

# 成长性良好的苗药龙头

贵州百灵 (002424)

评级: 增持 (首次)

股价: 49.02 元 目标价: 57.5 元

调研报告

2010年9月7日 星期二

## 东海证券新医药研究小组

屈昫、袁舰波

执业证书编号: S0630208010053

执业证书编号: S0630208010052

021-50586660-8643

qy@longone.com.cn

医药生物行业/中药

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

## 重要数据

总股本(亿股)	1.47
流通股本(亿股)	0.37
总市值(亿元)	72.06
流通市值(亿元)	18.13

## 市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	18.45	17.13
3 个月	14.23	10.24
6 个月	22.60	35.63

个股相对上证综指走势图



## 投资要点

- **公司是我国苗药龙头企业:** 公司是我国最大的苗药生产、研发企业,按照拥有发明专利的苗药产品数量和 2009 年 OTC 类苗药产品销售额排名统计,公司位居全国第一,主要品种有咳速停糖浆(及胶囊)、维 C 银翘片、银丹心脑通软胶囊、金感胶囊等。
- **OTC 品牌药物有望继续平稳快速增长:** 咳速停糖浆(胶囊)在止咳化痰药物领域具有浓郁的苗药风格,预计将受益于市场空间的广阔保持平稳增长。维 C 银翘片是国内销售量最大的感冒药物,未来受益于基层需求放量的预期较为强烈。金感胶囊则有望在公司解决产能瓶颈问题后,搭载公司强大的 OTC 营销渠道,实现快速增长。公司也加大了依托于“百灵”品牌的三大产品的媒体投放力度。
- **银丹心脑通软胶囊将成近年业绩亮点:** 银丹心脑通软胶囊作为公司的独家品种和医保乙类品种,具有苗药的特色和心脑血管同治的疗效。该品种 09 年实现销售收入 1.24 亿元,过去三年的复合增长率超过 100%,今年上半年在面临产能瓶颈的情况下仍然实现 44.71% 的增长。预计在公司解决产能问题后,银丹心脑通将成为最大的业绩亮点,近几年复合增长率有望超过 50%。
- **公司存在较大的苗药整合预期:** 公司是我国最大的苗药生产、研发企业,在苗药领域的综合实力较强,随着 IPO 后公司品牌及资金实力的提升,公司已经具备整合苗药行业及相关资源的能力,我们认为公司处于良好的外延式扩张契机,未来存在较大的苗药整合预期。
- **盈利预测与估值:** 我们在不考虑并购因素下,预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.96 元、1.37 元和 1.81 元,考虑到公司良好的成长性和苗药整合的预期,给予公司未来 6 个月目标价 57.5 元,给予公司“增持”评级。

#### □ 公司是我国苗药龙头企业

公司是我国最大的苗药研发、生产企业之一。按照拥有发明专利的苗药产品数量和 2009 年 OTC 类苗药产品销售额排名统计，公司位居全国第一；按照拥有药品批准文号的苗药产品数量和 2009 年单品种苗药销售额排名统计，公司位居全国第二。

公司主要品种有咳速停糖浆（及胶囊）、维 C 银翘片、银丹心脑血管软胶囊、金感胶囊等。其中咳速停糖浆（及胶囊）、银丹心脑血管软胶囊、金感胶囊都是公司独家品种；维 C 银翘片、银丹心脑血管软胶囊是医保乙类品种。

从产品市场空间看，咳速停糖浆（及胶囊）、维 C 银翘片都是 OTC 的大品种，分别在止咳化痰、感冒药物领域排名第 4；金感胶囊可以搭载公司强大的 OTC 营销网络，前景看好；银丹心脑血管软胶囊则是公司在处方药领域潜力巨大的品种。

#### □ OTC 品牌药物有望继续平稳快速增长

公司在 OTC 领域的竞争实力较强，拥有“百灵”品牌及几个市场份额较高的品种。

咳速停糖浆（及胶囊）2009 年销售额 1.87 亿元，在我国 OTC 止咳化痰药物领域排名第 4，今年上半年仍同比分别增长 18.41% 和 14.70%。由于该行业多年来已经保持了较为稳定的市场竞争格局，因此预计咳速停糖浆（及胶囊）近年将受益于显著的苗药特色和行业空间获得两位数的稳定增长。

维 C 银翘片在 OTC 感冒药领域市场份额排名第 4，09 年实现销售收入 2.61 亿元，尽管基数较大，但今年上半年仍然平稳增长 7.83%，而且这一业绩是在产能受限的条件下实现的。我们认为虽然感冒药市场的竞争异常激烈，但市场空间也很大，维 C 银翘片临床应用已经 10 多年，消费者基础非常好，是感冒药最常用的品牌之一。另外维 C 银翘片的零售价格及服用单价非常低，被指定为医保乙类非处方药。随着我国新医疗改革的深入和基层医疗保险覆盖面的扩大，预计维 C 银翘片将受益获得放量。随着公司产能瓶颈的解决，维 C 银翘片的增速还将提升。

金感胶囊 09 年实现销售收入 5036 万元，近三年的复合增长率达到 71%，是公司的二线感冒药品种。产品今年上半年增速下滑的主要原因仍是公司的产能瓶颈问题尚未能解决，我们认为这一因素消除后，金感胶囊将恢复高速增长。另外我们认为金感胶囊可以共用维 C 银翘片的营销渠道同维 C 银翘片形成良好的产品梯队，提升公司在感冒用药领域的竞争力。

目前公司也加大了依托“百灵”品牌的三大 OTC 品种的媒体广告投放力度，预计营销力度的加大也将巩固公司在 OTC 领域的优势。

#### □ 银丹心脑血管软胶囊将成近年业绩亮点

银丹心脑血管软胶囊是公司的独家品种和医保乙类品种，09 年实现销售收入 1.24 亿元，过去三年的复合增长率超过 100%，今年上半年在面临产能瓶颈的情况下仍然实现 44.71% 的增长，显示出非常好的成长性。

我们认为银丹心脑血管软胶囊虽然是公司过去不擅长的处方药，但伴随着公司 IPO 后品牌影响力的扩大和处方药营销能力的提高，该品种有望成为公司近年最大的业绩亮点。保证银丹心脑血管成长性的的重要因素包括产品显著的疗效、产能瓶颈的解决及营销能力的提升等。

银丹心脑血管软胶囊是公司 2005 年推出的心脑血管类苗药专利药品，主要成分为银杏叶、丹参、灯盏细辛、三七、绞股蓝、山楂等。目前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。另外，银丹心脑血管软胶囊不同于传统单纯的溶栓类、扩张血管类心脑血管药物，提出了“四位一体”的理念，从心、脑、血管和血液等四方面出发，心脑血管同治，能有效地解决心脑血管疾病的并发症状，疗效非常全面，因此有望在众多的心脑血管药物中脱颖而出。

公司受中药材前处理和提取车间的产能限制，软胶囊制剂的实际有效产能只有 2 亿粒，而根据上半年银丹心脑血管软胶囊的增长情况，我们判断银丹心脑血管上半年的实际销售量已经达到 1.4 亿粒左右。因此银丹心脑血管软胶囊受限于公司的产能瓶颈问题，并未体现出其充分的成长性。而这一问题将随着公司募投项目天台山药业 GMP 生产线的建设快速解决，项目设计银丹心脑血管软胶囊的产能将达到 12 亿粒，我们预计今年四季度公司的产能瓶颈问题将得到有效缓解，银丹心脑血管软胶囊的增长将提速。

此外，从公司处方药的营销能力看，虽然公司过去的强项在于 OTC 领域，但近年处方药的渠道建设也在日益增强。公司采用代理及自营相结合的营销模式，根据不同区域市场的特点，采用不同的营销模式，目前已经开发医院终端 1000 家左右，自营人员超过 300 人，并通过建立学术研究推广中心的方式探索和加大自营业务的比例。

综合考虑行业空间和产品特性等因素，我们得出银丹心脑血管软胶囊近年将保持高速增长结论，预计近几年复合增长率有望超过 50%。

#### □ 公司存在较大的苗药整合预期

公司是我国最大的苗药生产、研发企业，按照拥有发明专利的苗药产品数量和 2009 年 OTC 类苗药产品销售额排名统计，公司位居全国第一；按照拥有药品批准文号的苗药产品数量和 2009 年单品种苗药销售额排名统计，公司

位居全国第二。公司在苗药领域的综合实力较强，已具备整合苗药行业及相关资源的能力。

随着 IPO 后公司品牌及资金实力的提升，我们认为这一时机已经成熟，公司处于良好的外延式扩张契机，未来存在较大的苗药整合预期。

#### □ 研发优势是公司长远发展的保障

公司目前已经拥有 16 项药品发明专利，其中，苗药产品咳速停胶囊、咳速停糖浆、银丹心脑血管通软胶囊、泻停封胶囊等已获得发明专利，银丹心脑血管通软胶囊发明专利获贵州省“优秀新产品”称号。公司目前还在继续申请的发明专利共 18 项。

公司新产品中最引人注目的是正准备申请临床的抗乙型病毒性肝炎化药一类新药 Y101，该化合物及衍生物目前已由公司的合作方在中国、美国等申请了数项专利，市场前景很好。

#### □ 盈利预测与估值

公司目前在止咳化痰、感冒及心脑血管药物等领域的优势明显。主要品种中咳速停市场空间广阔，将保持平稳增长；维生 C 银翘片有望受益于新医改的基层放量；银丹心脑血管通软胶囊疗效显著，未来增速最快。另外公司也是国内最大的苗药生产企业之一，上市后具备整合苗药资产的能力。

我们在不考虑并购因素下，预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.96 元、1.37 元和 1.81 元，考虑到公司良好的成长性和苗药整合的预期，我们给予公司未来 6 个月目标价 57.5 元，给予公司“增持”评级。

表：公司盈利预测：

盈利预测及重要数据	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(万元)	60,736	73,452	86,177	105,691	129,324
增长率	36.1%	20.9%	17.3%	22.6%	22.4%
营业利润(万元)	9,941	13,081	16,596	23,684	31,297
增长率	15.1%	31.6%	26.9%	42.7%	32.1%
净利润(万元)	8030	11167	14107	20131	26603
增长率	11.7%	39.1%	26.3%	42.7%	32.1%
每股净资产(元)	2.39	3.40	3.51	4.88	6.69
每股收益(元)	0.73	1.02	0.96	1.37	1.81
市盈率(P/E)	0.0	0.0	51.8	36.3	27.5
市净率(P/B)	0.0	0.0	14.2	10.2	7.4
EV/EBITDA	1.7	1.8	42.0	30.0	23.5

资料来源：东海政权研究所

附表：三大表预测

资产负债表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	1844	3540	20521	20521	20521	45464
应收款项	23843	27779	30134	34235	41987	51375
存货净额	10847	9874	8973	13190	13477	15797
其他流动资产	2002	5323	9633	8618	10569	12932
<b>流动资产合计</b>	<b>38536</b>	<b>46515</b>	<b>69261</b>	<b>76564</b>	<b>86554</b>	<b>125568</b>
固定资产	7956	7845	8556	9550	10534	11470
无形资产及其他	2894	2897	3073	2971	2869	2766
投资性房地产	169	207	216	216	216	216
长期股权投资	300	883	883	883	883	983
<b>资产总计</b>	<b>49855</b>	<b>58347</b>	<b>81990</b>	<b>90184</b>	<b>101057</b>	<b>141004</b>
短期借款及交易性金融负债	23240	21720	28060	26424	14912	0
应付款项	3782	6456	9044	8100	9603	13772
其他流动负债	4324	3655	7347	4014	4764	28752
<b>流动负债合计</b>	<b>31346</b>	<b>31831</b>	<b>44451</b>	<b>38538</b>	<b>29279</b>	<b>42524</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	241	241	98	98	98	198
<b>长期负债合计</b>	<b>241</b>	<b>241</b>	<b>98</b>	<b>98</b>	<b>98</b>	<b>198</b>
<b>负债合计</b>	<b>31587</b>	<b>32072</b>	<b>44548</b>	<b>38635</b>	<b>29377</b>	<b>42721</b>
少数股东权益	23	0	0	0	0	0
股东权益	18246	26275	37442	51549	71680	98283
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>49855</b>	<b>58347</b>	<b>81990</b>	<b>90184</b>	<b>101057</b>	<b>141004</b>
利润表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	<b>44620</b>	<b>60736</b>	<b>73452</b>	<b>86177</b>	<b>105691</b>	<b>129324</b>
营业成本	22918	32377	39786	40235	47757	57131
营业税金及附加	441	587	724	345	423	517
销售费用	9126	12343	14421	22406	26423	32331
管理费用	2483	3919	4070	5171	6341	7759
财务费用	895	1536	1335	1424	1063	288
投资收益	(20)	24	42	0	0	0
资产减值及公允价值变动	98	58	78	0	0	0
其他收入	(196)	(115)	(156)	0	(0)	(0)
营业利润	8640	9941	13081	16596	23684	31297
营业外净收支	109	(257)	64	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>8749</b>	<b>9684</b>	<b>13145</b>	<b>16596</b>	<b>23684</b>	<b>31297</b>
所得税费用	1549	1654	1978	2489	3553	4695
少数股东损益	9	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>7191</b>	<b>8030</b>	<b>11167</b>	<b>14107</b>	<b>20131</b>	<b>26603</b>
增长率	#DIV/0!	11.7%	39.1%	26.3%	42.7%	32.1%
现金流量表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>净利润</b>	<b>7191</b>	<b>8030</b>	<b>11167</b>	<b>14107</b>	<b>20131</b>	<b>26603</b>
资产减值准备	98	(40)	20	(78)	0	0
折旧摊销	1240	1319	1351	917	1123	1382



公允价值变动损失	(98)	(58)	(78)	0	0	0
财务费用	895	1536	1335	1424	1063	288
营运资本变动	(28417)	(4356)	383	(11658)	(7737)	14185
其它	(89)	40	(20)	78	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>(20075)</b>	<b>4934</b>	<b>12823</b>	<b>3366</b>	<b>13517</b>	<b>42169</b>
资本开支	(9266)	(1094)	(2022)	(1730)	(2005)	(2215)
其它投资现金流	0	0	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(9566)</b>	<b>(1677)</b>	<b>(2022)</b>	<b>(1730)</b>	<b>(2005)</b>	<b>(2315)</b>
权益性融资	0	0	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0	0
支付股利、利息	0	0	0	0	0	0
其它融资现金流	<b>31485</b>	<b>(1562)</b>	<b>6180</b>	<b>(1636)</b>	<b>(11512)</b>	<b>(14912)</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>31485</b>	<b>(1562)</b>	<b>6180</b>	<b>(1636)</b>	<b>(11512)</b>	<b>(14912)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>1844</b>	<b>1696</b>	<b>16981</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>24943</b>
货币资金的期初余额	0	1844	3540	20521	20521	20521
货币资金的期末余额	1844	3540	20521	20521	20521	45464
企业自由现金流	0	7323	14101	2847	12416	40199
权益自由现金流	0	0	20281	0	0	25043
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
每股收益	0.65	0.73	1.02	0.96	1.37	1.81
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	1.66	2.39	3.40	3.51	4.88	6.69
ROS	16%	13%	15%	16%	19%	21%
ROE	39%	31%	30%	27%	28%	27%
毛利率	49%	47%	46%	53%	55%	56%
EBIT Margin	22%	19%	20%	21%	23%	24%
EBITDA Margin	25%	21%	22%	22%	24%	25%
收入增长	#DIV/0!	36%	21%	17%	23%	22%
净利润增长	#DIV/0!	12%	39%	26%	43%	32%
资产负债率	63%	55%	54%	43%	29%	30%
息率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	0.0	0.0	0.0	51.8	36.3	27.5
P/B	0.0	0.0	0.0	14.2	10.2	7.4
EV/EBITDA	2.1	1.7	1.8	42.0	30.0	23.5

**附注:****分析师简介及跟踪范围:**

**屈昶:** 东海证券医药行业分析师, 中山大学硕士, 主要研究化学原料药、医疗器械及医药商业板块。

重点跟踪公司: 浙江医药、新和成、海正药业、南京医药、天士力、中新药业等。

**袁舰波:** 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有十多年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业等。

**一、行业评级**

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

**二、股票评级**

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

**三、免责条款**

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

**东海证券研究所**

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122