 18: 咳速停糖浆及胶囊销售额预测 .....	16
图 19: 我国乙肝用药市场规模预测 .....	18
图 20: 目前乙肝主流治疗药物情况.....	18
图 21: 替芬泰项目研发进程.....	19
图 22: 我国糖尿病用药市场规模预计 .....	21
图 23: 糖尿病主流治疗药物.....	22
图 24: 糖宁通络胶囊研究项目进展.....	23

## 表格目录

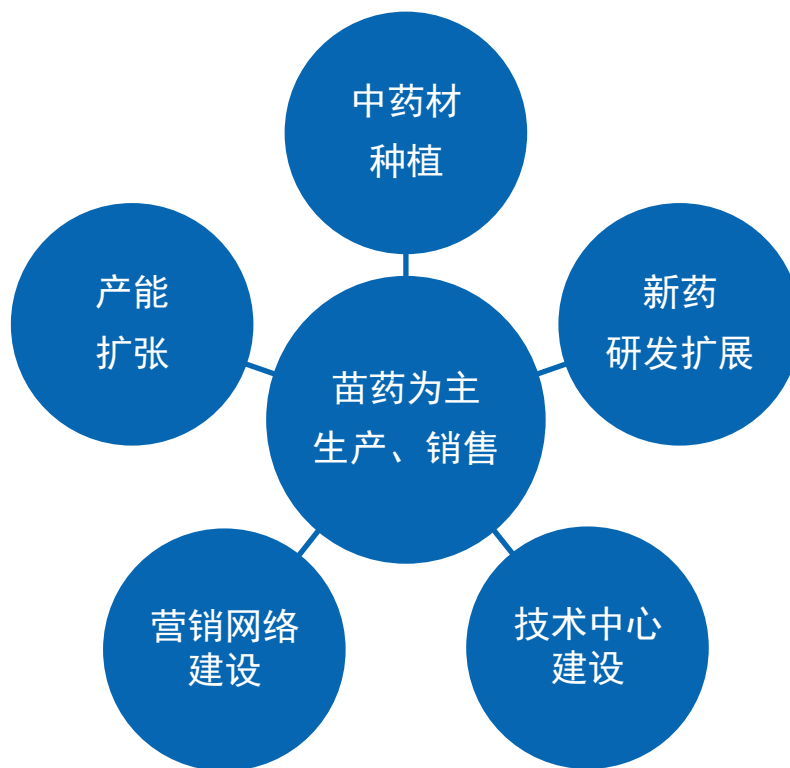
表 1: 贵州百灵的部分相关政策支持 .....	5
表 2: 公司目前部分主要产品 .....	5
表 3: 公司部分前景新药扩展 .....	7
表 4: 2013 年中国感冒药市场前十大品牌 .....	14
表 5: 2013 年中国止咳化痰中成药前十大品牌 .....	16
表 6: 替芬泰与其他治疗乙肝药物对比.....	20
表 7: 替芬泰研发项目参与机构.....	21
表 8: 糖宁通络胶囊与其他降糖中成药对比情况 .....	23
表 9: 财务预测简表.....	24

## 1. 苗药龙头，内外双修

公司是苗药领域龙头企业。公司目前主要产品有银丹心脑血管胶囊、维 C 银翘片、咳速停糖浆及胶囊、金感胶囊，其中：银丹心脑血管胶囊 13 年入选基药，目前在 10 余省市基药招标中中标，前景广阔；同时，公司 31 个产品进入 14 年的低价药品清单，公司产品扩展范围增大。

上市以来，公司通过募集资金进行上游扩展、营销网络建设、技术中心建设及完善产能等。目前，公司的前期各项布局已经基本完成，新药扩展有序进行，为未来的高增长打下了良好的基础。

图 1：公司业务结构图



资料来源：公司公告、宏信证券研究发展部

### 1.1 政策背景：新医药成贵州省级战略产业，政策扶植力度强

2014 年 8 月，贵州省人民政府印发《贵州省关于加快推进新医药产业发展的指导意见》(以下简称“指导意见”)、《贵州省新医药产业发展规划(2014—2017 年)》(以下简称“发展规划”)的通知。从中可以看到，新医药产业在贵州省的发展中的战略地位明显提高。

“指导意见”和“发展规划”明确的提出了贵州省新医药产业的发展目标：

**做大规模：**到 2017 年，全省新医药产业总产值突破 800 亿元。形成 100 亿元级医药大集团 1 个以上，50 亿元级医药集团 1 个以上，20 亿元级医药企业 10 个以上，10 亿元级医药企业 10 个以上，5 亿元级医药企业 20 个以上。

**做强品种：**到 2017 年，培育 20 亿元级医药大品种 3 个，10 亿元级医药大品种 10 个，5 亿元级医药大品种 30 个，1 亿元级医药大品种 40 个。

**做优结构：**到 2017 年，中药现代化和中西医结合特色更加突出，中药、民族药支柱地位进一步巩固，药食两用产品跨越发展，化学制药、生物药、医疗器械和新医药衍生品加快发展，新医药产业体系基本健全。

同时，“指导意见”和“发展规划”从多层次、多方面对新医药产业的发展进行了指导和规划，为新医药产业的发展提供了强有力的保障。贵州百灵作为骨干企业多次被提及，为公司的成长发展营造了良好的外部环境。

**表 1：贵州百灵的部分相关政策支持**

政策方向	内容
做大做强中药、民族药	以益佰、百灵、信邦、景峰、同济堂等骨干企业为重点，引进战略投资者，推进中药、民族药开发
拓展新医药衍生产业	依托宏宇、百灵等企业，以艾纳香、迷迭香、灵芝等贵州道地中药材为原料，开发化妆品、日用品、添加剂等产品。
重点产业集群	以百灵等企业为龙头，强化银丹心脑血管软胶囊等核心中药品种的市场地位、专利保护、技术升级，集中优势资源拓展基药市场，做好化学药替芬泰(一类新药)项目临床研究和糖尿病秘方糖宁通络胶囊等新药研发，吸引相关研发、种植、制药、流通等配套产业集聚。到 2017 年，医药产业总产值 50 亿元。
巩固壮大中药、民族药	以益佰、百灵、景峰、同济堂、健兴、汉方、信邦、维康、神奇、拜特等企业为骨干，引进战略投资者，推进中药、民族药尤其是苗药产品开发。优先扶持独家品种、大品种，重点发展艾迪注射液、银丹心脑血管软胶囊等肿瘤、心脑血管类重大疾病药，提高仙灵骨葆胶囊、骨康胶囊、肺力咳合剂、抗妇炎胶囊、舒肝宁注射液、醒脾养儿颗粒等大常用药品的市场占有率。
聚焦培育龙头企业	实施“巨人计划”，引进和培育一批有竞争力的大型企业集团。到 2017 年，整合形成 50—80 户优强企业，益佰率先打造为 100 亿元级医药大集团，百灵打造为 50 亿元级医药集团，形成 20 亿元级、10 亿元级医药企业各 10 个以上，全省排名前 20 位的制药企业总产值比重提高到 70%。

资料来源：贵州省人民政府网站、宏信证券研究发展部

## 1.2 公司产品：丰富、覆盖面广

公司产品丰富、结构合理。一线品种有银丹心脑血管通胶囊、维 C 银翘片、咳速停糖浆及胶囊、金感胶囊；二线品种有康妇灵胶囊、泌淋清胶囊、经带宁胶囊、小儿柴桂退热颗粒、消咳颗粒、复方一枝黄花喷雾剂等。公司的产品覆盖心脑血管、感冒类、咳嗽类、妇科类、泌尿系统类、小儿类、咽喉类等药物市场。

**表 2：公司目前部分主要产品**

市场扩展类别	分类	药品名称	类型
一线	心脑血管中成药	银丹心脑血管通胶囊	处方药
	感冒药	维 C 银翘片	OTC
		金感胶囊	OTC
	止咳化痰中成药	咳速停糖浆及胶囊	OTC

二线	妇科类	康妇灵胶囊	OTC
		康汝阴抑菌洗液	OTC
		经带宁胶囊	OTC
	泌尿系统类	泌淋清胶囊	处方药
		前列康胶囊	OTC
	小儿退热类中成药	小儿柴桂退热颗粒	处方药
	气管炎类中成药	消咳颗粒	处方药
	清热解毒中成药	复方一枝黄花喷雾剂	OTC

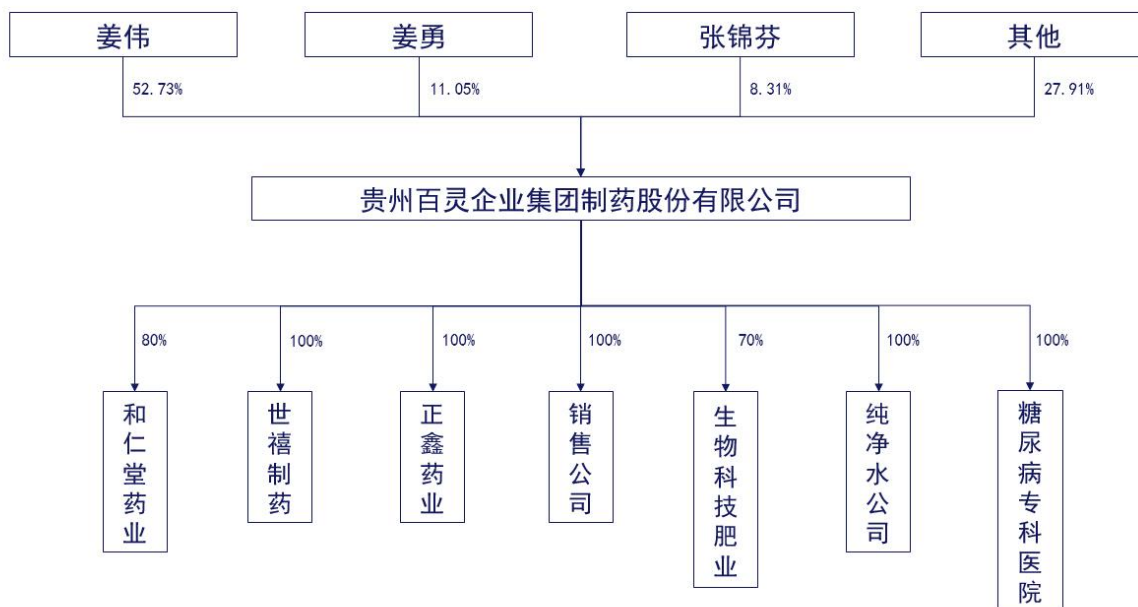
资料来源：公司公告、宏信证券研究发展部

公司目前共有发明专利 40 件，其中 17 个苗药全部拥有发明专利。另外，公司获得授权的专利、商标还包括实用新型 29 件、外观设计 60 件、商标 165 件。

### 1.3 公司发展：并购+增资稳步扩张

公司上市后，通过超募资金收购+增资的方法收购了 4 家苗药企业，扩充了自己的产品种类并丰富了产品结构；另外，公司为了提高资源整体利用效率，收购并增资了生物科技肥业（原金圣方肥业）进行中药废渣综合利用；同时，为了加快糖宁通络胶囊医疗机构制剂的申请，公司收购并增资了天源医院。截至目前，公司共有 8 家控股子公司。

图 2：公司目前股权结构



资料来源：公司公告、宏信证券研究发展部

### 1.4 新药扩展：积极探索，前景广阔



公司通过自研、技术开发协议及合同的方式积极扩展新药，目前公司具有较大前景的新药主要有：糖尿病秘方研发项目糖宁通络胶囊（新药及医疗机构制剂）、化药一类新药替芬泰项目等。目前，糖宁通络胶囊（新药及医疗机构制剂）、化药一类新药替芬泰项目均有一定的进展，前景十分广阔。

表 3：公司部分前景新药扩展

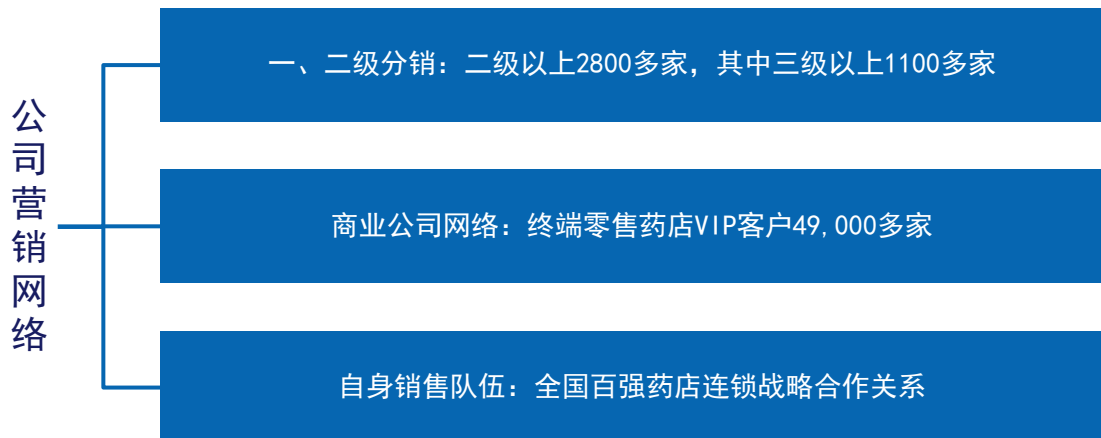
名称	针对疾病	主要进展	介入时间
糖宁通络胶囊	糖尿病	医疗机构制剂临床阶段	2013.4
化药一类新药替芬泰	乙肝	临床阶段	2009.3

资料来源：公司公告、宏信证券研究发展部

### 1.5 营销网络：完备、覆盖面广

公司积极进行营销网络的建设，通过一、二级分销制的深入贯彻执行，商业公司网络的利用和加强自身销售队伍建设等多种销售手段；目前，公司的开发的医院已经从 2009 年的二甲以上医院 900 多家扩展到 2800 多家，其中三级医院 1100 多家，终端零售药店 VIP 客户 49,000 多家，同时与全国百强药店连锁均有战略合作关系。

图 3：公司营销网络情况

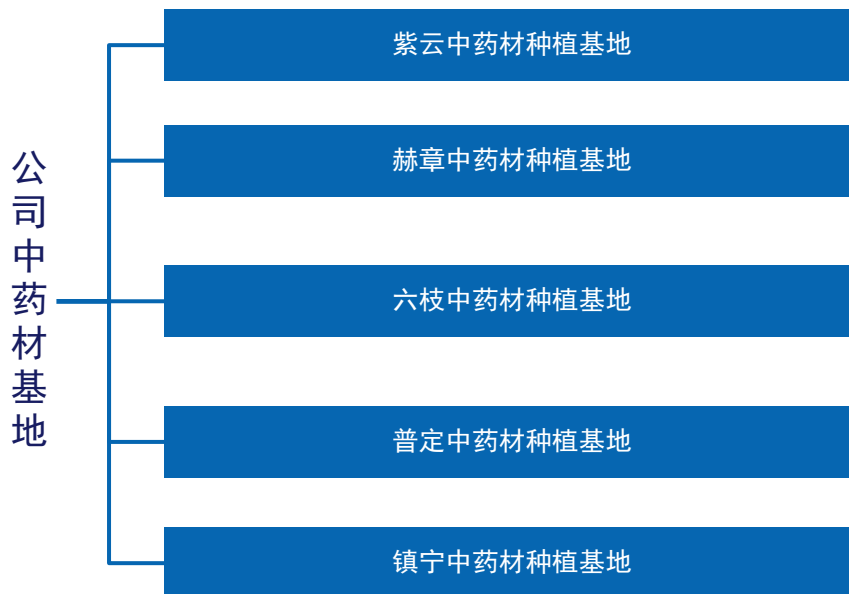


资料来源：公司公告、宏信证券研究发展部

### 1.6 上游延伸：中药材基地建设投产、原材料有保障

公司通过募集及超募资金进行上游拓展，目前公司通过投资建设和委托种植的方式建设了紫云中药材种植基地、赫章中药材种植基地、六枝中药材种植基地、普定中药材种植基地和镇宁中药材种植基地，分别种植桔梗、虎耳草、山银花、吉祥草、百尾参、太子参、牛蒡子等中药材，积极实施外延性拓展，向上游产业延伸。

图 4：公司中药材种植基地情况

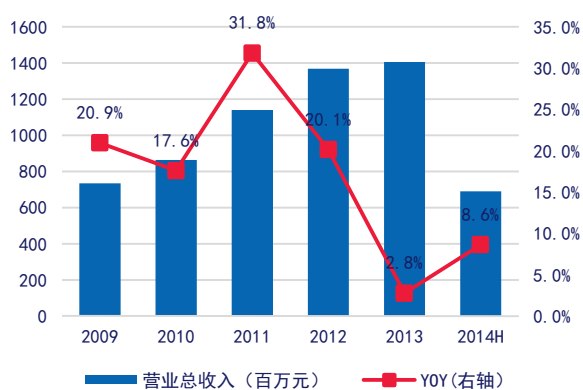


资料来源：公司公告、宏信证券研究发展部

### 1.7 公司经营：快速增长，毛利稳步抬升

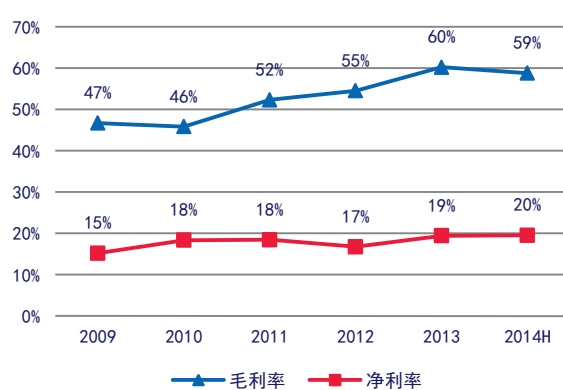
公司成长性良好，从 2009 到 2013 年，公司年营业收入接近翻倍，复合增长率近 18%；年营业利润、利润总额和归属于上市公司股东的净利润均增加了接近 2.5 倍，复合增长率 25%以上；同时公司的毛利率及净利率稳持较高水平并实现稳步增长。

图 5：2009-2014H 公司营业收入情况



资料来源：公司公告、宏信证券研究发展部

图 6：2009-2014H 公司毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告、宏信证券研究发展部

## 2. 心脑血管病市场高景气延续，银丹心脑通 3 年 10 亿成为明星产品

银丹心脑通软胶囊作为贵州百灵主要的心脑血管类独家苗药实现了从公司二线产品到一线产品的跨越，销售额从 2009 年的 1.25 亿增长到 2013 年 4.45 亿，年复合增长率高达 37.36%。



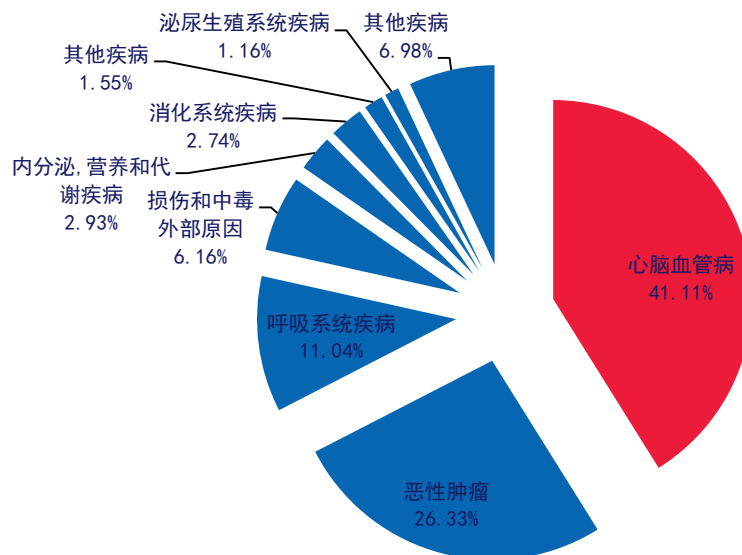
2013年，银丹心脑血管软胶囊为国家基药目录的独家品种独家剂型入选，目前在10余省市基药招标中中标，前景广阔，该产品有望成为心脑血管市场的具有最具潜力的品种之一，未来几年将保持高增长的态势。

## 2.1 心脑血管行业高增长延续，中成药潜力产品最具爆发性

心脑血管疾病已成为全球威胁人类最严重疾病之一，其发病率和死亡率已经超过肿瘤性疾病跃居世界第一。我国心脑血管疾病随着人口老龄化加速及年轻化趋势发展，其死亡率和发病率均出现了快速的增长。

根据四次《国家卫生服务研究》统计数据显示：心脑血管病患病率由1993年的11.1%提高到2008年的50.3%，并且患病率的增长较快，尤其是2003-2008年合增速达15%以上，患病人数由1993年的0.37亿人增加到2008年的1.14亿人。从2010年的中国卫生统计年鉴可知：我国城市居民心脑血管疾病的粗死亡率在所有疾病死亡率的占比中达到41%远高于恶性肿瘤的26%。

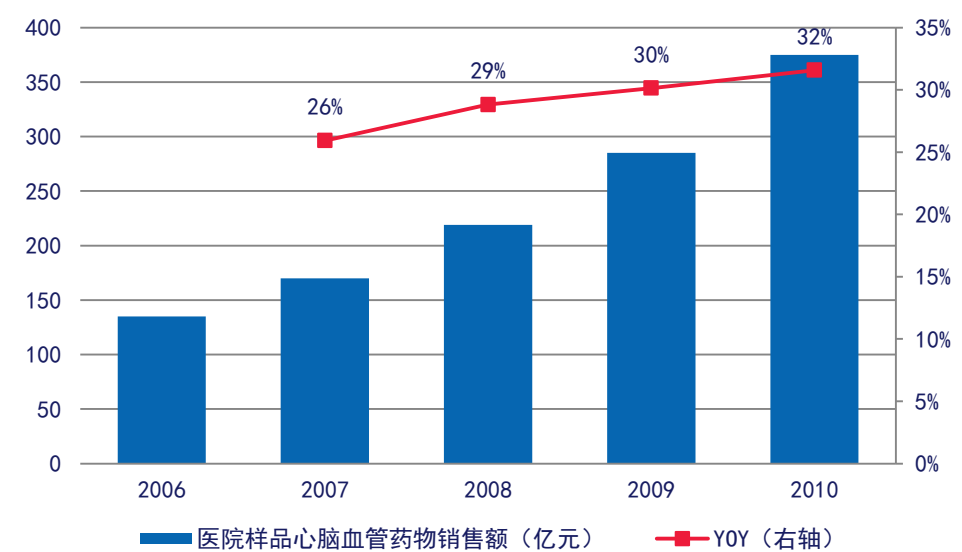
图7：2010年城市居民主要疾病死亡率占比



资料来源：中国卫生统计年鉴、宏信证券研究发展部

根据南方所数据显示，2007-2009年我国医院心脑血管药物市场规模由700亿增加到983亿，复合增长率为18.5%。另外，根据IMS医院样品数据显示，心脑血管2008-2010年的增速分别达到29%、30%、32%，2010年达到375亿元。总之，我们由此可以看到整个心脑血管市场成长性良好。

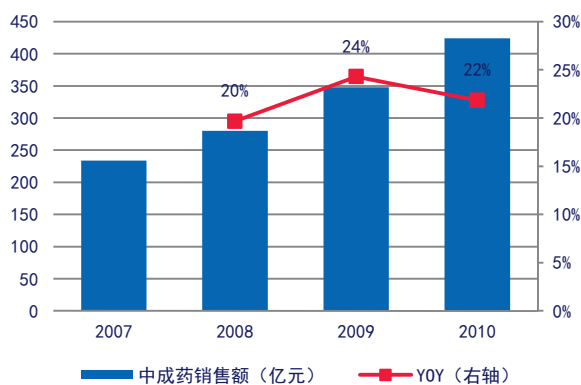
图8：2006-2010医院样品心脑血管药物销售额情况



资料来源: ISM、宏信证券研究发展部

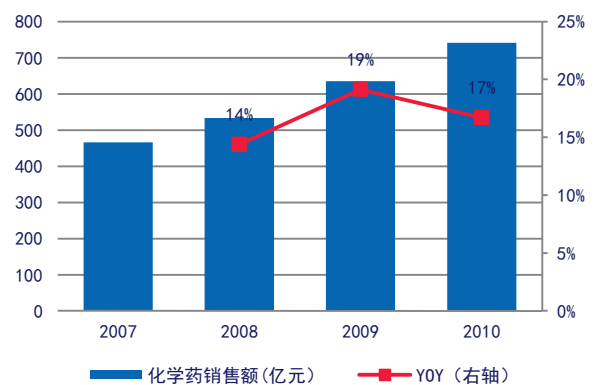
2010 年,我国心脑血管用药中,中成药规模达到 424 亿,占比 36.42%,化学药规模为 741 亿,占比 63.58%。中药治疗心脑血管疾病不仅具有丰富的经验和大量有效方剂,且具有适应症范围广、耐受性较好、毒副作用小的特殊优势。因此中成药增长速度最快,超过化学药。近几年中成药的增速保持在 20%以上,化学药的增速保持在 15%-20%之间。

图 9: 2007-2010 心脑血管中成药市场销售额情况



资料来源: 南方医药经济研究所、宏信证券研究发展部

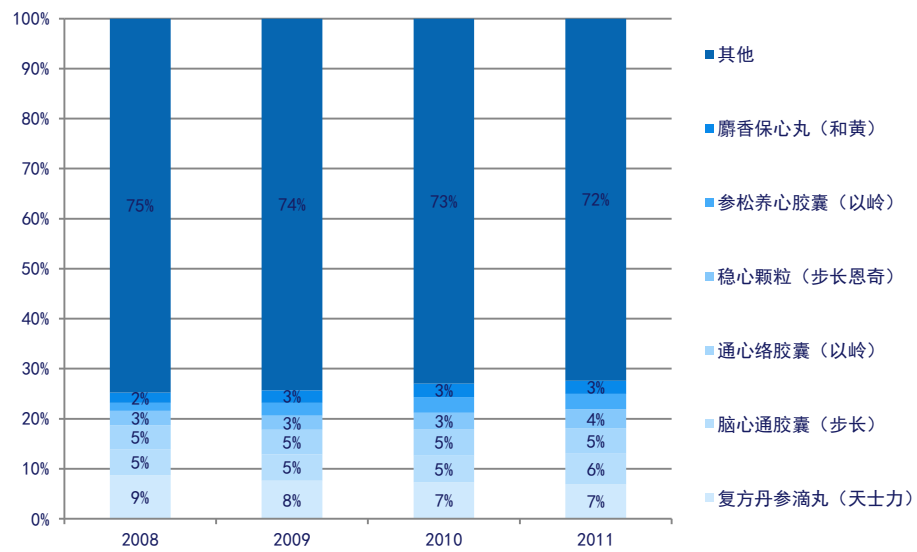
图 10: 2007-2010 心脑血管化学药市场销售额情况



资料来源: 南方医药经济研究所、宏信证券研究发展部

心脑血管疾病市场呈现自由竞争的格局,集中度不高,天士力的复方丹参滴丸、步长制药的步长脑心通胶囊、以岭药业的通心络胶囊等品牌的销售额过 10 亿成为中成药市场的第一梯队,市场占有率较高。但整体来看,心脑血管中成药市场的集中度有下降的趋势,而具有竞争优势的新产品或潜力产品成长较快。

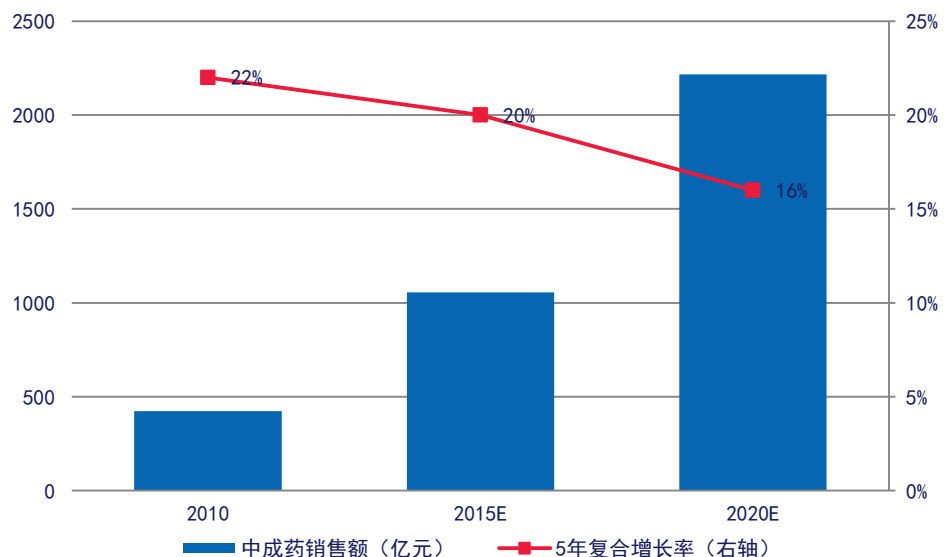
图 11: 2008-2011 我国心脑血管疾病口服中成药市场份额情况



资料来源：南方医药经济研究所、宏信证券研究发展部

总之，随着我国人口老龄化进程的加快，我国医疗保健制度的完善，人民生活水平的提升和诊疗保健意识的加强，预计未来 5 年我国心脑血管医药市场的高景气度还将延续，心脑血管市场销售额的年增长率将在 15%左右，而中成药由于其独特的优势市场份额将继续扩大，心脑血管中成药的市场销售额有望维持在 17%以上增幅，2015 年有望突破 1000 亿，到 2020 年突破 2000 亿，而具有竞争优势的新产品或潜力产品的成长性将更加突出。

图 12：2010-2020 我国心脑血管疾病口服中成药市场销售额情况预测



资料来源：宏信证券研究发展部

## 2.2 银丹心脑血管通软胶囊药效、药理具有独特型，易于被市场接受

首先，疗效全面，银丹心脑血管通软胶囊提出了“四位一体”的理念，即从心、脑、血管和血液等四方面出发，针对发病的内因从整体着手治疗心脑血管病，对

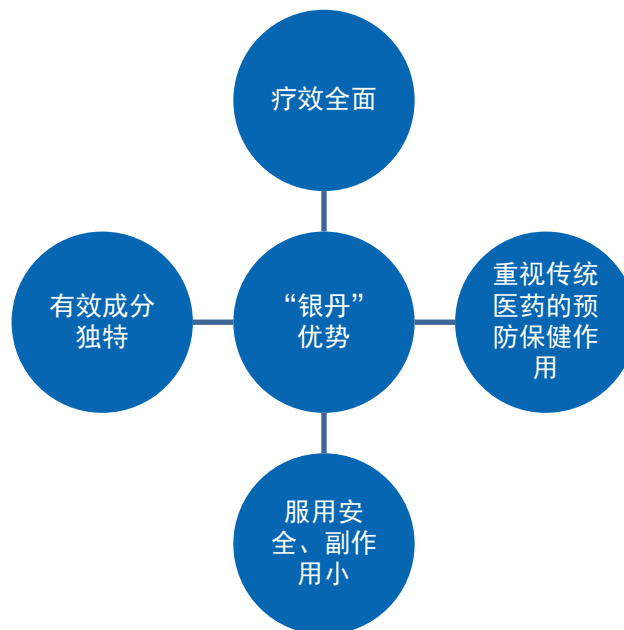
心脑血管疾病的多种症状具有全面治疗作用，避免了普通药物的组方缺陷，心脑血管同治，疗效全面。

其次，有效成分独特。中成药治疗心脑血管疾病的主流药物大致有四大类型：丹参类、银杏叶类、灯盏细辛类、动物药类。银丹心脑血管通软胶囊是目前国内唯一能够同时拥有其中三类且经过了临床验证的药物，提取丹参酮 IIA、银杏总黄酮、灯盏花素、三七总皂等治疗心脑血管病的有效成份，使有效成份浓度更高，疗效增强。

再次，服用安全、副作用小。银丹心脑血管通软胶囊放弃全蝎、蜈蚣等易产生燥热和肠胃刺激的动物类成份，选取绿色、无副作用的天然植物为主要成份，从成份上解决了药物副作用问题；同时运用先进的软胶囊、定量控制制备技术，有效剔除药材中的杂质，有效成份用量科学、配比合理，保证了制药过程中不产生副作用。

最后，重视传统医药的预防保健作用。银丹心脑血管通软胶囊将银杏叶、绞股蓝、山楂、大蒜等对心脑血管疾病具有预防保健作用药物的功能与治疗理念融为一体，体现了中医学“治未病”的思想。

图 13：银丹心脑血管通软胶囊的优势



资料来源：公司招股说明书、宏信证券研究发展部

银丹心脑血管通软胶囊作为一种科技含量和附加值较高的产品，其成分、药理、药效充分迎合了心脑血管疾病为慢性病的特点，易于被市场充分的认同且被市场接受。

### 2.3 营销资源向银丹心脑血管通软胶囊倾斜，助力产品放量

由于银丹心脑血管通软胶囊属于处方药，因此医院营销是该产品的主要渠道。公司积极进行营销网络的建设，通过一、二级分销制的深入贯彻执行，商业公司网络的利用和加强自身销售队伍建设等多种销售手段；目前，公司的开发的医院已经从 2009 年的二甲以上医院 900 多家扩展到 2800 多家，其中三级医院 1100

多家，终端零售药店 VIP 客户 49,000 多家，同时与全国百强药店连锁均有战略合作关系。

公司通过募集资金投资项目“营销网络建设项目”和超募资金投资项目“贵州百灵企业集团北京营销中心”的建设，积极推进 OTC 和处方药的市场推广和学术推广工作，不断丰富销售模式，增加销售手段。

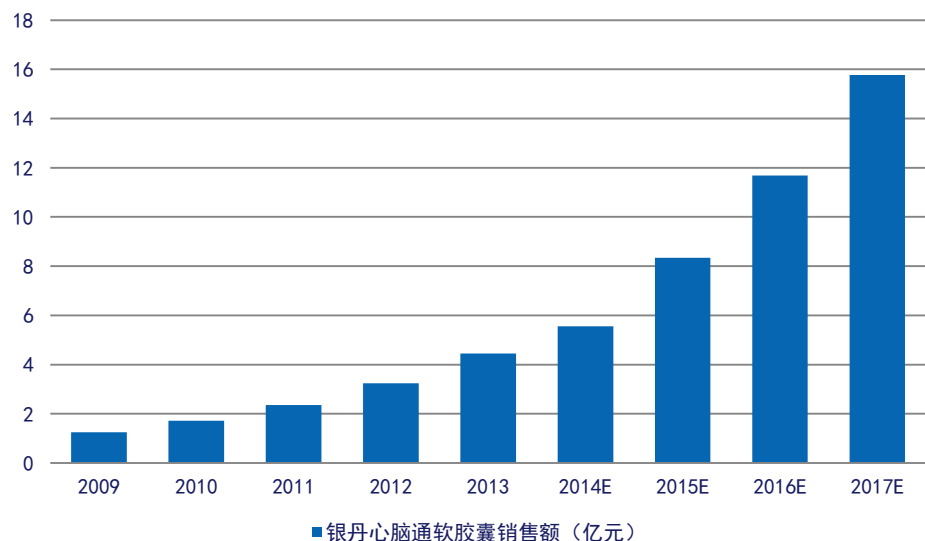
目前，经过多年的积累，各项营销工作已经准备到位，对营销人员具有合理的考核激励机制，随着公司营销资源积极向银丹心脑血管软胶囊的基药招标、配送等工作倾斜，该产品有望未来几年持续高增长。

## 2.4 天台山 GMP 项目全面投产，产能壁垒打破

2013 年底“天台山 GMP 生产线建设项目”全面建成并通过验收，该募投项目的投产将使银丹心脑血管软胶囊的产能由以前的 2 亿粒/年增加到 12 亿粒/年，该产品的产能壁垒将完全消除，这样公司的品牌优势、渠道优势与产能优势将协同发展，使该产品产量和质量保证能力得到有力提高和加强。

综上，公司借助该产品入选 2013 年国家基药的大好机遇欲将其打造为明星产品，由于银丹心脑血管软胶囊的疗效及价格优势，加上产能、营销能力建设完备，预计该产品未来 5 年的复合增长率有望维持在 30% 以上，3 年达到 10 亿，5 年有望突破 15 亿。

图 14：贵州百灵银丹心脑血管软胶囊收入预测



资料来源：公司公告、宏信证券研究发展部

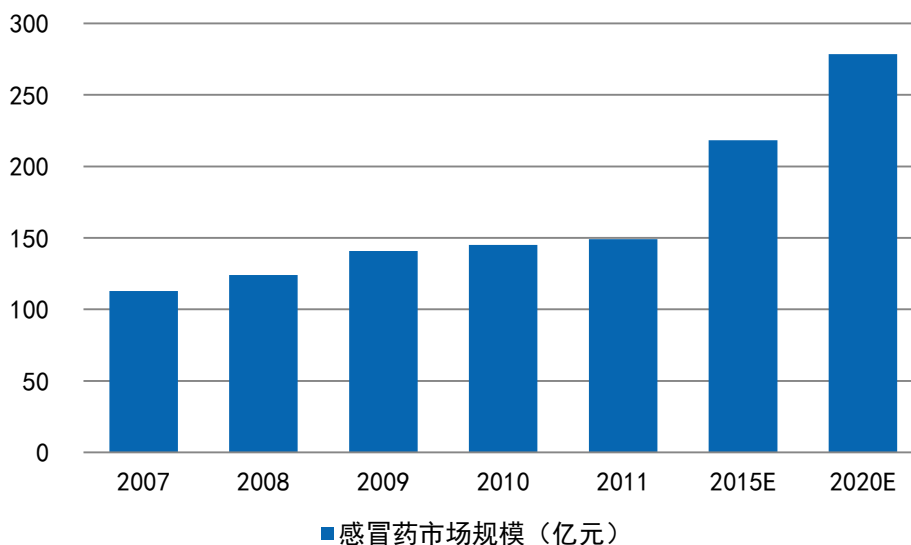
## 3. 感冒、止咳化痰药稳步发展，品种多元化初现

贵州百灵的一线产品除了银丹心脑血管软胶囊外，最主要的有维 C 银翘片、咳速停糖浆及胶囊、金感胶囊主要覆盖的疾病领域为感冒和止咳化痰市场，由于这三种药品都是 OTC 产品并且所覆盖的疾病为日常常见病种，因此品牌和营销十分重要。目前此三种药物已有一定的市场份额，预计未来呈稳步发展态势。另外，公司二线品种丰富，覆盖领域广，品种多元化初现。

### 3.1 感冒类药市场广阔，竞争激烈，关键在于品牌和营销

我国每年约有 75% 的人至少患一次感冒。每年有近 10 亿人至少需用一次感冒药，按每次平均用药 15~20 元推算，至少每年有 150 亿~200 亿元的市场空间，而由于有 50% 以上的人每年服用感冒药 2 次以上，因此市场空间将更大，预计每年有 200 亿~250 亿元的市场空间。而目前我国感冒药的零售范围在 150 亿元左右，因此感冒药还有较大的市场空间，预计未来几年仍有 10% 以上的复合增速。

图 15：感冒药市场规模预测



资料来源：南方经济研究所、宏信证券研究发展部

我国感冒药市场集中度比较低，前十大品牌的市场份额总和不足 40%，单一品牌的市场占有率均不超过 10%，竞争比较激烈。从感冒用药企业的成长来看，品牌+广告营销+零售药店铺货量称为了制胜的关键。

从感冒药市场的份额上看，中成药品牌在数量和份额上略低于西药，不过由于西药类产品的使用过程中，不断出现用药安全的负面消息，越来越多的人在感冒时会考虑使用中药类感冒药，中成感冒药未来具有更大的潜力，市场占有率呈上升趋势，而中西结合类感冒药由于被市场接受，近年来增长十分迅速。

表 4：2013 年中国感冒药市场前十大品牌

序号	产品名称	生产企业
1	新康泰克	中美天津史克制药有限公司
2	泰诺	上海强生公司
3	三九 999	华润三九医药股份有限公司
4	快克	海南亚洲制药有限公司
5	白加黑	拜耳医药保健有限公司启东分公司
6	海王	深圳海王药业有限公司
7	康必得 Kbd	北京康必得药业有限公司
8	感康	吴太感康药业有限公司
9	百服宁	上海百时美施贵宝公司



10

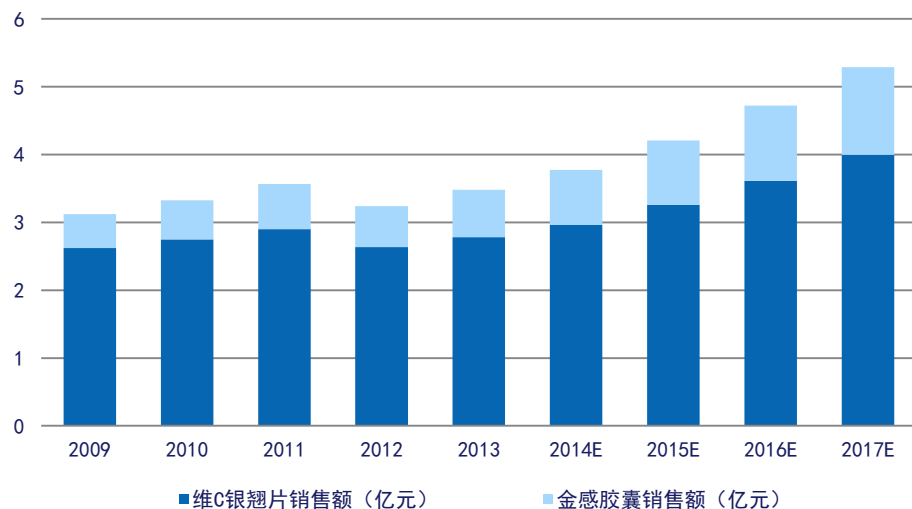
感叹号

海外制药集团有限公司

资料来源：南方经济研究所、宏信证券研究发展部

贵州百灵的一线品种中的维 C 银翘片和金感胶囊属于均为中西结合类感冒药，其中，维 C 银翘片已经通过公司多年的积累树立了一定的品牌并且价格优势明显，金感胶囊由于其疗效良好也逐步被市场接受促使销量增长迅速。另外，公司终端药店零售渠道完善，目前终端零售药店 VIP 客户 49,000 多家，同时与全国百强药店连锁均有战略合作关系。综上，我们预计公司感冒药未来三年依然可保持 10%左右的增速。

图 16：公司感冒药销售额预测

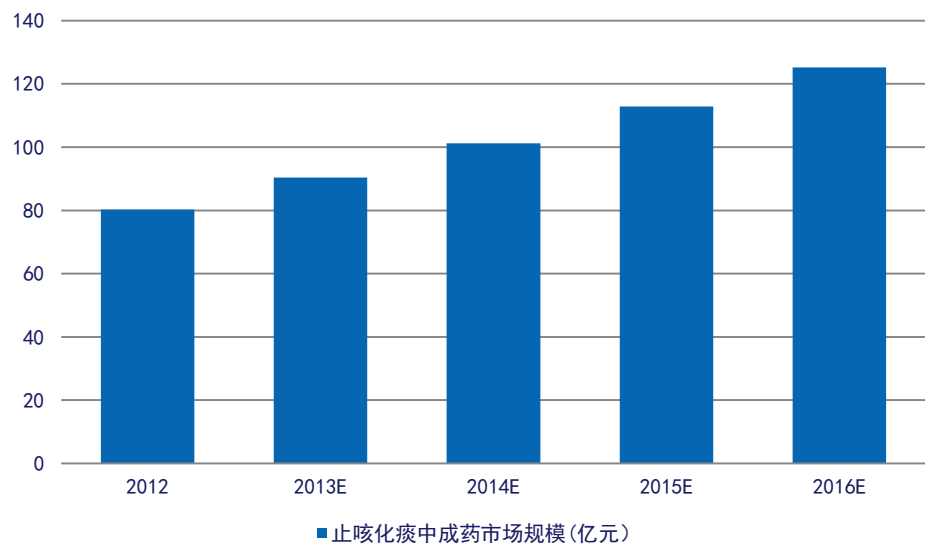


资料来源：公司公告、宏信证券研究发展部

### 3.2 止咳化痰药市场随需求稳步增长，市场稳固，一支独大

我国每年有近 3 亿人感染呼吸系统疾病，其中咳嗽患者多达 5000 多万人，城乡居民咳嗽患病率在 15%以上。止咳化痰用药零售市场的主流品牌是中成药，市场份额在 75%以上且呈上升趋势。我国中成药止咳化痰药的市场规模由 09 年的 55.59 亿增长到 2012 年的 80.30 亿，复合增长率达到 13%，成长性良好。预计未来几年，中成止咳化痰药市场规模未来几年仍然保持 10%以上的增速。

图 17：止咳化痰中成药市场规模预测



资料来源：南方经济研究所、宏信证券研究发展部

目前，止咳化痰用药市场呈现集中度较高且“一支独大”特征，前十大品牌的市场份额在 50%以上，而念慈庵蜜炼川贝枇杷膏市场占有率维持在 20%以上，远高于其他品牌。

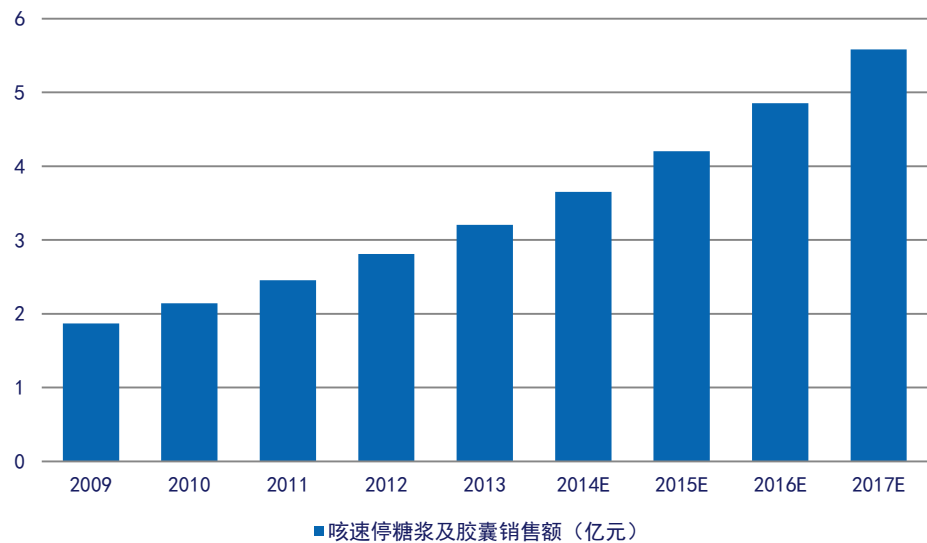
表 5：2013 年中国止咳化痰中成药前十大品牌

序号	产品名称	生产企业
1	念慈庵蜜炼川贝枇杷膏	香港京都念慈庵总厂有限公司
2	急支糖浆	重庆太极实业（集团）股份有限公司
3	肺力咳合剂	贵州健兴药业有限公司
4	百灵胶囊	浙江杭州中美华东制药有限公司
5	咳速停糖浆	贵州百灵企业集团制药股份有限公司
6	小儿肺热咳嗽口服液	黑龙江五常葵花药业有限公司
7	小儿消积止咳口服液	山东鲁南制药厂
8	止咳宝片	广东台城制药股份有限公司
9	复方鲜竹沥液	江西济民可信药业有限公司
10	小儿清肺化痰颗粒	神威药业有限公司

资料来源：宏信证券研究发展部

贵州百灵的咳速停糖浆（及胶囊）处方来源于贵州苗族地区民间验方，组分独特，全部由天然植物药组成，不含任何化学药物成分；既止咳化痰，又润肺养阴，既补气生津，又止痛消炎。对由感冒及急、慢性支气管炎引起的咳嗽、咽干、咳痰、气喘等症状的临床疗效非常显著。由于止咳化痰市场比较稳固，因此我们预计公司的咳速停糖浆（及胶囊）未来伴随行业维持 10%以上的增速。

图 18：咳速停糖浆及胶囊销售额预测



资料来源：公司公告、宏信证券研究发展部

### 3.3 药品品种丰富、覆盖领域广，潜力品种多

贵州百灵除了一线品种外，二线品种有康妇灵胶囊、泌淋清胶囊、经带宁胶囊、小儿柴桂退热颗粒、消咳颗粒、复方一枝黄花喷雾剂等产品覆盖了妇科类药物、泌尿系统类药物、小儿类药物、咽喉类药物等市场。

公司通过营销整合和市场开发，销售额一直处于快速增长态势，市场影响力逐步提升，公司产品多元化格局初现。未来将伴随着医药细分子领域景气度的提升，将有更多的二线品种向一线品种跨越，成为公司的明星产品。以公司 2011 年收购和仁堂药业为例，其主打产品为康妇灵胶囊和泌淋清胶囊主要为妇科类用药，2013 年销售收入接近 1.5 亿，净利润已经迅速由 2011 年的 400 万达到 2013 年的 2100 万，成长迅速。

另外，2014 年 5 月，公司及子公司产品黄连上清片、牛黄解毒片、一清颗粒、板蓝根颗粒、护肝片、强力枇杷露、香砂六君丸、六味地黄丸、元胡止痛片、消炎利胆片、益母草膏、藿香正气水、杞菊地黄丸、诺氟沙星胶囊、阿莫西林胶囊、头孢氨苄胶囊、川芎嗪注射液等 31 个产品进入《国家发展改革委定价范围内的低价药品清单》。

公司入选《低价药品清单》的品种将得到更加广泛的应用，对公司产品的市场拓展将产生积极影响。公司目前从价格制定、营销、成本控制、建立长期跟踪机制等方面着手展开工作，预计未来这些品种也将保持较好的增长态势。

总之，公司目前的潜力品种较多，产品丰富，覆盖领域较广，为公司向各领域的延伸打下了基础，未来公司通过市场培育、营销优势等，这些产品的成长潜力巨大。

## 4. 积极新药探索，布局前沿领域

公司通过自研、技术开发协议及合同的方式积极扩展新药。虽然新药扩展具有投入大、周期长、风险大等特点，但一旦成功，将给公司带来质的飞跃，前景十分广阔。

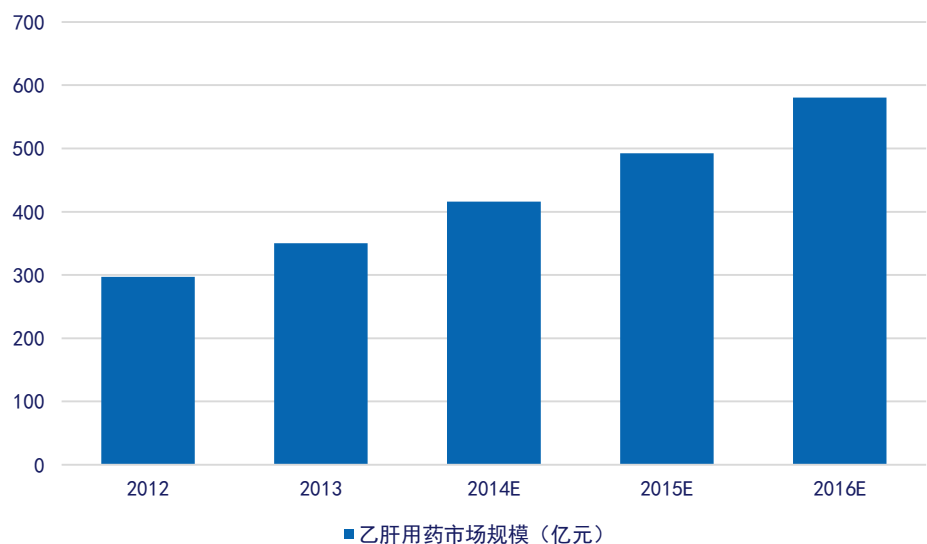
目前，公司具有较大前景的新药主要有：糖尿病秘方研发项目糖宁通络胶囊（糖尿病领域）和化药一类新药替芬泰项目（乙肝领域）。其中：替芬泰马上进入临床阶段，糖宁通络胶囊医院制剂已经获得批文，有望获得突破。下面就这两种新药和相关领域进行介绍。

#### 4.1 决战治疗乙肝前沿，替芬泰空间无限

据 WHO 统计，全世界约有 2.4 亿多人患有慢性（长期）肝脏感染疾病，每年约有 60 万人死于急性或慢性乙型肝炎。而我国是乙肝病毒感染高流行地区，有统计称我国乙肝病毒携带者约有 1.2 亿人，其中慢性乙肝患者为 2,000 多万人。庞大的乙肝人群也导致了肝癌成为我国最普遍的癌症之一，我国也因此成为世界上乙肝和肝癌患者最多的国家。

随着国家医保体系覆盖逐步铺开，对乙肝的预防与治疗愈发重视，乙肝用药市场保持了快速增长。我国乙肝用药市场总规模已由 2010 年的 210.58 亿元上升至 2012 年的 296.79 亿元，年复合增长率达到 18.72%。预计到 2016 年我国肝病用药市场销售额在 580.48 亿元左右，2013-2016 年复合增长率在 18.36% 左右。

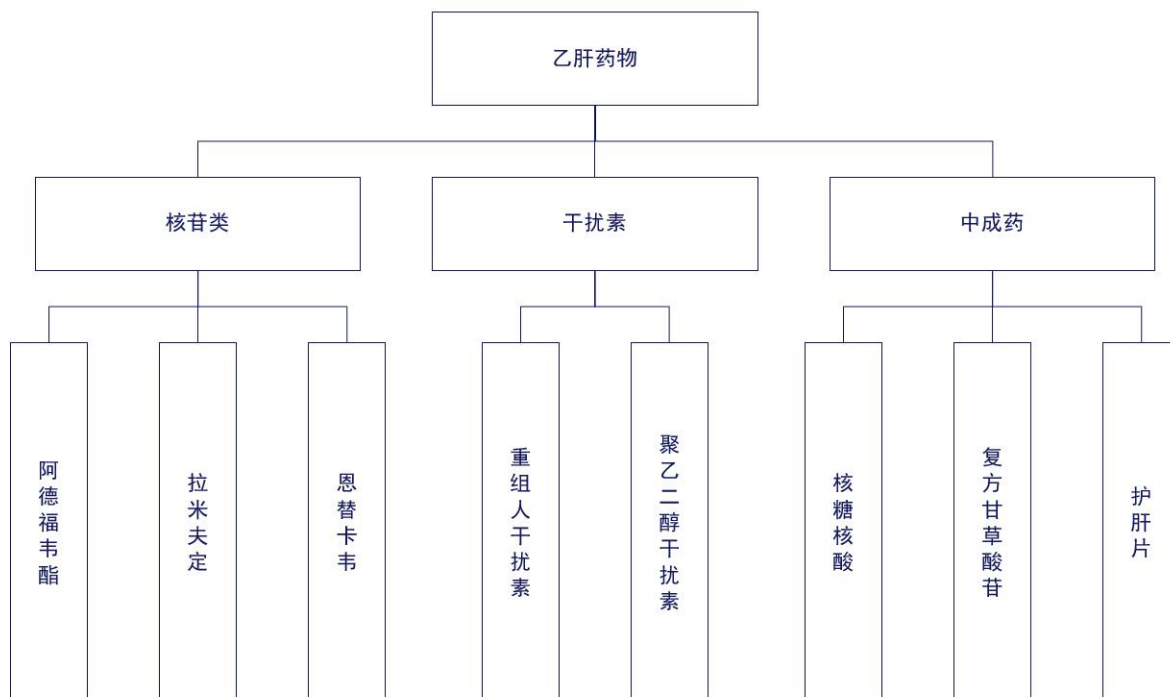
图 19：我国乙肝用药市场规模预测



资料来源：南方医药经济研究所、宏信证券研究发展部

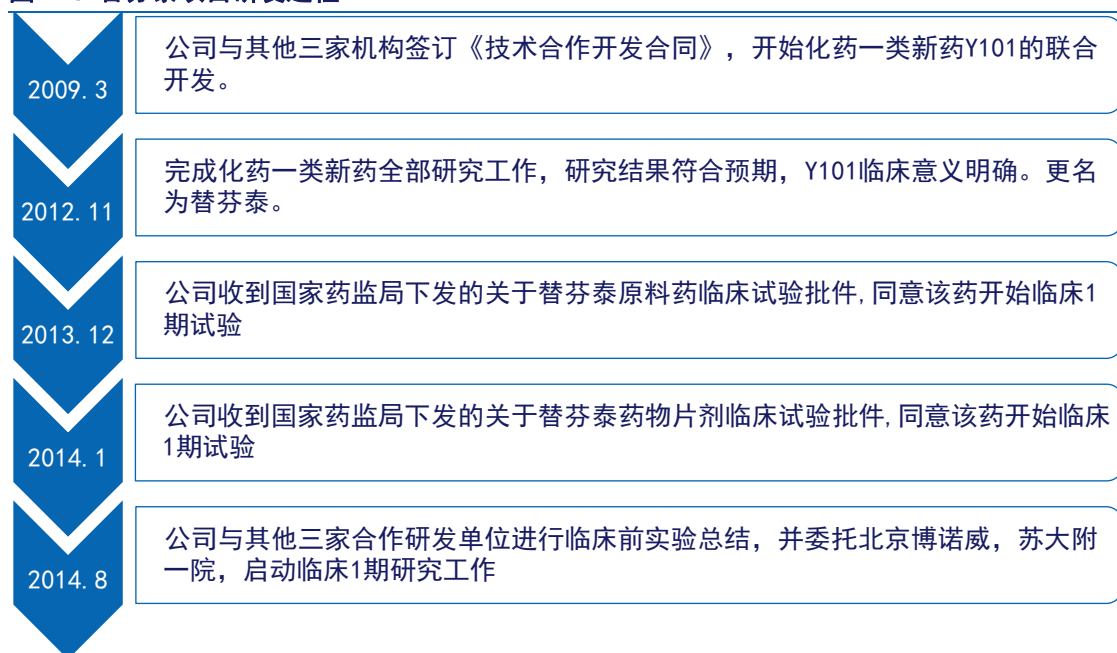
目前，世界方位内还没有出现可以彻底根治乙肝病毒的有效药，市场上主要药物以抑制作用为主。医学界公认有效的抗病毒药物主要有两类：核苷类药物和干扰素。另外，我国降酶中药药物也具有一定的保肝护肝疗效，有利于降低血清转氨酶、减缓肝脏炎症。

图 20：目前乙肝主流治疗药物情况



资料来源：宏信证券研究发展部

替芬泰研究起始于 1999 年，是从苗药药材马蹄金中发现了具有抗乙肝病毒的活性物质马蹄金素，并以此为基础，设计合成的新型化学药物。2014 年初，替芬泰获得国家药监局颁发的原料及片剂临床试验批件，开始进行临床试验。从临床前试验结果来看，初步证实替芬泰抗病毒效果良好，正积极展开进一步研究试验。

**图 21：替芬泰项目研发进程**


资料来源：公司公告、宏信证券研究发展部

与其他治疗乙肝的药物相比，替芬泰具有独特的优势：

### 优势一：治疗乙肝全新作用机制

目前市场上最主流的乙肝治疗药物是以阿德福韦酯、拉米夫定、恩替卡韦为代表的核苷类药物，其作用机理是通过抑制 DNA 多聚酶的活性，从而干扰病毒的复制，但是停药容易复发，且易发生病毒耐药等缺点。

而替芬泰抗乙肝病毒（HBV）的作用部位是于前端，即抑制 cccDNA 发挥作用。cccDNA 是乙肝病毒复制的原始模板，虽然在肝细胞内含量较少，但是对病毒的复制和感染状态的建立有重要的意义。目前世界上还没有发现可疑抑制细胞内 cccDNA 表达的药物。可以说如果替芬泰被进一步证实可以抑制 cccDNA 的话，是控制了 HBV 复制的源泉，为乙肝治疗找到一条全新的独特作用机制。

表 6：替芬泰与其他治疗乙肝药物对比

类别	代表药物	作用机制
核苷类	阿德福韦酯、拉米夫定、恩替卡韦等	抑制 DNA 多聚酶活性，破坏病毒合成核酸链
干扰素	聚乙二醇干扰素 $\alpha$ -2a、重组人干扰素 $\alpha$ -2a	使细胞产生抗病毒蛋白、干扰乙肝病毒复制
降酶退黄类	护肝片、苦参碱等	降酶退黄、缓解炎症，不能排除病毒
免疫调节类	核糖核酸、云芝菌胶囊等	提高慢性乙肝患者免疫能力
其他辅助类	复方甘草酸苷等	从一定程度上清除血液中乙肝病毒、但不能杀死病毒
全新类别	替芬泰	若被证实抑制 cccDNA 发挥作用，或能彻底消除患者病毒携带状态

资料来源：广生堂招股说明书、宏信证券研究发展部

### 优势二：协同效用、无“反跳”、降低耐药性

根据临床前研究结果总结，替芬泰还具有很多其他优良特性。

首先，易发生病毒耐药是核苷类药物的一大缺点，即在使用药物杀灭原敏感病毒的同时，耐药病毒大量繁殖，代替原敏感病毒，使细菌对药物的敏感性降低。而替芬泰对不同模型的核苷类抗 HBV 耐药基因型的耐药程度均有非常明显抗耐药作用，与其他核苷类药物联合用药的效果更加明显；

其次，和对照组拉米夫定相对的是，在实验中替芬泰在停药之后其 DHBV-DNA 水平未出现明显回升，没有出现核苷类常出现的“反跳”现象；

再次，替芬泰在没有造成明显毒副作用，且有一定保肝降酶的作用。

总之，若这些特质能够在接下来的临床试验中得到进一步的验证、开发，替芬泰完全有可能改变未来乙肝治疗药物市场格局，并快速在市场推广。

### 优势三：合作机构实力雄厚

替芬泰的参与研发机构除了贵州百灵外，分别是贵州省中国科学院天然产物化学重点实验室、天津药物研究院、中国人民解放军 302 医院，这些机构均是



业内知名机构,实力雄厚。在研发过程中,各司其职,充分发挥自身特长和强项,相互协作,共同推动项目进展。

**表 7: 替芬泰研发项目参与机构**

单位名称	职责	备注
贵州省中国科学院天然产物化学重点实验室	项目牵头人	项目负责人梁光义教授早在 1999 年即开展马蹄金素抗乙肝病毒系列衍生物的研究工作,是项目的创始人,对替芬泰有最权威的理解和规划
天津药物研究院	药代动力学研究、制剂合成、动物实验	项目负责人刘昌孝院士是中国药代动力学带头人之一,能够对药物的吸收、分布、代谢等问题进行最专业的研究开发,有利于提升替芬泰效用
中国人民解放军 302 医院	协助研发,基因工程设计	302 医院为三甲医院,尤其以肝病治疗闻名。项目负责人黄正明教授现为医院药理研究室主任,著有《抗肝炎中药的现代研究与应用》,是肝炎领域最有发言权的专家之一
贵州百灵	出资方、负责未来的量化生产	公司为市场苗药龙头,致力于开发挖掘管理,建立科技文化生态,提升苗药整体水平。替芬泰初始物质是来源于苗药,与公司理念相契合,将全力支持项目进展

资料来源:宏信证券研究发展部

此外,协助公司进行临床试验的单位为北京博诺威医药科技发展有限公司和苏州大学附属第一医院,都在业内具有丰富的经验和资源,可以胜任临床试验和相关评估工作,协助替芬泰研发顺利进行。同时,这也是贵州省建国以来第一个化药一类新药项目,受到政府高度重视,将为替芬泰提供最良好的政策支持。

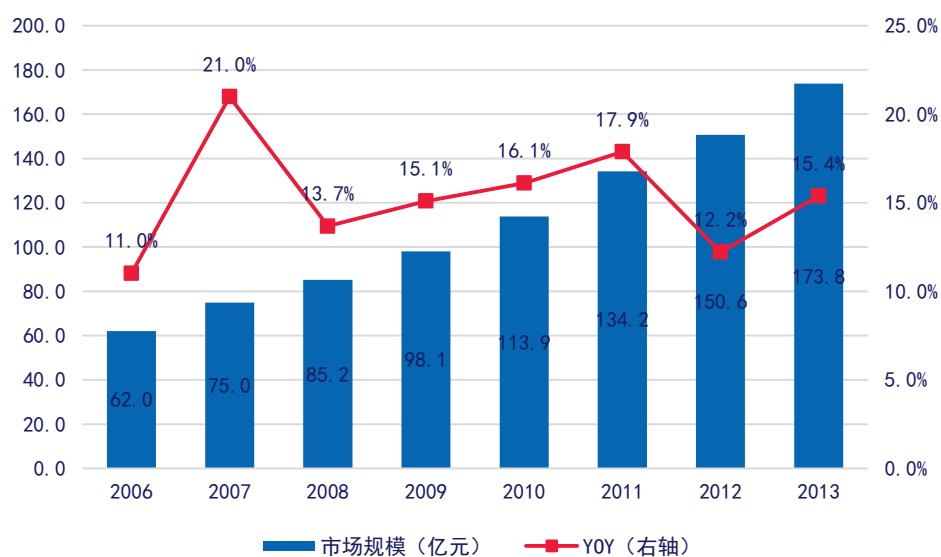
在替芬泰研发长达十多年的漫长过程中,各方力量都寻求脚踏实地,稳健前进,筑高起点,力求替芬泰可以成功推向市场。公司领导层,还是合作单位以及政府部门都为替芬泰的开发提供最好的技术、资金、政策、环境支持,这样能够最大限度地,最彻底地去挖掘替芬泰的价值,完成替芬泰的临床试验和进行后期的生产和推广。因此新药开发成功概率较大。从我们调研可知,现阶段临床 1 期试验大概需要一年至一年半的时间,未来 5-8 年推向市场是一个较为合理的规划,未来空间值得期待。

## 4.2 糖尿病市场广阔,糖宁通络胶囊具有独特优势

根据国际糖尿病联盟(IDF)最新的统计数据显示全世界有 3.65 亿人患糖尿病,我国糖尿病患者约有 1.14 亿人,潜在糖尿病患者更是超过 1.5 亿人,已成为糖尿病第一大国。

我国糖尿病用药市场近几年呈现快速增长的态势,2006 年只有 62.0 亿,到 2013 年已经 173.8 亿元,复合增长率达到 15.9%。预计未来 3-5 年该市场将保持增速,突破 200 亿元。

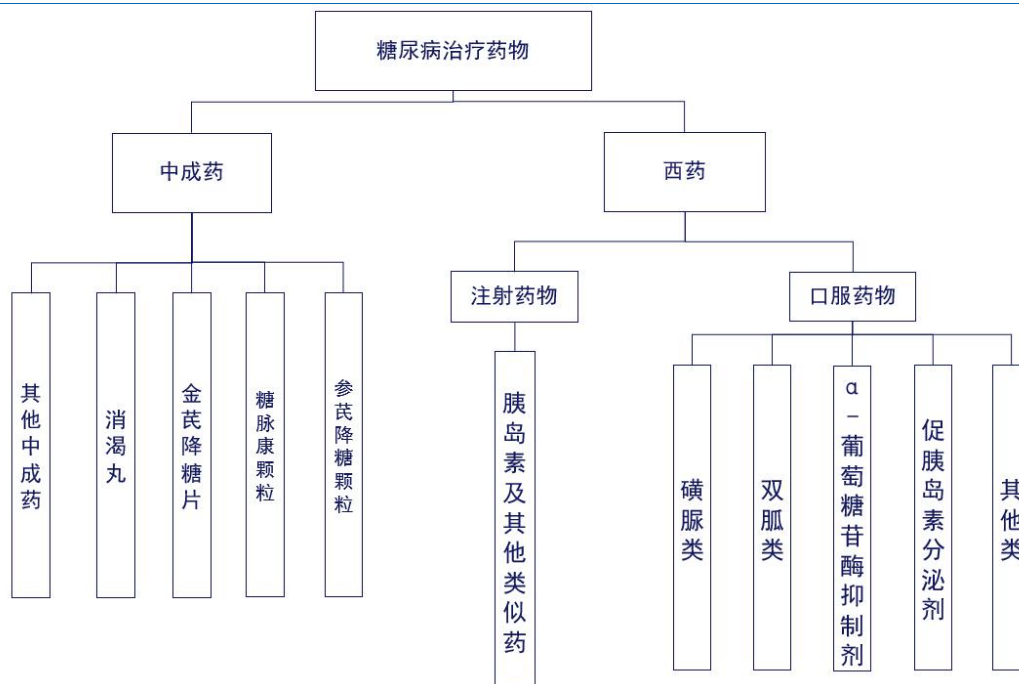
**图 22: 我国糖尿病用药市场规模预计**



资料来源：米内网、宏信证券研究发展部

市场上看，西药在糖尿病用药市场具有主导地位。根据南方医药经济研究所监测数据，西药品种市场份额为 80-85%，中成药市场份额为 15-20%。这主要是由于糖尿病的发病原理迎合了西药作用机制，但是中成药也凭借在治疗过程中的综合调理，积极参与市场角逐，市场份额逐步扩大。

图 23：糖尿病主流治疗药物

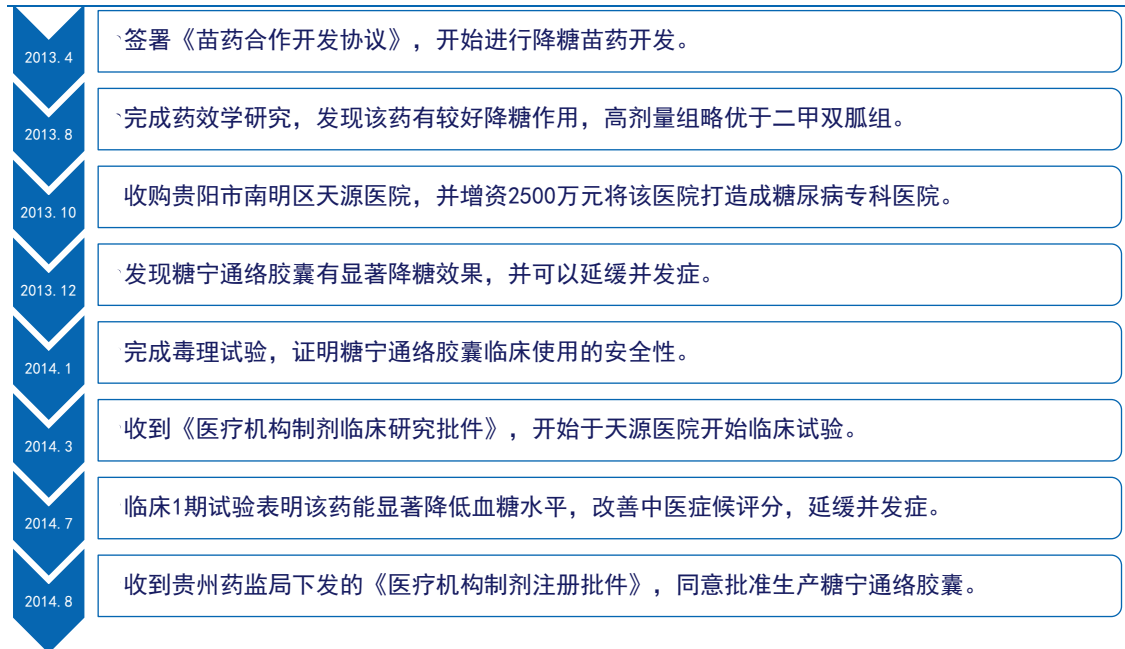


资料来源：米内网、宏信证券研究发展部

在糖尿病的中成药中，以白云山中一药业消渴丸市场份额最高，占比逾七成。另外，还有参芪降糖胶囊、糖脉康颗粒等也有一定的市场份额。

贵州百灵的糖宁通络胶囊源于苗药民间祖传秘方,通过民间反映治疗糖尿病效果显著,通过目前的临床实验也佐证了这一说法。目前,糖宁通络胶囊已经受到《医疗机构制剂注册批件》,研究进展正在有条不紊的推进中。

图 24: 糖宁通络胶囊研究项目进展



资料来源:公司公告、宏信证券研究发展部

与目前市场上的降糖中成药相比,糖宁通络胶囊具有明显的优势:

#### 优势一: 纯植物提取成药, 毒副作用小。

目前市场上的中成药多有西药中的降糖成分,如:消渴丸事实上是一款中西药复方制剂,其主要成分含格列本脲是是典型西药降糖物质,目前尚无充分的临床研究数据证实该复方制剂可以降低或抵消格列本脲的不良反,过量服用消渴丸存在一定的低血糖风险。而糖宁通络胶囊制药处方单纯为纯植物药,显著的降糖效果的同时,其毒副作用也相对较小。

#### 优势二: 降糖显著情况下对并发症抑制良好

临床1期试验结果表明,糖宁通络胶囊可以在显著降低糖化血红蛋白水平。该指标反映了药物对血糖的控制作用是否持续,其意义远大于药物降低血糖水平的高低。

此外,糖尿病之所以被人称为百病之源,是由于糖尿病对人体最大危害在于其并发症,如:视网膜病变、糖尿病肾病、糖尿病足及心血管疾病等。糖宁通络胶囊能够改善视力模糊并发症,并在改善血脂异常方面有一定作用趋势,同时可显著改善中医症候评分。

因此,糖宁通络胶囊可实现从单纯的降糖往全面防治糖尿病并发症的转换,可通过整体调节和综合干预以达到减少并发症发生的概率。

表 8: 糖宁通络胶囊与其他降糖中成药对比情况

药品名	构成成分	治疗效用	是否为国家基药
糖宁通络胶囊	纯植物药、具体成分未知	降糖，且可缓解并发症	否
消渴丸	葛根、地黄、黄芪、天花粉、玉米须、五味子、山药、格列本脲 (西药成分)	降糖	是
糖脉康颗粒	黄芪、生地黄、赤芍、丹参、牛膝、麦冬、黄精等	降糖	否
参芪降糖胶囊	人参(茎叶)皂甙、五味子、黄芪、山药、地黄、覆盆子、麦冬、茯苓、天花粉、泽泻、枸杞子	降糖	是

资料来源：宏信证券研究发展部

综上，糖宁通络胶囊叠加了几大特质，不仅能够强力持续降糖（显著降低糖化血红蛋白），还可以在毒副作用较小的前提下进行整体调节和综合治疗，有效缓解相关并发症。

目前，糖宁通络胶囊的临床试验正在稳步推进中，并通过收购天源医院作为糖尿病专科医院来推动该药物的研究工作，有助于扩大服药人群基数，收集患者在药物介入后更准确的临床数据，为产品研发提供更多科研价值。

总之，糖宁通络胶囊未来前景广阔，一旦成功，可实现药+医院的全国性复制，市场空间可期。

## 5. 盈利预测与投资建议

我们认为公司未来将凭借银丹心脑血管通软胶囊入选基药和众多产品入选低价药品清单的契机，未来几年将保持高速增长。同时，公司的新药糖宁通络胶囊和替芬泰取得了一定进展，未来想象空间巨大，一旦取得成功，公司将可能实现跨越式发展。

我们预计公司 14—16 年的营业收入分别为 16.49 亿元、20.88 亿元、26.13 亿元，归属于母公司的净利润分别为 3.38 亿元、4.34 亿元、5.52 亿元，同比增长率分别为 25.30%、28.56%、27.06%。2014-2016 年的 EPS 分别为 0.72、0.94、1.19 元，对应的 PE 分别为 46、36、28。

根据宏信证券 FCFE 模型计算出的公司每股价格为 54.47 元。鉴于公司目前由苗药 OTC 向处方药的跨越及新药的实质进展，我们看好公司的长期价值，给予“买入”评级。

表 9：财务预测简表

单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1,368	1,405	1,649	2,088	2,613
(+/-%)	20.1%	2.8%	17.4%	26.6%	25.1%
净利润(百万元)	222	270	340	440	560
(+/-%)	6.4%	21.6%	26.1%	29.4%	27.2%
每股收益(元)	0.47	0.57	0.72	0.94	1.19
市盈率(P/E)	71.4	58.7	46.6	36.0	28.3
市净率(P/B)	7.8	7.5	7.4	7.2	7.0

---

EV/EBITDA	50.8	40.9	34.9	27.9	22.8
息率 (%)	1.0%	1.6%	1.9%	2.4%	3.1%

---

资料来源：宏信证券研究发展部

## 6. 风险提示：

- 1.银丹心脑血管的市场推广进展缓慢；
- 2.新药研究进程缓慢或证实效果不佳。

附表 1：财务预测表

资产负债表	2012	2013	2014E	2015E	2016E	利润表	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	941	720	600	520	490	营业收入	1368	1405	1649	2088	2613
应收款项	671	938	1127	1434	1807	营业成本	622	559	658	824	1021
存货净额	658	734	858	1080	1353	营业税金及附加	12	17	14	17	21
其他流动资产	107	180	165	209	261	销售费用	354	363	425	532	658
流动资产合计	2376	2573	2750	3243	3911	管理费用	93	102	109	134	164
固定资产总额	547	624	697	751	793	财务费用	27	41	52	68	94
无形资产	158	149	144	139	134	投资收益	0	5	5	5	5
长期股权投资	9	9	9	9	9	资产减值及公允价值变动	5	8	8	8	8
其他长期资产	150	125	125	125	125	其他收入	(9)	(15)	0	0	0
资产总计	3240	3479	3724	4266	4972	营业利润	254	320	404	524	667
短期借款	889	1011	1159	1554	2071	营业外净收支	10	6	6	6	6
应付款项	107	141	165	210	263	利润总额	263	326	411	530	673
其他流动负债	91	157	184	229	289	所得税费用	35	53	66	85	106
流动负债合计	1087	1308	1509	1992	2624	少数股东损益	7	3	4	6	7
长期借款及应付债券	70	0	0	0	0	归属于母公司净利润	222	270	340	440	560
其他长期负债	40	43	43	43	43	<b>现金流量表</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
长期负债合计	110	43	43	43	43	净利润	222	270	340	440	560
负债合计	1197	1352	1552	2035	2667	资产减值准备	0	3	(8)	0	0
少数股东权益	18	22	26	31	38	折旧摊销	45	48	47	52	57
股东权益	2024	2106	2147	2199	2267	公允价值变动损失	(5)	(8)	(8)	(8)	(8)
负债和股东权益总计	3240	3479	3724	4266	4972	财务费用	27	41	52	68	94
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	营运资本变动	(274)	(285)	(254)	(484)	(584)
每股收益	0.47	0.57	0.72	0.94	1.19	其它	7	0	12	6	7
每股红利	0.33	0.53	0.64	0.82	1.05	经营活动现金流	(5)	29	130	6	31
每股净资产	4.30	4.48	4.56	4.68	4.82	资本开支	(229)	(124)	(99)	(93)	(86)
ROE	16%	19%	21%	21%	21%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	11%	13%	16%	20%	25%	投资活动现金流	(229)	(124)	(99)	(93)	(86)
毛利率	56%	62%	62%	62%	62%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	21%	26%	27%	28%	29%	负债净变化	(130)	(70)	0	0	0
EBITDA Margin	24%	30%	30%	31%	31%	支付股利、利息	(157)	(248)	(299)	(387)	(492)
收入增长	20%	3%	17%	27%	25%	其它融资现金流	652	510	149	395	517
净利润增长	6%	22%	26%	29%	27%	融资活动现金流	77	(125)	(150)	7	25
资产负债率	38%	39%	42%	48%	54%	现金净变动	(158)	(221)	(120)	(80)	(30)
息率	1%	2%	2%	2%	3%	货币资金期初余额	1099	941	720	600	520
P/E	71.2	58.5	46.4	35.9	28.2	货币资金期末余额	941	720	600	520	490
P/B	7.8	7.5	7.4	7.2	7.0	企业自由现金流	0	8	73	(31)	23
EV/EBITDA	50.7	40.8	34.8	27.9	22.7	权益自由现金流	0	448	178	306	461

资料来源：宏信证券研究发展部



附表 2：FCFE 模型估值的核心假设和结果输出

核心假设		结果输出	
行业平均资产 Beta	0.01	<b>核心企业价值</b>	<b>25625</b>
无风险利率	4.50%	加：短期投资	0
风险溢价	8.50%	减：债务	1054
Kd	6.00%	股票市值	26679
T	16.15%	<b>每股价值（人民币）</b>	<b>54.47</b>
永续增长率	2.25%	<b>Ke (%)</b>	4.50%

资料来源：宏信证券研究发展部

## 评级说明：

买入（Buy）：预期未来 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上。

持有（Hold）：预期未来 6 个月内，股价相对沪深 300 指数的变动幅度介于+5%~+20%。

中性（Neutral）：预期未来 6 个月内，股价相对沪深 300 指数的变动幅度介于-5%~+5%

卖出（Sell）：预期未来 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

## 分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明：

宏信证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供本公司客户使用。报告中的信息来源于已公开的资料，本公司对信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，本公司及与本公司有关联的任何个人，均不会承担因阅读和使用本报告所造成的任何损失及其产生的法律责任。本报告的版权为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或者引用。