# 苗药业务成长性良好
# 太子参领衔中药材种植

**贵州百灵**
**002424**

**投资要点:**

公司是我国的苗药龙头，主要品种包括咳速停糖浆（及胶囊）、维C银翘片、银丹心脑通软胶囊、金感胶囊等。公司未来无论是在传统OTC、处方药领域，还是新进入的中药材贸易或苗药整合领域都不乏看点:

1、 OTC业务保持平稳增长: 咳速停糖浆（及胶囊）预计将保持10%左右的平稳增长。维C银翘片在短期消化完提价及负面新闻的影响后预计将得到恢复。金感胶囊搭载公司强大的OTC营销渠道，预计今年收入将超过亿元。

2、 处方药业务快速增长: 银丹心脑通软胶囊是公司独家的处方药品种，具有心脑同治的特殊功效，在IPO后产能瓶颈得以解决的基础上预计今年仍有望实现50%的增长率。随着公司处方药销售队伍的扩大，处方药将成为公司长远发展的主要动力。

3、中药材业务开辟新的利润点: 公司旗下医药销售公司与贵州三元太宝、六枝特区农民合作社分别合作了1万亩的太子参委托种植，另外还与紫云县惠农种植养殖农民合作社合作了1万亩山银花委托种植项目。公司全面进军中药材，对于其中药产业链的延伸和新利润点的开辟都有积极作用。2011年预计太子参贸易将增厚公司每股收益0.42元左右。

4、公司作为苗药龙头，未来进行苗药整合的预期也比较强烈。

我们预测公司2011-2012年的EPS分别为0.96元、1.28元（不含太子参），考虑太子参业务11-12年增厚EPS0.42元、0.55元，两者合计2011-2012年EPS分别为1.38元、1.83元，给予公司6个月目标价44.1元和“买入”评级。

**附表 公司业绩预测表**

| | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入（万元） | 73452 | 86682 | 105834 | 128248 |
| 营业收入同比增长(%) | 20.9% | 18.0% | 22.1% | 21.2% |
| 净利润（万元） | 11167 | 16086 | 22668 | 30012 |
| 净利润同比增长（%） | 39.1% | 44.1% | 40.9% | 32.4% |
| 每股净资产（元） | 3.40 | 7.84 | 8.77 | 10.04 |
| 每股收益（元） | 1.02 | 0.68 | 0.96 | 1.28 |

| 跟踪 | 买入 |
|---|---|

**分析师: 屈跃、李伟志、袁舰波**
投资咨询执业证书编号:
S0630511010022
S0630511010006
S0630511010009
联系信息:
021-50586660-8643
qy@longone.com.cn

**日期**
分析: 2011 年 03 月 06 日
调研: 有

**价格**
**当前市价: 35.49 元**
**半年目标: 44.10 元**

**股价表现**

# 正文目录

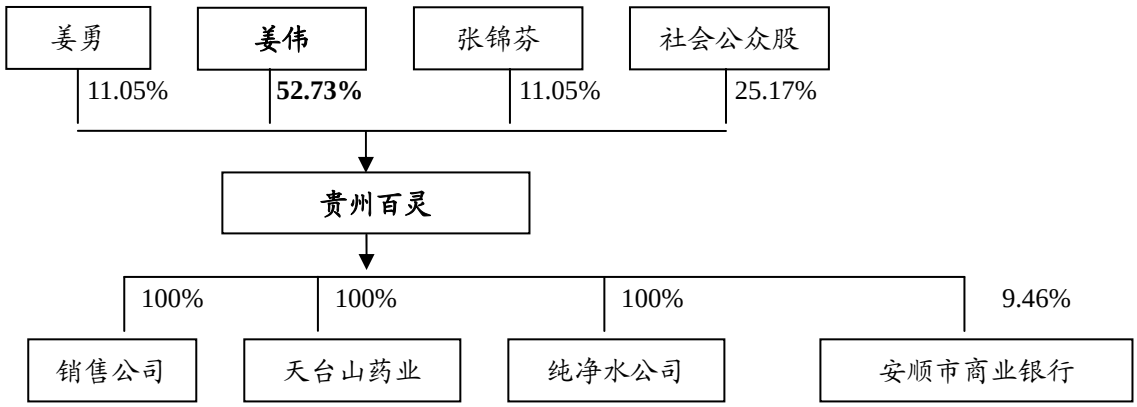
一、公司是我国的苗药龙头企业 ..... 3
1．1、公司股权结构 ..... 3
1．2、公司主要业务 ..... 3
二、OTC业务有望保持平稳增长 ..... 4
2．1、咳速停糖浆（及胶囊）苗药风格显著 ..... 4
2．2、维C银翘片受众广阔，期待恢复 ..... 5
2．3、金感胶囊搭载感冒药渠道，快速增长可期 ..... 6
三、处方药业务是公司未来业绩的主要看点 ..... 7
四、中药材业务开辟新的利润增长点 ..... 8
4．1、太子参业务将大幅增厚公司业绩 ..... 9
4．2、山银花业务将增加公司远期收入 ..... 11
五、苗药整合预期较为强烈 ..... 12
六、盈利预测与估值 ..... 13
6．1 关键假设 ..... 13
6．2 盈利预测与估值 ..... 13
6．3 风险提示 ..... 14

# 一、公司是我国的苗药龙头企业

## 1. 1、公司股权结构

公司前身为 1970 年成立的贵州省安顺制药厂，1996 年由姜伟等人受让整体产权，经过 2003 年的更名和 2007 年的股份制改造，贵州百灵于 2010 年 6 月登陆中小板。公司实际控制人为董事长姜伟先生，持股比例 52.73%。公司另两大股东分别为姜勇及张锦芬，各持有公司 11.05%的股权，两人与姜伟分别为兄弟及母子关系。

**图 1　贵州百灵股权结构图**




资料来源：公司公告，东海证券研究所

## 1. 2、公司主要业务

公司是我国的苗药龙头企业，目前的业务范畴横跨 OTC、处方药、中药材贸易等领域，其中公司传统的 OTC 业务有咳速停糖浆（及胶囊）、维 C 银翘片、金感胶囊等拳头产品，处方药新秀则主要为银丹心脑通软胶囊，此外公司下属销售公司还开始涉足太子参、山银花等中药材贸易业务。

**表 1：公司主要产品**

| 产品 | 类型 | 适应症 |
|---|---|---|
| 维 C 银翘片 | OTC | 抗感冒 |
| 咳速停糖浆(及胶囊) | OTC | 止咳化痰 |
| 银丹心脑通软胶囊 | 处方药 | 心脑血管 |
| 金感胶囊 | OTC | 抗感冒 |
| 牛黄解毒片 | OTC | 清热解毒 |
| 黄连上清片 | OTC | 清热解毒 |
| 复方岩白菜素片 | 处方药 | 止咳化痰 |

| | | |
|---|---|---|
| 消咳颗粒 | OTC | 止咳化痰 |
| 胆炎康胶囊 | OTC | 清肝利胆 |
| 小儿柴桂颗粒 | OTC | 抗感冒 |
| 泻停封胶囊 | OTC | 止泻类 |
| 姜酚胶丸 | 处方药 | 风湿类 |
| 骨力胶囊 | 处方药 | 骨质疏松 |

资料来源：公司公告，东海证券研究所

从收入结构上看，2010 年公司销售收入 8.67 亿元，其中 OTC 业务占比超过 70%，仍是公司的传统优势业务；银丹心脑通软胶囊收入预计超过 2 亿元，增长率超过 60%，标志着公司处方药业务已经取得阶段性成果；中药材贸易预计从 11 年开始将贡献不菲收益，成为公司新的利润来源。

**图 2 2010 年上半年公司收入构成**

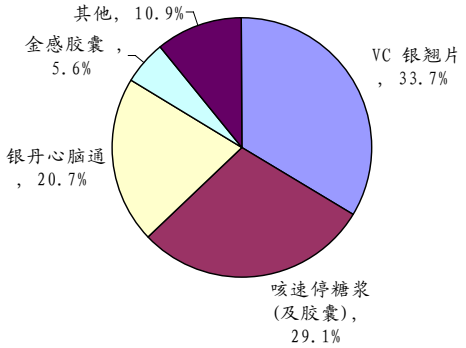
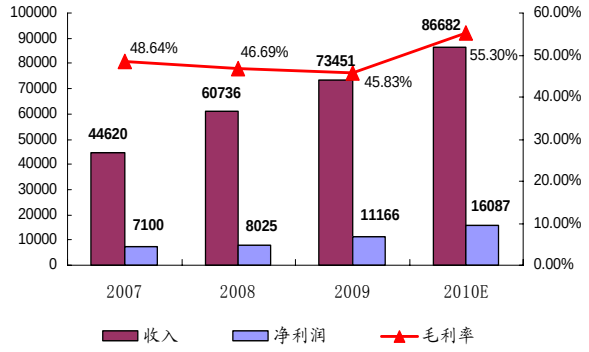



**图 3 公司收入、净利润、毛利率情况 单位：万元**




资料来源：公司公告，东海证券研究所

## 二、OTC 业务有望保持平稳增长

公司在其起家的 OTC 领域的竞争实力较强，拥有著名的“百灵”品牌及几个市场份额较高的拳头品钟，未来将继续保持一线品种平稳增长、二线品种快速增长的良好态势。

### 2. 1、咳速停糖浆（及胶囊）苗药风格显著

咳速停糖浆（及胶囊）2009 年销售收入合计 1.86 亿元，在我国 OTC 止咳化痰药物领域排名第 4，2010 年上半年糖浆和胶囊同比分别增长 18.41%和 14.70%。我们预计 2011 年咳速停糖浆（及胶囊）仍将保持 10%左右的平稳增长。

我国止咳化痰药物的市场空间非常广阔，09 年市场规模达到 72.06 亿元。由于国人的消费习惯多是以购买 OTC 品牌中成药代替医院处方药，因此在我国止咳化痰药市场中 OTC 中成药占主导地位，09 年国止咳化痰中成药的市场规模为 55.59 亿元，05-09 年复合增长率 10.25%。该领域的竞争格局整体来说是竞争激烈却格局稳定，排

名前几的品种除了念慈菴蜜炼川贝枇杷膏由于定价较高一枝独秀外，其他排名前几的品种市场份额的差别均不大，多年来相互在守住自身市场份额的基础上，均能通过分享市场扩容而获得较为稳定的增长。

**表 2：09 年止咳化痰类中成药销售额及市占率**

| 排序 | 产品 | 生产商 | 09 年销售额(亿元) | 09 年市占率 |
|---|---|---|---|---|
| 1 | 念慈菴蜜炼川贝枇杷膏 | 香港京都念慈菴制药 | 12.84 | 23.09% |
| 2 | 太极急支糖浆 | 太极集团 | 4.04 | 7.27% |
| 3 | 潘高寿止咳系列 | 广州潘高寿药业 | 3.27 | 5.87% |
| **4** | **咳速停系列** | **贵州百灵制药** | **2.82** | **5.07%** |
| 5 | 一力咳特灵 | 广州白云山制药总厂 | 2.77 | 4.98% |
| 6 | 神奇止咳露 | 贵州神奇药业 | 2.31 | 4.15% |
| 7 | 百令胶囊 | 杭州中美华东医药 | 2.66 | 4.79% |
| 8 | 克咳系列 | 贵州益佰制药 | 1.26 | 2.27% |

资料来源：南方医药经济研究所，东海证券研究所

公司生产的咳速停糖浆（及胶囊）的主要优势在于具有浓郁的苗药风格，与同类品种相比，咳速停糖浆（及胶囊）的全部组分均为天然植物药，不含任何化学药物，并且采用国内先进的循环提取与传统制备工艺相结合的技术，在处方和工艺上优势明显。另外糖浆剂的剂型有利于药物吸收，而且该产品经临床验证疗效显著，因此多年来在止咳化痰中成药中保持较高的市场份额。

咳速停糖浆（及胶囊）主要原材料包括吉祥草、百尾参、虎耳草等野生药材，其中吉祥草、虎耳草的主要产地局限在贵州，随着公司生产规模的增长，预计 2011 年的用量将分别达到 1200 吨、600 吨、900 吨以上，同比增长约 20%，GAP 种植基地的建设将加大公司在掌控上游原材料和抵御原材料涨价风险方面的能力。我们预计咳速停糖浆（及胶囊）今年将主要受益于显著的苗药特色和行业的扩容效应保持 10%左右的平稳增长。

## 2. 2、维 C 银翘片受众广阔，期待恢复

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。10 年上半年维 C 银翘片同比增长 7.83%，但是由于受到出厂价上调 20%和 SFDA 通报不良反应病例的影响，导致 10 年全年的销量有所下滑。我们认为维 C 银翘片是经过消费者 10 多年临床检验的产品，客户忠诚度相对比较高，短期的负面影响应该不会对产品的长远发展造成影响，预计经过短期消化后，维 C 银翘片的销售有望恢复。

09 年我国感冒药的市场规模达到 140.73 亿元，05-09 年复合增长率 10.06%，整体保持大而平稳的格局。由于感冒的高发病率和相对较小的危害性，我国感冒药的消费结构以 OTC 药物为主流，这其中消费者又偏向于更信赖口碑良好的品牌感冒药。目前感冒药市场的整体竞争情况也是激烈但稳定，排在前列的基本都是消费者信赖多年的品牌产品，各自规模差别不太大，每年基本都能保持较为平稳的增长。

**表 3：09 年感冒药销售额及市占率**

| 排序 | 产品 | 生产商 | 09 年销售额(亿元) | 09 年增速 |
|---|---|---|---|---|
| 1 | 999 感冒灵系列 | 三九集团 | 10.54 | 29.61% |
| 2 | 新康泰克 | 中美史克 | 7.26 | 12.35% |
| 3 | 感康片 | 吉林吴太集团 | 6.59 | 7.33% |
| **4** | **维 C 银翘片** | **贵州百灵制药** | **6.06** | **37.19%** |
| 5 | 白加黑感冒片 | 拜耳医药保健品公司 | 4.65 | 6.51% |
| 6 | 双黄连口服液 | 哈药集团三精制药 | 4.46 | 27.84% |
| 7 | 快克胶囊 | 海南亚洲制药 | 3.47 | 8.36% |
| 8 | 日夜百服咛 | 上海施贵宝制药 | 2.43 | 4.29% |
| 9 | 泰诺感冒片 | 上海强生制药 | 2.11 | 3.17% |
| 10 | 双黄连口服液 | 河南太龙药业 | 1.87 | 8.83% |

资料来源：南方医药经济研究所，东海证券研究所

维C银翘片在感冒药中的主要优势在于性价比很高，消费者基础良好。由于维C银翘片属于中西结合的感冒药，既含有金银花、连翘等中药成分，又含有维生素C、马来酸氯苯那敏、对乙酰氨基酚等西药成分，中西结合的特点使得维C银翘片在治疗感冒上具有疗效较好、副作用较小的特点。另外维C银翘片的定价十分低廉，日均服用单价仅 1 元不到，在感冒药中属于日服用成本最低的品种，被指定为医保乙类非处方药。维C银翘片良好的性价比令其 10 多年来深得消费者信赖，成为城市农村都普遍消费的感冒药。

2010 年 9 月 19 日，国家食品药品监督管理局发布第 32 期《药品不良反应信息通报》，提醒维 C 银翘片安全性问题：2004 年 1 月 1 日至 2010 年 4 月 30 日，国家药品不良反应监测中心病例报告数据库中有关维 C 银翘片的病例报告数共计 1885 例，严重病例报告共计 48 例，无死亡报告。病例报告数据库信息分析显示，维 C 银翘片的安全性问题与其所含的相关成分有一定关联性。分析还显示，维 C 银翘片的使用存在超说明书使用现象，表现为未按照说明书推荐的用法用量使用，同时合并使用与维 C 银翘片成分相似的其他药品以及对维 C 银翘片所含成分过敏者用药。对于这一通报，我们认为可以从两个方面来理解：一是从病例分析看，维 C 银翘片的不良反应有相当一部分是由于服用不当造成的，与药物本身无关；二是药品的不良反应通常会加剧行业洗牌，品牌龙头的抗风险能力更强，甚至从替代效应中受益。

贵州百灵是维 C 银翘片的第一品牌，占据了维 C 银翘片的半壁江山。10 年上半年公司将主导的 12 片装规格维 C 银翘片的出厂价上调了 20%至 0.6 元，对短期销量造成了一定冲击，加上不良反应通报的影响，整体销量同比下滑。我们认为公司的维 C 银翘片品牌效应强，消费者基础良好，提价和不良反应的冲击在短期内有望恢复。随着新医疗改革的深入和基层医疗保险覆盖面的扩大，维 C 银翘片未来还有望受益。

## 2. 3、金感胶囊搭载感冒药渠道，快速增长可期

金感胶囊是公司的二线品种中的佼佼者，09 年实现销售收入 5036 万元，07-09 年复合增长率达到 71%，增长情况良好。金感胶囊也是中西结合的抗感冒用药，但成分上与维 C 银翘片不完全相同，在客户定位上也各有偏重，金感胶囊的终端零售价约 13.9 元，主要供应中高端市场，对维 C 银翘片形成了良好的补充。

目前我国有上千家制药企业在生产各类感冒用药，尽管竞争非常激烈，但感冒药主流市场仍然被知名品种所占据，感冒药竞争进入了品牌时代。公司的百灵品牌和维 C 银翘片已经积累了十多年的消费者口碑，并且拥有了非常成熟的营销渠道。因此从成长性上看，金感胶囊完全可以通过搭载维 C 银翘片的营销渠道实现快速放量，并且协同维 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。目前金感胶囊的电视广告也是同咳速停、维 C 银翘片这两个产品一起投放，公司品牌+明星产品的带动效应也有益于金感胶囊的产品推广。我们预计 11 年金感胶囊仍将保持快速增长的态势，成为 OTC 第三个超亿元品种。

## 三、处方药业务是公司未来业绩的主要看点

公司过去的核心优势虽然是 OTC 业务，但近年来随着处方药研发和营销能力的增强，处方药业务显示较好的成长性，尤其是拳头品种银丹心脑通软胶囊，未来更是有望培育成一个大品种，成为公司近年最大的亮点。

银丹心脑通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，07-09 年的复合增长率超过 100%，10 年预计实现销售收入超过 2 亿元，增长超过 60%。

心脑血管药物在我国是排名第 2 的药物类别，销售规模超过全国药物总额的 20%，09 年达到 983 亿元，07-09 年的复合增长达到 18.55%，市场空间非常庞大。而根据 SFDA 标点信息数据显示，心脑血管中成药 09 年的市场规模约 348 亿元，07-09 年复合增长率达到 21.94%，成长性好于心脑血管总体用药市场和医院用药市场的增长情况。从集中度上看，排名前 10 的品牌都为全国性品牌，但市场占有率仅 31.19%，可见市场竞争依然非常激烈。从主要成分和剂型使用看，使用丹参、红参、人参等丹参类药物的依然是主导，其次是银杏、三七、水蛭和灯盏花等；剂型方面占主要优势的则为中药注射剂，是近年来成长性最好的心脑血管药物。伴随着我国人口老龄化的发展，心脑血管中成药的规模还将剧增。

**图 4 2007-2009 我国心脑血管市场规模** 单位：亿元

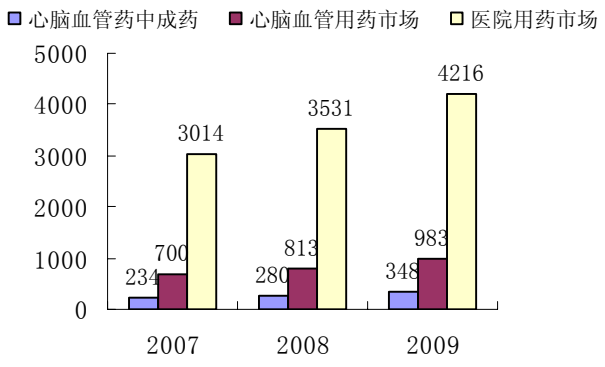
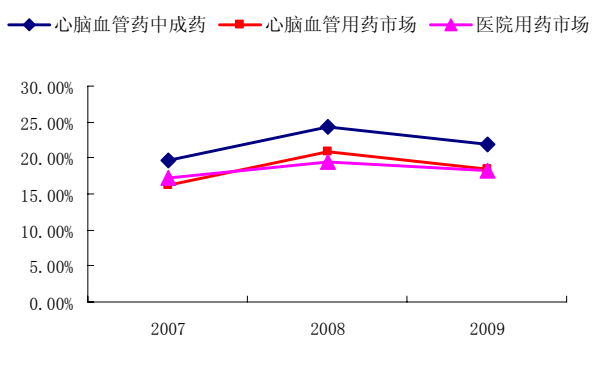



**图 5 2007-2009 我国心脑血管市场增长率**




资料来源：医药经济报，东海证券研究所

银丹心脑通软胶囊是公司 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。与主流的丹参类、银杏叶类、灯盏细辛类、动物药四大类型不同的是，银丹心脑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。另外，银丹心脑通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。

去年四季度之前，受中药材前处理和提取车间的产能限制，公司软胶囊制剂的实际有效产能只有 2 亿粒，而去年上半年银丹心脑通软胶囊的实际销售量已经达到 1.4 亿粒左右，因此去年银丹心脑通软胶囊受限于公司的产能瓶颈问题，并未充分体现出其成长性。今年随着公司募投项目天台山药业 GMP 生产线的建设，银丹心脑通软胶囊新增 12 亿粒的产能开始释放，保持高速增长的产能瓶颈问题得以消除。

此外，公司还加大了处方药营销网络的建设，摈弃过去的纯代理模式，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，并新建了 70 多人团队的北京学术推广中心，通过学术推广的方式探索和加大自营业务的比例。我们预计目前银丹心脑通软胶囊代理和自营的比例已经接近 2:1 左右，随着自营销售队伍的不断扩充，银丹心脑通软胶囊的收入结构将更加优化，收入规模也将持续扩大。

我们认为银丹心脑通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，该品种有望突破现有规模培育成一个大品种。保证银丹心脑通成长性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。综合考虑行业空间和产品特性等因素，我们得出银丹心脑通软胶囊近年将保持高速增长的结论，预计今年增速有望达到 50%左右。

## 四、中药材业务开辟新的利润增长点

我们还可以看到在过去 3 个月的时间里，贵州百灵开始全面进军中药材领域，具体表现为公司的全资子公司医药销售公司与贵州三元太宝和六枝特区农民合作社开展的太子参委托种植合作，与紫云县惠农种植养殖农民合作社开展的山银花委托种植合作，种植面积都为 1 万亩。

贵州有大量的中药道地药材，但由于很多公司都没有形成规模，导致过去几年价格起伏较大，效益欠佳，百灵利用了自有的资金优势确立了向中药产业上游延伸的发展战略，这不仅可以规避公司中药原材料价格上涨的成本风险，也为公司开辟了新的利润增长点，我们看好百灵进军中药材的举措，未来公司有可能继续涉足贵州药材的养殖和种植。

**表 4：公司中药材种植合作情况**

| 合作日期 | 合作方 | 产品 | 种植面积 | 产量（亩） |
|---|---|---|---|---|
| 2010.12.16 | 贵州三元太宝实业股份有限公司 | 太子参 | 1 万亩 | 80 公斤 |
| 2011.1.11 | 与六枝特区道地种养殖农民专业合作社 | 太子参 | 1 万亩 | 100 公斤 |
| 2011.2.16 | 紫云县惠农种植养殖农民专业合作社 | 山银花 | 1 万亩 | 130 公斤 |

资料来源：公司公告，东海证券研究所

## 4. 1、太子参业务将大幅增厚公司业绩

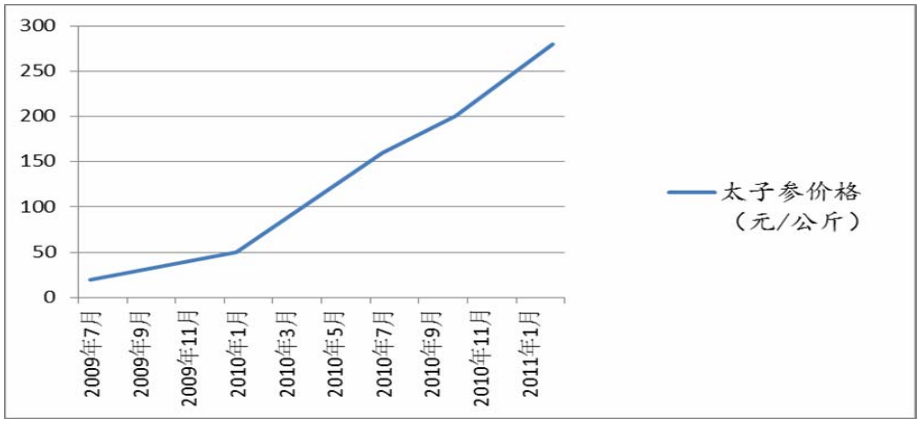
太子参，又名孩儿参、童参。为石竹科多年生草本植物异叶假繁缕的块根，分布于华东，华中，华北，东北和西北等地，药材主产于江苏，山东和安徽等地，目前已被国家卫生部确定列入“可用于保健食品的中药材名单”。

太子参属于越年生植物，一般是秋季栽种，冬季生根，春季开花，主要用于脾气虚弱、胃阴不足的食少倦怠，能益脾气，养胃阴，常配山药和石斛等药材。

中国的太子参有三大产地，分别为福建柘荣、贵州施秉和安徽宣州，其中贵州总产量占全国的 1/3，贵州目前的种植面积大约在 4 万亩左右，我们据此推测全国太子参年均需求量大约为 13-14 万亩。

太子参过去两年价格大幅飙升，从 09 年初的 20 元/公斤上涨到春节前的 280 元/公斤，目前价格已经超过 300 元/公斤，涨幅超过 10 倍，主要原因一是自然灾害，贵州等地区持续发生干旱和冻雨等恶劣天气，造成太子参减产，供给不足；二是游资大批量囤货炒作；两者叠加造成其价格大幅度上涨。

**图 6：2009-2011 年太子参价格情况**




资料来源：太子参信息网 东海证券研究所

由于太子参已经成为公司新的利润增长点，我们也根据掌握的数据对其进行了每股收益的敏感性分析。假设条件:

一、太子参每亩产量按照两个地区的平均量 90 公斤计算

二、考虑种苗价格和种植成本，每亩成本暂按 8000 元计算

如果种植面积在 1 万-2 万亩之间，销售价格在 100-300 元/公斤，每股收益范围波动在 0.04 元-1.61 元之间，我们认为 2011 年由于播种量没有全部覆盖，所以种植面积会在 1.5 万亩以下，预计种植面积和销售均价分别为 1.25 万亩和 175 元/公斤，这样每股收益增加值为 0.42。2012 年随着播种量的全覆盖，种植面积有望达到 1.5 万亩以上，预计种植面积和销售均价分别为 2 万亩和 160 元/公斤，这样其每股收益增加值为 0.55 元。

由于中药材属于周期性波动业务，所以 2011 年动态 PE 估值给予 25 倍，折合每股价格增加 10.5 元。

**表 5：贵州百灵合作的费用支出**

| 与三元太宝合作的费用支出 | 与六支特区合作的费用支出 |
|---|---|
| 第一期（确定种植面积后）支付 5000 元/亩；第二期（除草追肥）支付 1200 元/亩；第三期（完成合同后）支付剩余款项。 | （1）项目的种苗由医药销售公司专人采购交付给合作社，相关的费用由销售公司自行支付，约为 3000 万元/年。<br>（2）自本合同签订之日起，医药销售公司每月支付合作社项目运行费用：人民币十万元整。<br>（3）合作社每月按实际产生用工费用造册登记报医药销售公司，由医药销售公司支付给合作社。<br>（4）次年太子参药材采收完成后，医药销售公司根据合作社具体采收的太子参种植面积一次性补足合作社剩余的种植管理费用。 |

资料来源：公司公告 东海证券研究所

**表 6：贵州百灵每股收益敏感性分析**

| 每亩产量（公斤） | 90 | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 每亩成本（元） | 8000 | | | | | |
| 总股本（亿股） | 2.352 | | | | | |
| | 价格（元/公斤） | | | | | |
| 种植面积（亩） | 100 | 150 | 175 | 200 | 250 | 300 |
| 10000 | 0.04 | 0.23 | 0.33 | 0.43 | 0.62 | 0.81 |
| 12000 | 0.05 | 0.28 | 0.40 | 0.51 | 0.74 | 0.97 |
| 12500 | 0.05 | 0.29 | 0.42 | 0.53 | 0.77 | 1.01 |
| 14000 | 0.06 | 0.33 | 0.46 | 0.59 | 0.86 | 1.13 |
| 16000 | 0.07 | 0.38 | 0.52 | 0.67 | 0.98 | 1.29 |
| 18000 | 0.08 | 0.43 | 0.58 | 0.75 | 1.10 | 1.45 |
| 20000 | 0.09 | 0.48 | 0.64 | 0.83 | 1.22 | 1.61 |

## 4. 2、山银花业务将增加公司远期收入

山银花又名山花，南银花，土忍冬和土银花。它属于木质藤本，长 2～4m，树皮黄褐色渐次变为白色，嫩时有短柔毛。花期 6～9 月，果期 10～11 月。

特征为灰毡毛忍冬呈棒状而销弯，长 3～4.5cm，上部直径 2mm，下部直径 1mm，表面绿棕色至黄白色。总花梗集结成簇，开放者花冠裂片，不及全长之半，质稍硬，手捏之稍有弹性，气清香，味微苦甘。

山银花生于溪边、旷野疏林下或灌木丛中。产于四川、广东、广西、湖南、贵州、云南、安徽、浙江等省区。广西山银花主要分布马山、忻城、都安、田阳、宜山、凌云、资源等县市。

山银花和传统中药材金银花形态相近，但药效以及成分有所不同。金银花抗菌消炎，抗病毒疗效甚佳，例如金感胶囊和银翘解毒丸就是以金银花为主要原料制成的。但金银花产量低，花期短、难采摘，而山银花产量高、花期长、容易采摘。山银花年产量在 1 万吨以上，药材市场上金银花要比山银花贵一倍，山银花价格大约在 50 元/公斤左右，而金银花价格目前已经超过 350 元/公斤。

此次贵州百灵采用的是“公司+基地+农户”订单农业的经营模式，三年的预计投资额为 3000 万元，具体费用支付方式如下:

**表 7：贵州百灵与紫云县合作的费用情况**

| |
|---|
| （1）项目的种苗由公司专人采购交付给合作社，种苗费约为 600 万元，此种苗费为三年的一次性投入。 |
| （2）土地租赁费为 180 元/亩 /年，合同签订后公司以实际种植面积一次性付清给合作社三年的费用。 |
| （3）自本合同签订之日起，公司每月支付合作社种植管理费用（包括合作社运行费用、种植用工费用）：人民币 80 万元（以实际种植面积计算种植管理费用，为 1000 元/亩 /年，公司可以实际情况调整每月支付的种植管理费用）。 |
| （4）合作社每月按实际产生用工费用造册登记报公司，由公司支付给合作社。 |
| （5）山银花药材采收完成后，公司根据合作社具体采收的山银花种植面积一次性补足合作社剩余的种植管理费用。 |

资料来源：公司公告 东海证券研究所

由于山银花花期长，3 年后才可以采摘，所以对公司短期业绩影响不大，但我们认为这 1 万亩山银花的合作种植一来可以增加公司远期的销售收入，二来可以降低公司的生产成本，解决价格日益高企的中药材采购问题，有利于公司业绩的可持续增长。

# 五、苗药整合预期较为强烈

贵州省是我国四大地道药材基地之一，中药材种类仅次于云南、四川和广西，全国重点普查的 363 个重要中药材品种中，贵州就有 326 种，占 89.8%，中药材资源极其丰富。

苗药是我国六大民族药之一，从广义上属于中医药的组成部分。贵州省的苗族人口有 400 多万，占全国苗族总人口的 50%以上，依托贵州丰富的名贵中药材资源，苗药产业已经成为贵州省主导产品之一。目前全省以生产苗药为主的制药企业已经超过 70 家，占全省制药企业的 38%，诞生了贵州百灵、益佰制药、神奇制药、同济堂制药、汉方息烽药业等知名企业。全省共有药品批准文号 500 多个品种，其中苗药批准文号达 154 个，均为全国独家生产品种，如百灵的苗药品种有 7 个，拳头产品包括咳速停系列和银丹心脑通软胶囊等。虽然贵州苗药产业拥有着得天独厚的先天条件，但目前仍呈现多而散的格局，很多苗药企业只有数千万的销售规模，整个行业亟需整合，以进一步壮大实力。

贵州省“十二五”规划中明确提出，今后几年贵州将积极引导企业重组整合，支持医药企业按照市场规范，鼓励支持组建贵州苗药集团等二至三家大型制药企业集团，培育年产值超 5 亿元以上的制药企业 15 家；力争到 2015 年，全省民族医药产业实现工业总产值 500 亿元，投资 200 亿元以上。由此可见，贵州省政府正在积极扶持苗药企业的整合发展，而已有的苗药龙头企业将有望在这一进程中获得政策倾斜和资金支持。

公司是我国最大的苗药生产、研发企业之一，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，公司超募了 11 亿元资金，又在苗药领域具备先发优势，在贵州省政府扶持苗药整合的大环境下，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。

# 六、盈利预测与估值

## 6.1 关键假设

1）预计OTC业务保持平稳增长：咳速停糖浆（及胶囊）平稳增长，VC银翘片恢复性增长，金感胶囊快速增长；

2）预计银丹心脑通软胶囊产能瓶颈解决保持快速增长；

3）预计太子参业务11年增厚公司业绩0.42元，12年增厚0.55元；

**表8：公司盈利预测**

| 主要产品 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|---|---|---|---|---|---|
| **咳速停糖浆及胶囊** | 18,870 | 18,678 | 20,546 | 22,600 | 24,860 |
| 增长率 | 35.79% | -1.00% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 毛利率 | 56.80% | 53.70% | 47.00% | 46.00% | 45.00% |
| **维C银翘片** | 19,058 | 26,150 | 24,843 | 27,327 | 29,513 |
| 增长率 | 43.18% | 37.20% | -5.00% | 10.00% | 8.00% |
| 毛利率 | 16.50% | 19.10% | 35.80% | 34.00% | 33.00% |
| **银丹心脑通软胶囊** | 9,958 | 12,454 | 20,923 | 31,384 | 43,938 |
| 增长率 | 133.47% | 25.10% | 68.00% | 50.00% | 40.00% |
| 毛利率 | 78.60% | 80.70% | 83.50% | 83.50% | 83.50% |
| **金感胶囊** | 4,170 | 5,036 | 7,050 | 9,871 | 13,819 |
| 增长率 | 103.35% | 20.80% | 40.00% | 40.00% | 40.00% |
| 毛利率 | 72.80% | 75.40% | 82.00% | 82.00% | 82.00% |
| **其他** | 8,680 | 11,132 | 13,318 | 14,650 | 16,115 |
| 增长率 | -50.59% | 28.30% | 19.64% | 10.00% | 10.00% |
| 毛利率 | 41.80% | 43.20% | 45.68% | 45.00% | 45.00% |
| **销售合计** | 60,736 | 73,450 | 86,680 | 105,832 | 128,245 |
| 增长率 | 52.60% | 20.93% | 18.01% | 22.10% | 21.18% |
| **毛利合计** | **28,354** | **33,681** | **47,885** | **60,579** | **76,198** |
| **毛利率** | **46.68%** | **45.86%** | **55.24%** | **57.24%** | **59.42%** |

资料来源：公司公告、东海证券研究所

## 6.2 盈利预测与估值

我们预测公司2011-2012年的EPS分别为0.96元、1.28元（不含太子参），考虑太子参业务11-12年增厚EPS0.42元、0.55元，预计公司2011-2012年EPS分别为1.38元、1.83元，给予公司6个月目标价44.1元和“买入”评级。

**表9：公司盈利预测与重要数据**

| 盈利预测及市场重要数据 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入(万元) | 60736 | 73452 | 86682 | 105834 | 128248 |
| 增长率 | 36.1% | 20.9% | 18.0% | 22.1% | 21.2% |
| 营业利润(万元) | 9941 | 13081 | 18876 | 26268 | 34908 |
| 增长率 | 15.1% | 31.6% | 44.3% | 39.2% | 32.9% |
| 净利润(万元) | 8030 | 11167 | 16086 | 22668 | 30012 |
| 增长率 | 11.7% | 39.1% | 44.1% | 40.9% | 32.4% |
| 每股净资产（元） | 2.39 | 3.40 | 7.84 | 8.77 | 10.04 |
| 每股收益（元） | 0.73 | 1.02 | 0.68 | 0.96 | 1.28 |
| 市盈率（P/E） | 0.0 | 0.0 | 51.9 | 36.8 | 27.8 |
| 市净率（P/B） | 0.0 | 0.0 | 4.5 | 4.0 | 3.5 |
| EV/EBITDA | 75.6 | 60.2 | 52.9 | 33.0 | 30.9 |

资料来源：公司公告、东海证券研究所

## 6. 3 风险提示

1、核心产品增速不达预期风险

2、中药材业务价格波动风险

## 附表:

| 资产负债表(万元) | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 现金及现金等价物 | 1844 | 3540 | 20521 | 173578 | 107574 | 126600 |
| 应收款项 | 23843 | 27779 | 30134 | 34435 | 42044 | 50948 |
| 存货净额 | 10847 | 9874 | 8973 | 31185 | 19855 | 25170 |
| 其他流动资产 | 2002 | 5323 | 9633 | 26005 | 31750 | 38474 |
| **流动资产合计** | **38536** | **46515** | **69261** | **265203** | **201223** | **241193** |
| 固定资产 | 7956 | 7845 | 8556 | 12160 | 13875 | 15761 |
| 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 |
| **资产总计** | **49855** | **58347** | **81990** | **281433** | **219066** | **260919** |
| 短期借款及交易性金融负债 | 23240 | 21720 | 28060 | 85829 | (8255) | 104855 |
| 应付款项 | 3782 | 6456 | 9044 | 12474 | 11463 | 13118 |
| 其他流动负债 | 4324 | 3655 | 7347 | 9772 | 11576 | 13508 |
| **流动负债合计** | **31346** | **31831** | **44451** | **108074** | **14784** | **131481** |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 241 | 241 | 98 | 45971 | 45971 | 45971 |
| **长期负债合计** | **241** | **241** | **98** | **45971** | **45971** | **45971** |
| **负债合计** | **31587** | **32072** | **44548** | **154045** | **60755** | **177451** |
| 少数股东权益 | 23 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 18246 | 26275 | 37442 | 183528 | 206195 | 236208 |
| **负债和股东权益总计** | **49855** | **58347** | **81990** | **337572** | **266950** | **413659** |
| **利润表(万元)** | **2007** | **2008** | **2009** | **2010E** | **2011E** | **2012E** |
| **营业收入** | **44620** | **60736** | **73452** | **86682** | **105834** | **128248** |
| 营业成本 | 22918 | 32377 | 39786 | 38796 | 45254 | 52049 |
| 营业税金及附加 | 441 | 587 | 724 | 347 | 423 | 513 |
| 销售费用 | 9126 | 12343 | 14421 | 21844 | 26670 | 32062 |
| 管理费用 | 2483 | 3919 | 4070 | 5461 | 6562 | 7695 |
| 财务费用 | 895 | 1536 | 1335 | 1359 | 658 | 1021 |
| 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 | 18876 | 26268 | 34908 |
| 营业外净收支 | 109 | (257) | 64 | 400 | 400 | 400 |
| **利润总额** | **8749** | **9684** | **13145** | **19276** | **26668** | **35308** |
| 所得税费用 | 1549 | 1654 | 1978 | 3190 | 4000 | 5296 |
| 少数股东损益 | 9 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

| 归属于母公司净利润 | 7191 | 8030 | 11167 | 16086 | 22668 | 30012 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 现金流量表(万元) | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 净利润 | 7191 | 8030 | 11167 | 16086 | 22668 | 30012 |
| 资产减值准备 | 98 | (40) | 20 | (78) | 0 | 0 |
| 折旧摊销 | 1240 | 1319 | 1351 | 957 | 1314 | 1751 |
| 公允价值变动损失 | (98) | (58) | (78) | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 895 | 1536 | 1335 | 1359 | 658 | 1021 |
| 营运资本变动 | (28417) | (4356) | 383 | 8765 | (1231) | (17357) |
| 其它 | (89) | 40 | (20) | 78 | 0 | 0 |
| 经营活动现金流 | (20075) | 4934 | 12823 | 25807 | 22751 | 14406 |
| 资本开支 | (9266) | (1094) | (2022) | (4380) | (2926) | (3535) |
| 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (9566) | (1677) | (2022) | (4380) | (2926) | (3635) |
| 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 130000 | 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 | 31485 | (1562) | 6180 | 113889 | 77574 | 96600 |
| 融资活动现金流 | 31485 | (1562) | 6180 | 243889 | 77574 | 96600 |
| 现金净变动 | 1844 | 1696 | 16981 | 265316 | 97399 | 107372 |
| 货币资金的期初余额 | 0 | 1844 | 3540 | 20521 | 173578 | 107574 |
| 货币资金的期末余额 | 1844 | 3540 | 20521 | 285837 | 270977 | 214946 |
| 企业自由现金流 | 0 | 7323 | 14101 | 22228 | 20044 | 11400 |
| 权益自由现金流 | 0 | 0 | 20281 | 134982 | 97059 | 107132 |

## 作者简介

**屈跃：**东海证券医药行业分析师，中山大学硕士，主要研究中药 OTC、化学原料药、医疗器械及医药商业板块。重点跟踪公司：华北制药、贵州百灵、紫光古汉等。

**李伟志：**东海证券医药行业高级分析师，英国理学优秀硕士，拥有四年证券行业从业经历，对医药上市公司的核心竞争力和投资价值研究较深，主要负责中药和生物制药子行业的研究。重点跟踪公司：康恩贝，仁和药业，胜利股份，丰原药业，兰生股份等。

**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、升华拜克等。

## 评级定义

**市场指数评级**
看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

**行业指数评级**
超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

**公司股票评级**
买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

## 风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

## 免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，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，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。本报告可能因时间等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。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。

## 资格说明

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，已经具备证券投资咨询业务资格。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。

## 联系方式



| 北京　东海证券研究所 | 上海　东海证券研究所 |
|---|---|
| 中国　北京　100089 | 中国　上海　200122 |
| 西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F | 世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F |
| 电话：（8610）　66216231 | 电话：（8621）　50586660 |
| 传真：（8610）　59707100 | 传真：（8621）　50819897 |