

分析师：涂羚波

执业证书编号：S0050208010103

Tel: 010-59355910

Email: tulb@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



贵州百灵 (002424. SZ)

独具特色的苗药生产企业

投资要点

● **独具特色的苗药生产企业。**公司是民营控股的苗药生产企业，实际控制人姜伟先生，持有发行后总股本的 52.73%。公司主导产品包括咳速停系列、维 C 银翘片、银丹心脑血管通软胶囊、金感胶囊等，主要通过 OTC 方式销售。

● **银丹心脑血管是投资亮点。**银丹心脑血管是中药独家品种和医保乙类品种，近三年年均增长率达到 109%。公司将通过代理销售和学术营销等方式打开医院市场，预计未来仍将保持快速增长之势。

● **咳速停具苗药特色，增长平稳。**咳速停在我国止咳化痰中成药中市场份额位居第四，其处方来源于苗族民间验方，预计未来增长 10% 以上。

● **维 C 银翘片质优价廉，毛利率较低。**公司的维 C 银翘片在感冒药市场份额排名第四，具有良好的品牌形象，日服价格最低，预计未来增速在 15% 以上。

● **募集资金用于扩大产能和建设营销网络。**拟募资金 35075 万元，用于收购天台山药业 GMP 生产线建设、GAP 种植基地、提升公司药品研发能力和技术水平、营销网络建设等。

● **上市首日定位 46.35-51.5 元。**我们预计公司 2010、2011、2012 年实现净利润 1.51 亿元、2.22 亿元、2.95 亿元，同比增长 39%、35%、47%，每股收益 1.03 元、1.51 元、2.01 元。我们给予公司 2010 年 45-50 倍 PE 估值，合理估值 46.35-51.5 元。

合理估值区间(元) **46.35-51.5 元**

发行上市资料

发行价格(元)	40.00
发行市盈率(倍)	52.63
发行股数(万股)	3700
发行后总股本(万股)	18400
发行日期	2010/5/24
发行方式	网下向询价对象配售和网上定价发行相结合
主承销商	
上市日期	

基础数据(发行前)

每股净资产(元)	3.40
总股本/流通 A 股(万股)	14700/0
流通 B 股/H 股(万股)	0/0
2010年5月24日	

相关研究

盈利预测

项目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万)	607.36	734.52	881	1082	1321
增长率(%)	36.12	20.94	20	23	22
净利润(百万)	80.30	111.67	151.08	221.92	295.23
增长率(%)	11.67	39.07	35	47	33
EPS(元)	0.73	1.02	1.03	1.51	2.01
毛利率(%)	46.69	45.83	48	51	53
净资产收益率(%)	30.56	29.82	29	30	28

财务指标

	流动比率	速动比率	资产负债率	应收账款周转率	存货周转率
2007A	1.23	0.88	63.36	0.00	0.00
2008A	1.46	1.15	54.97	6.09	3.12
2009A	1.56	1.36	54.33	7.05	4.22

来源：招股说明书、民族证券

表 1：公司收入和毛利预测

单位：万元	2009	2010E	2011E	2012E
咳速停	18678	21480	24702	28408
增长率 (%)	-1.00%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率 (%)	53.70%	53.00%	52.50%	52.00%
心脑血管	12454	19927	29890	41846
增长率 (%)	25.10%	60.00%	50.00%	40.00%
毛利率 (%)	80.70%	80.00%	80.00%	80.00%
维 C 银翘片	26150	30073	34283	38740
增长率 (%)	37.20%	15.00%	14.00%	13.00%
毛利率 (%)	19.10%	20.00%	20.00%	20.00%
金感胶囊	5037	6044	8461	11846
增长率 (%)	20.80%	20.00%	40.00%	40.00%
毛利率 (%)	75.40%	75.00%	75.00%	75.00%
其他	11132	10576	10893	11220
增长率 (%)	28.30%	-5.00%	3.00%	3.00%
毛利率 (%)	43.20%	43.20%	43.20%	43.20%
总收入	73452	88099	108230	132059
增长率 (%)	20.90%	19.94%	22.85%	22.02%
营业成本率	54.20%	51.82%	49.38%	47.20%
毛利率 (%)	45.80%	48.18%	50.62%	52.80%

资料来源：民族证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	693	881	1149	1497
现金及等价物	205	301	443	642
应收帐款	284	341	418	511
存货	90	103	121	141
其它流动资产	114	136	167	204
非流动资产	127	167	189	212
长期股权投资	9	9	9	9
固定资产及其他	86	123	141	158
投资性房地产	0	0	0	0
无形资产	31	33	38	43
其它非流动资产	2	2	2	2
资产总计	820	1048	1338	1709
流动负债	445	469	501	537
短期借款	281	281	281	281
应付帐款	90	104	121	142
其它流动负债	73	84	99	115
非流动负债	1	54	90	129
长期借款	0	53	89	128
其它非流动负债	1	1	1	2
负债合计	445	522	591	666
少数股东权益	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	374	526	747	1043
负债和股东权益	820	1048	1338	1709

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	143	108	142	199
净利润	112	151	222	295
资产减值准备	1	0	0	0
折旧和摊销	14	13	14	16
公允价值变动损失	0	0	0	0
财费用	13	13	0	0
营运资本变动	4	-68	-94	-112
投资收益	0	0	0	0
投资活动现金流	-22	-53	-36	-39
资本支出	-22	-53	-36	-39
其它	0	0	0	0
融资活动现金流	49	39	36	39
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	62	53	36	39
财务费用	-13	-13	0	0
现金净增加额	170	95	142	199
期初现金余额	35	205	301	443
期末现金余额	205	301	443	642

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	735	881	1082	1321
营业成本	398	457	534	623
营业税金及附加	7	9	11	13
销售费用	144	176	216	264
管理费用	41	48	60	73
财务费用	13	13	0	0
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动净	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	131	178	261	347
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	131	178	261	347
所得税	20	27	39	52
净利润	112	151	222	295
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司所	112	151	222	295
EBITDA	145	191	261	347
EPS (元)	1.02	1.03	1.51	2.01

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	20.9%	19.9%	22.8%	22.0%
营业利润	31.6%	35.9%	46.9%	33.0%
归属母公司净利	39.1%	35.3%	46.9%	33.0%
获利能力				
毛利率	45.8%	48.2%	50.6%	52.8%
净利率	15.2%	17.1%	20.5%	22.4%
ROE	29.8%	28.7%	29.7%	28.3%
ROIC	17.0%	18.9%	19.9%	20.3%
偿债能力				
资产负债率	54.3%	49.8%	44.1%	39.0%
流动比率	1.6	1.9	2.3	2.8
速动比率	1.4	1.7	2.1	2.5
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8
应收帐款周转率	2.6	2.6	2.6	2.6
应付帐款周转率	4.4	4.4	4.4	4.4
每股指标(元)				
每股收益	1.02	1.03	1.51	2.01
每股经营现金	1.30	0.74	0.96	1.35
每股净资产	3.40	3.57	5.08	7.09
估值比率				
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	47.8	36.2	26.5	19.9

分析师简介

西安交通大学硕士，曾就职于江中制药集团和某大型投资管理公司，具备8年医药行业的从业经验，以及8年证券行业的研究和投资经验，善于从投资的视角和公司基本面两方面挖掘公司的投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn