



分析师

孙伟娜

电话: 010-88085269

Email: sunweina@hysec.com

贵州百灵



新股投资价值研究报告

三大竞争力打造一流苗药品牌

公司数据

发行前总股本	11,000 万股
本次发行股数	3,700 万股
发行后总股本	14,700 万股
发行前每股净资产	3.4 元
净资产收益率	34.88%

公司股东为姜伟、姜勇、张锦芬 3 位自然人，发行后持股比例分别为 52.73%、11.05% 和 11.05%。

宏源证券研究所

分析师: 孙伟娜

E-mail: sunweina@hysec.com

Tel: 010-88085269

销售经理:

曾利洁

Email: zenglijie@hysec.com

Tel: 010-88085790

雷增明

Email: leizengming@hysec.com

Tel: 010-88085989

刘爽

Email: liushuang@hysec.com

Tel: 010-88085798

李晔

Email: liye@hysec.com

Tel: 010-88085956

投资要点:

- **独特的苗药生产民营企业，产品极大丰富。**贵州百灵拥有的专利苗药数量全国第一，公司产品覆盖止咳化痰、感冒、心脑血管用药等，拥有批文 107 个，其中《国家基本药物目录(09)》48 个，《医保目录(09)》44 个。药品专利 16 项。苗药收入占比 50%，有咳速停糖浆（及胶囊）、银丹心脑通软胶囊、泻停封胶囊、感清糖浆、复方一枝黄花喷雾剂等。目前正在推出二线品种姜酚胶丸、小儿柴桂退热颗粒、骨力胶囊等。
- **咳速停、维 C 银翘片优势明显，稳定增长。**作为咳嗽和感冒药，其所在市场竞争虽然比较激烈，但这两个主打产品在国内市场份额已居第四，并且具备独特的苗药优势和价格优势，能维持稳定增长。
- **银丹心脑通软胶囊是未来增速最快的品种。**心脑血管中成药是基数最大、增长较快的大领域，银丹心脑通具备苗药独家特色，心脑血管同治，近三年年均增长率达到 109.32%，目前市场份额还较小，但增速很快，预计未来 3 年年增速 50% 左右。
- **OTC 和处方药营销能力都很强。**OTC 销售采取四级管理体系，与全国 200 多家主流经销商、900 家地市级经销商和 100 多家大型连锁药房建立良好关系，设立 31 个省级办事处，300 多地级联络点。处方药销售网络也加快，已开发二甲以上医院 900 多家。
- **乙肝新药 Y101 将成为未来重磅产品。**目前治疗乙肝的药物核苷类和干扰素效果都不理想，Y101 是从传统苗药马蹄金中提取的马蹄金素，查阅资料和专利未发现类似结构，鸭肝实验没有反跳现象，疗效优良，准备申报临床，具有良好的市场前景。
- **募集资金用于扩大生产规模，提高公司研发和销售能力。**本次募集资金将用于天台山药业扩大主打产品及重点二线产品的产能；用于 GAP 种植基地的建设规避原料供应风险，还将用于技术中心建设项目和营销网络建设项目。
- **合理价值在 35.36~40.56 元之间。**考虑到公司产品独特的苗药特色以及优良的业绩成长性，综合相对估值和绝对估值的结果，我们给予贵州百灵 2010 年 34.00~39.00 倍 PE，则公司 2010 年估值区间在 35.36~40.56 元之间；对应 2009 年扣除非经常性损益后的摊薄 EPS0.76 元，则摊薄市盈率为 46.53~53.37 倍。

主要经营指标(万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	60,736	73,452	88,660	108,954	132,322
同比增长率	36.1%	20.9%	20.7%	22.9%	21.4%
净利润	8,030	11,167	15,337	19,639	24,780
同比增长率	11.7%	39.1%	37.3%	28.0%	26.2%
每股收益(元)	0.73	1.02	1.04	1.34	1.69
每股收益(摊薄,元)	0.55	0.76	1.04	1.34	1.69
净资产收益率(扣除非经常性损益前后孰低)	36.07%	34.88%	9.1%	10.9%	12.6%

目录

1 公司概况	4
1.1 历史沿革	4
1.2 股权结构及发行概况	5
2 公司主要产品分析	6
2.1 产品涵盖咳嗽感冒心脑血管药，苗药收入占 50%，毛利贡献占 64%	6
2.2 咳速停糖浆(及胶囊)：市场份额第四，增速平稳	7
2.2.1 止咳化痰药品种多，中成药增速高于化学药	7
2.2.2 咳速停的市场份额第四	8
2.2.3 咳速停糖浆(及胶囊)具苗药特色，未来增速 10%以上	9
2.3 维 C 银翘片：市场份额第四，未来增速 15%	9
2.3.1 中西结合感冒药增速最快	9
2.3.2 维 C 银翘片市场份额第四	10
2.3.3 维 C 银翘片日服价格最低，未来增速 15%	11
2.4 银丹心脑血管通软胶囊：苗药特色、心脑血管同治	12
2.4.1 心脑血管中成药增速高于化学药	12
2.4.2 银丹心脑血管通软胶囊心脑血管同治、未来增速 50%	13
2.5 金感胶囊：毛利率高	14
3 公司三大竞争力分析	15
3.1 独特的苗药优势	15
3.2 营销优势	17
3.3 研发优势	17
3.3.1 研发费用持续增长	17
3.3.2 新药 Y101 市场前景较好	18
4 公司财务分析	19
4.1 盈利能力居行业前列	19
4.2 资产结构合理	19
4.3 营运能力优良	20
5 募投项目将解决产能瓶颈、提升核心竞争力	20
6 盈利预测与估值	22
6.1 产品收入预测	22
6.2 相对估值	23
6.3 DCF 估值	23
7 风险因素	24
附录：财务报表预测(单位：元)	25

图表目录

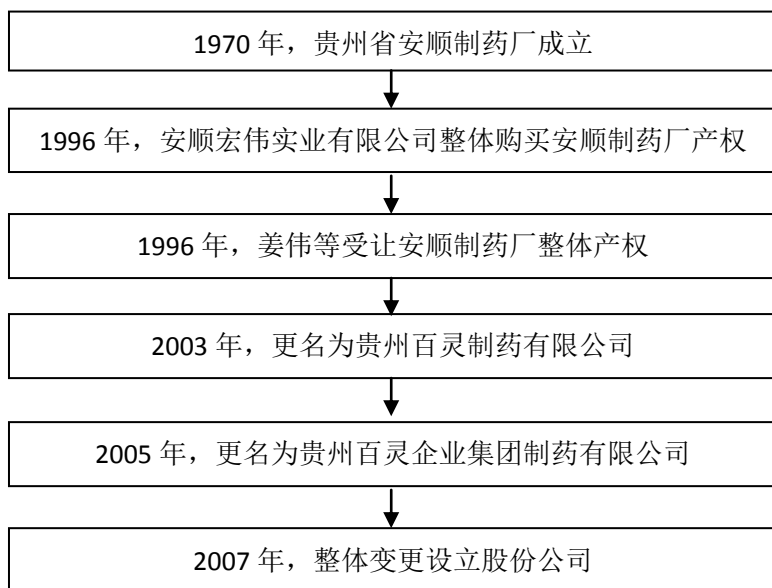
表 1: 公司发行前后股权结构	5
表 2: 贵州百灵主要产品及规模	6
表 3: 贵州百灵产品线宽度	6
表 4: 2008-2009 年我国止咳化痰中成药前八品种终端市场规模及增速 (亿元)	8
表 5: 2006-2009 年我国止咳化痰中成药前八品种终端市场份额	9
表 6: 2008-2009 年我国感冒用药市场前十品牌规模 (亿元)	11
表 7: 2009 年我国主要感冒药品牌的价格分布表	11
表 8: 2008-2009 年我国心脑血管中成药前十品牌终端市场规模 (亿元)	14
表 9: 2006-2009 年我国心脑血管中成药前十品牌终端市场份额	14
表 10: 贵州前 5 位苗药企业 2007-2008 销售规模及增长率	16
表 11: 贵州前 4 位苗药企业苗药品种数量	16
表 12: 苗药主要品种 2008-2009 销售额及增速 (亿元)	16
表 13: 公司研发费用及占营业收入比例	18
表 14: 2009 年公司主要剂型产能利用率	21
表 15: 募集资金投向	21
表 16: 公司产品收入及毛利率预测表 (单位: 元)	22
表 17: 同类公司 EPS 及市盈率比较	23
表 18: DCF 估值假设条件	23
表 19: DCF 估值敏感性分析 (单位: 元)	24
图 1: 公司历史沿革示意图	4
图 2: 公司发行前股权、参股及关联方结构图	5
图 3: 2009 年贵州百灵产品收入占比	7
图 4: 2009 年贵州百灵产品毛利润占比	7
图 5: 贵州百灵主营业务收入及增长率预测	7
图 6: 贵州百灵净利润及增长率预测	7
图 7: 2005-2009 我国止咳化痰药终端市场规模及增速	8
图 8: 2005-2009 我国止咳化痰中成药终端规模及增速	8
图 9: 2005-2009 年感冒药终端市场规模及增速	10
图 10: 2005-2009 年我国感冒药类别份额分布	10
图 11: 2005-2009 年我国感冒药类别份额增速	10
图 12: 2005-2009 年维 C 银翘片的市场规模及增速	12
图 13: 2008-2012 年我国感冒用药市场规模与增速预测	12
图 14: 2005-2009 年我国心脑血管药市场规模及增速	12
图 15: 2005-2009 年我国心脑血管药类别份额分布	12
图 16: 2008-2012 我国心脑血管中成药终端市场规模与增长率预测	13
图 17: 公司金感胶囊收入及增速预测	15
图 18: 公司金感胶囊毛利率变化	15
图 19: 同类公司 2008 综合毛利率比较	19
图 20: 同类公司 2008 年加权 ROE 比较	19
图 21: 同类公司 2008 年流动资产占总资产比例比较	20
图 22: 同类公司 2008 年资产负债率比较	20
图 23: 同类公司 2008 年存货周转率比较	20
图 24: 同类公司 2008 年应收账款周转率比较	20

1 公司概况

1.1 历史沿革

贵州百灵企业集团制药股份有限公司是我国最大的苗药研发、生产企业之一，在册员工 1936 人。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。公司产品覆盖止咳化痰用药、感冒用药、心脑血管用药等中成药，主要产品为咳速停糖浆（及胶囊）、维 C 银翘片、银丹心脑通软胶囊、金感胶囊等，其中维 C 银翘片、银丹心脑通软胶囊为医保目录（2009）品种。公司及全资子公司天台山药业现拥有药品批准文号 107 个，剂型 12 种，其中入选《国家基本药物目录（基层 2009 年版）》的品种 48 个，入选《医保目录（2009 年版）》的品种 44 个。公司拥有药品发明专利 16 项，尚有 18 项药品发明专利申请已获得受理，正处于审查公示阶段。

图 1：公司历史沿革示意图



资料来源：公司招股说明书、宏源证券研究所

公司的“百灵鸟及图”商标为中国驰名商标，2007 年度为贵州省十佳著名商标企业；公司连续五年获得国家级“守合同、重信用”单位称号；公司为 2006 年度中国医药行业纳税 100 强企业，2006 年获贵州省 A 级纳税信用等级证书，2005 年度为贵州省纳税五十强企业；2005 年公司银丹心脑通软胶囊产业化项目获贵州省优秀技术创新项目一等奖，2008 年本公司被贵州省科技厅等主管机关认定为“高新技术企业”，2009 年 11 月公司药物技术中心被国家发展改革委员会、科技部、财政部、海

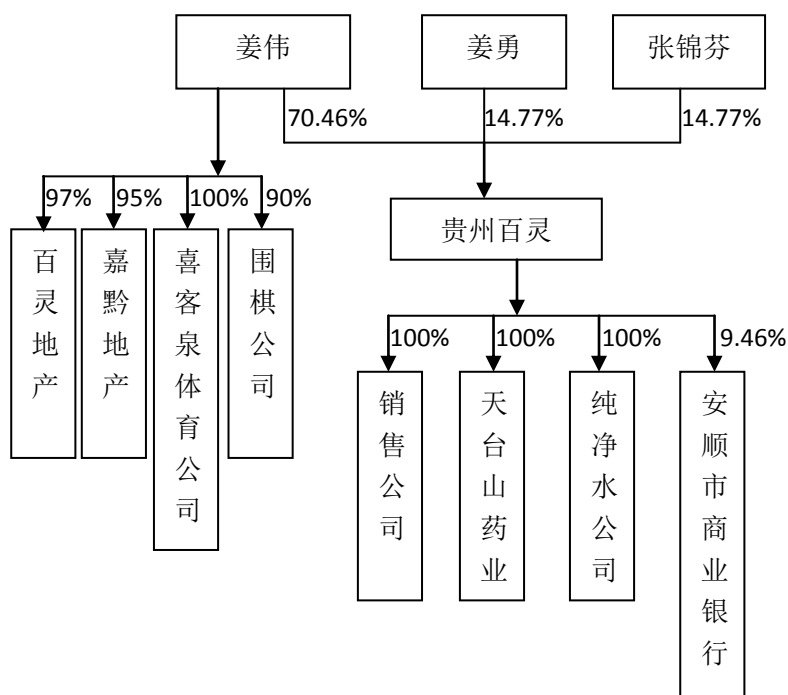
关总署、国家税务总局联合确定为国家认定企业技术中心；2009 年 2 月本公司被贵州省环境保护局授予“贵州省环境友好企业”的称号；2009 年 7 月公司被科学技术部、国务院国资委、中华全国总工会联合确定为“创新型试点企业”；2009 年公司被贵州省科技厅确定为“贵州省知识产权试点单位”。

1.2 股权结构及发行概况

贵州百灵的股权结构非常简单，股东为 3 名自然人，姜伟、姜勇、张锦芬，持有公司股权比例分别为 70.46%、14.77%和 14.77%。

本次发行前，公司总股本为 11,000 万，本次发行 3,700 万股，占发行后总股本的 25.17%。发行后，姜伟、姜勇、张锦芬持股比例变为 52.73%、11.05%和 11.05%。

图 2：公司发行前股权、参股及关联方结构图



资料来源：公司招股说明书、宏源证券研究所

表 1：公司发行前后股权结构

股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构		锁定限制及期限
	股数(股)	比例	股数(万股)	比例	
姜伟	7,750.6	70.46%	7,750.6	52.73%	自上市之日起 锁定 36个月
姜勇	1,624.7	14.77%	1,624.7	11.05%	
张锦芬	1,624.7	14.77%	1,624.7	11.05%	
本次发行股份			3,700	25.17%	
合计	11,000	100%	14,700	100%	

资料来源：公司招股说明书、宏源证券研究所

2 公司主要产品分析

2.1 产品涵盖咳嗽感冒心脑血管药，苗药收入占 50%，毛利贡献占 64%

公司产品众多，其中拥有自主知识产权的苗药产品销售额占药品工业收入的比例为 50%左右，苗药产品的代表品种有咳速停糖浆（及胶囊）、银丹心脑血管通软胶囊、泻停封胶囊、感清糖浆、复方一枝黄花喷雾剂、胆炎康胶囊等。咳速停糖浆（及胶囊）、维 C 银翘片、银丹心脑血管通软胶囊、金感胶囊是规模最大的 4 个一线品种，其中咳速停和银丹心脑血管通软胶囊是苗药。目前公司正在积极推出后续品种姜酚胶丸（软胶囊剂）、小儿柴桂退热颗粒、骨力胶囊、胆炎康胶囊，产品线进一步丰富。公司产品以 OTC 为主，品种数量占到总数的 90%以上，所实现的销售额占公司销售总额的 85%以上。

表2：贵州百灵主要产品及规模

药品名称	用途	类型	2009 销售额（万元）	占公司药品工业收入的比例（%）
咳速停糖浆（及胶囊）	止咳化痰	OTC	18,678.37	26.00
维 C 银翘片	感冒药	OTC	26,150.47	36.40
金感胶囊	感冒药	OTC	5,036.51	7.01
银丹心脑血管通软胶囊	心脑血管中成药	处方药	12,454.22	17.34
合计			62,319.57	86.75

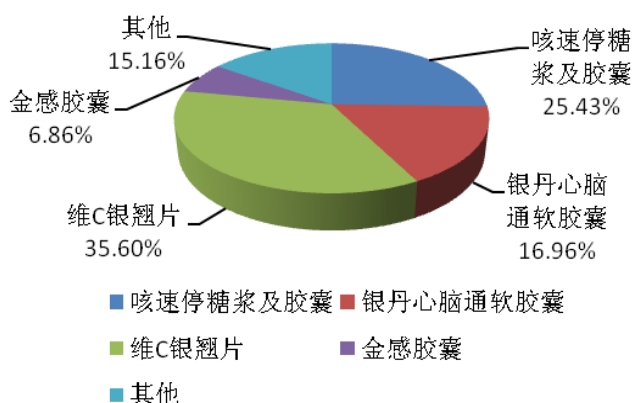
资料来源：公司招股说明书、宏源证券研究所

表 3：贵州百灵产品线宽度

分类	药品名称	类型
止咳化痰中成药	咳速停糖浆（及胶囊）	OTC
	咳立停糖浆、苑叶止咳糖浆、消咳颗粒	OTC
	复方岩白菜素片	处方药
感冒药	维 C 银翘片	OTC
	金感胶囊	OTC
	感清糖浆	OTC
心脑血管中成药	银丹心脑血管通软胶囊	处方药
骨质疏松中成药	骨力胶囊	处方药
风湿类中成药	姜酚胶丸	处方药
清热解毒中成药	黄连上清片、牛黄解毒片、复方一枝黄花喷雾剂	OTC
胃炎胃溃疡中成药	陈香露白露片、木香顺气丸	OTC
胆囊疾病中成药	胆炎康胶囊	OTC
止泻中成药	泻停封胶囊	OTC

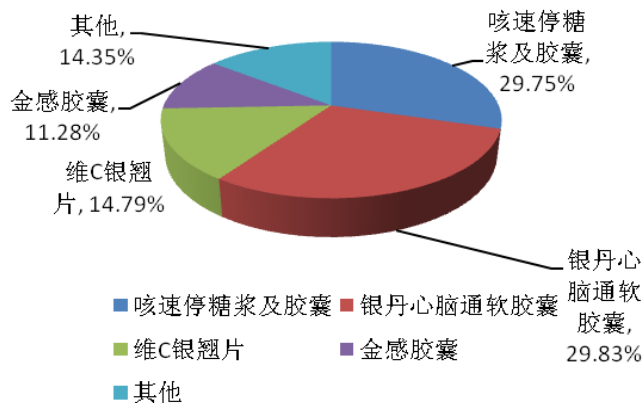
资料来源：公司招股说明书、宏源证券研究所

图 3：2009 年贵州百灵产品收入占比



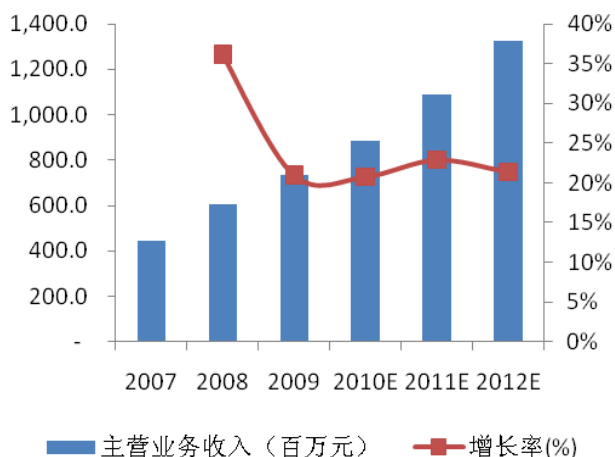
资料来源：公司招股说明书、宏源证券研究所

图 4：2009 年贵州百灵产品毛利润占比



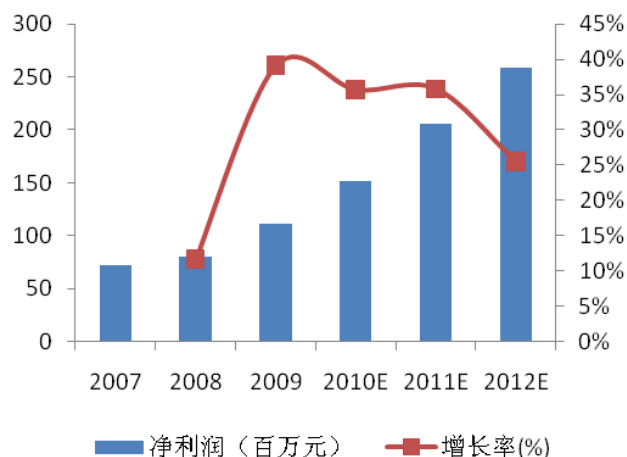
资料来源：公司招股说明书、宏源证券研究所

图 5：贵州百灵主营业务收入及增长率预测



资料来源：公司招股说明书、宏源证券研究所

图 6：贵州百灵净利润及增长率预测



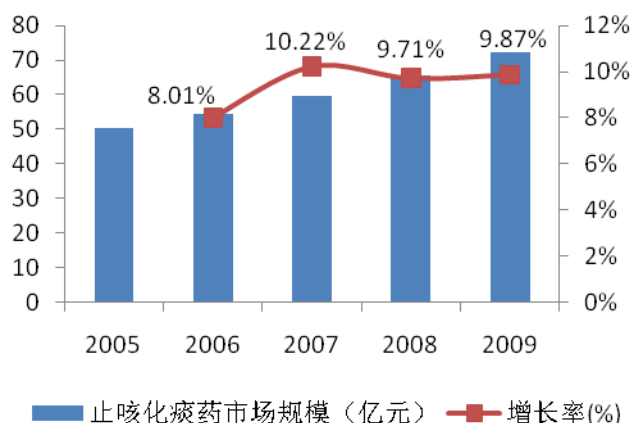
资料来源：公司招股说明书、宏源证券研究所

2.2 咳速停糖浆(及胶囊)：市场份额第四，增速平稳

2.2.1 止咳化痰药品种多，中成药增速高于化学药

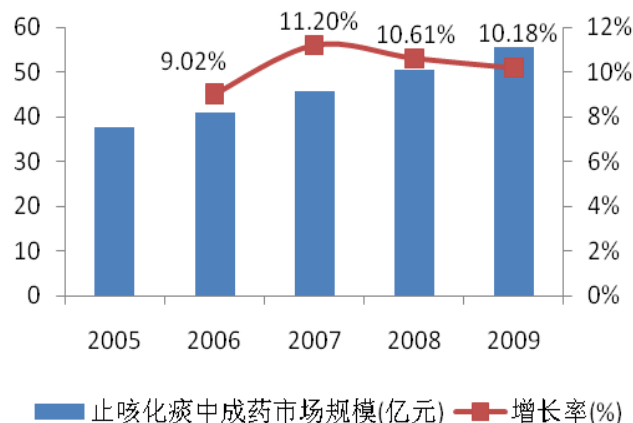
据卫生部统计，我国每年有近 3 亿人感染呼吸系统疾病，其中咳嗽患者达 5 千多万人。2009 年我国止咳化痰药总体终端市场规模 72.06 亿元，4 年来复合年平均增长率为 9.45%，同类品种众多。其中止咳化痰中成药占了大约 3/4 的比重，终端市场规模达 55.59 亿元，2005~2009 年市场规模复合年平均增长率 10.25%。总体来说，止咳化痰中成药的市场成长性好于化学药。

图 7：2005-2009 我国止咳化痰药终端市场规模及增速



资料来源：南方医药经济研究所、宏源证券研究所

图 8：2005-2009 我国止咳化痰中成药终端规模及增速



资料来源：南方医药经济研究所、宏源证券研究所

2.2.2 咳速停的市场份额第四

我国止咳化痰中成药品种很多，竞争激烈。2009 年终端市场销售额排在首位的是香港京都念慈菴制药的念慈菴蜜炼川贝枇杷膏，市场规模达 12.84 亿元；排在第二位的是太极集团的太极急支糖浆，终端市场规模 4.04 亿元，前两个品种销售额均有一定增长；贵州百灵制药的咳速停糖浆和胶囊排在第四位，终端市场规模 2.82 亿元，较上年保持稳定。2009 年销售额排名前八位品种合计的终端销售额为 31.96 亿元，占整个止咳化痰中成药的比例为 57.49%。

从前八品种的市场份额可以看出，除了念慈菴蜜炼川贝枇杷膏市场份额超过 20%，其它跟随品种之间市场份额差距不大，还没有非常强势品种，前八位品种的市场规模近三年来市场集中度不断降低，说明该市场竞争越来越充分和激烈，也意味着每个品种都有发挥的市场空间。

表 4：2008-2009 年我国止咳化痰中成药前八品种终端市场规模及增速（亿元）

排序	药名	厂家	2008 年	08 年增长率	2009 年	09 年增长率
1	念慈菴蜜炼川贝枇杷膏	香港京都念慈菴制药	11.95	-2.21%	12.84	7.43%
2	太极急支糖浆	太极集团	3.99	-2.94%	4.04	1.24%
3	潘高寿止咳系列	广州潘高寿药业	3.13	-6.15%	3.27	4.33%
4	咳速停系列	贵州百灵制药	2.82	11.55%	2.82	-0.01%
5	一力咳特灵	广州白云山制药总厂	2.54	10.15%	2.77	8.91%
6	神奇止咳露	贵州神奇药业	2.41	2.94%	2.31	-4.27%
7	百令胶囊	杭州中美华东医药	2.17	15.28%	2.66	22.72%
8	克咳系列	贵州益佰制药	1.22	-9.94%	1.26	3.28%
前八个产品合计			30.23	0.51%	31.96	5.72%

资料来源：南方医药经济研究所、宏源证券研究所

表 5：2006-2009 年我国止咳化痰中成药前八品种终端市场份额

排序	药名	厂家	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
1	念慈菴蜜炼川贝枇杷膏	香港京都念慈菴制药	27.35%	26.78%	23.36%	23.09%
2	太极急支糖浆	太极集团	10.58%	9.01%	7.80%	7.27%
3	潘高寿止咳系列	广州潘高寿药业	7.61%	7.32%	6.13%	5.87%
4	咳速停系列	贵州百灵制药	5.38%	5.55%	5.52%	5.07%
5	一力咳特灵	广州白云山制药总厂	4.97%	5.06%	4.98%	4.98%
6	神奇止咳露	贵州神奇药业	5.88%	5.13%	4.71%	4.15%
7	百令胶囊	杭州中美华东医药	4.18%	4.12%	4.24%	4.79%
8	克咳系列	贵州益佰制药	3.61%	2.96%	2.38%	2.27%
合计			69.56%	65.95%	59.12%	57.49%

资料来源：南方医药经济研究所、宏源证券研究所

2.2.3 咳速停糖浆(及胶囊)具苗药特色，未来增速 10%以上

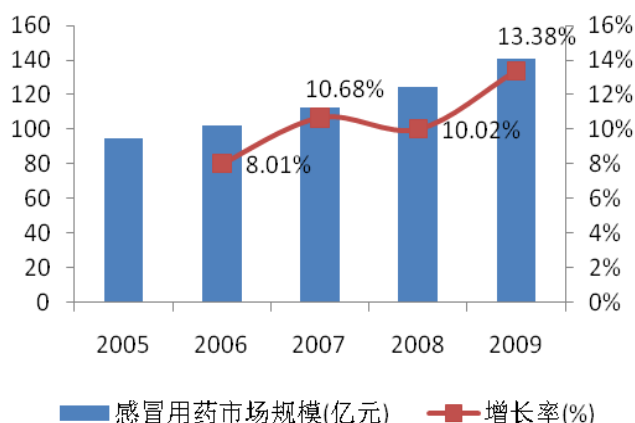
随着近年来气候多变、流感频发，以及国家新医改政策的大力投入等因素影响，预计未来三年我国止咳化痰中成药市场规模年增长率将在 10%左右。咳速停糖浆（及胶囊）的主要成分为吉祥草、黄精、百尾参、虎耳草、桑白皮等，其中吉祥草、百尾参和虎耳草为贵州地区主产的中药材，具有浓郁的苗药特色，该产品与同类品种比较，在处方、工艺、制剂、疗效等几方面都有明显的竞争优势，但由于市场竞争激烈，预计未来三年市场增长率维持在 10%以上。苗药的特色优势我们将在后文详细说明。

2.3 维 C 银翘片：市场份额第四，未来增速 15%

2.3.1 中西结合感冒药增速最快

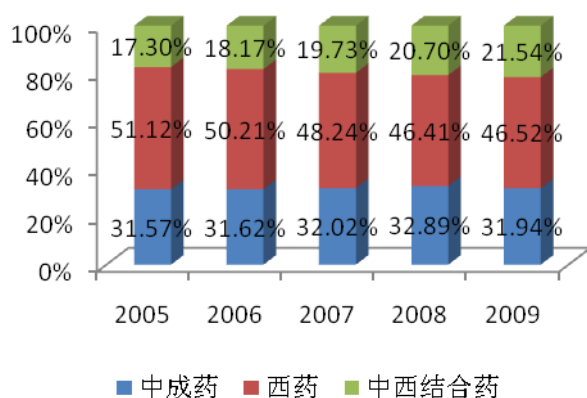
2005～2009 年来我国感冒药市场规模的复合年平均增长率为 10.06%，2009 年达到 140.73 亿，市场规模相当大并且稳定增长。我国感冒药市场西药与中药市场格局相对稳定，相对于西药和中成药来说，中西结合药的感冒药市场增长最快，如维 C 银翘片、三九感冒灵等。据 39 健康网调查：在感冒药的选择上有 43%的患者选择中西结合感冒药，32%的患者选择西药，25%的患者选择中成药。可见，选择中西结合感冒药的消费者最多。从三类药份额的增速来看，中西结合感冒药的份额增速明显高于中成药和西药，贵州百灵的维 C 银翘片及金感胶囊均为中西结合的感冒药，对今后的发展较为有利。

图 9：2005-2009 年感冒药终端市场规模及增速



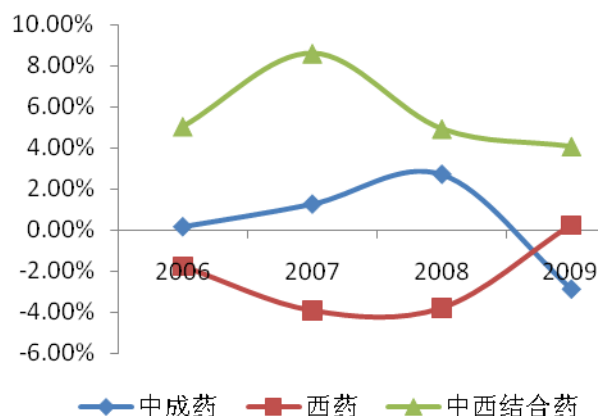
资料来源：南方医药经济研究所、宏源证券研究所

图 10：2005-2009 年我国感冒药类别份额分布



资料来源：南方医药经济研究所、宏源证券研究所

图 11：2005-2009 年我国感冒药类别份额增速



资料来源：南方医药经济研究所、宏源证券研究所

2.3.2 维 C 银翘片市场份额第四

我国感冒药市场大品牌辈出，2009 年终端市场销售额排名前十的品牌均超过 1.5 亿元。前十品牌包括西药有 6 个，中成药 2 个，中西结合药 2 个。贵州百灵制药的维 C 银翘片终端销售额排名第四位，达到 6.06 亿元，2009 年增速达到 37.19%，为前十品牌增速最高，如只看中西结合感冒药，其销售额仅次于 999 感冒灵系列。维 C 银翘片是由金银花、连翘、对乙酰氨基酚、维生素 C 等 13 味中西药组成，临床应用 10 多年，疗效确切，是感冒药中的常用品牌之一，零售价格相对较低，被指定为医保乙类非处方药，市场前景可观。

表 6：2008-2009 年我国感冒用药市场前十品牌规模（亿元）

排名	商品名	通用名	厂家	2008 年	2008 增速	2009 年	2009 增速
1	999 感冒灵系列	999 感冒灵颗粒（胶囊）	三九集团	8.13	12.91%	10.54	29.61%
2	新康泰克	复方盐酸伪麻黄碱缓释胶囊	中美史克	6.46	10.04%	7.26	12.35%
3	感康片	复方氨酚烷胺片	吉林吴太集团	6.14	-5.88%	6.59	7.33%
4	维 C 银翘片	维 C 银翘片	贵州百灵制药	4.42	14.21%	6.06	37.19%
5	白加黑感冒片	美息伪麻片	拜耳医药保健品公司	4.37	-2.49%	4.65	6.51%
6	双黄连口服液	双黄连口服液	哈药集团三精制药	3.49	25.53%	4.46	27.84%
7	快克胶囊	复方氨酚烷胺胶囊	海南亚洲制药	3.2	-2.58%	3.47	8.36%
8	日夜百服宁	双分伪麻片（日用） 美扑伪麻片（夜用）	上海施贵宝制药	2.33	-5.58%	2.43	4.29%
9	泰诺感冒片	酚麻美敏片	上海强生制药	2.05	-9.52%	2.11	3.17%
10	双黄连口服液	双黄连口服液	河南太龙药业	1.72	-1.31%	1.87	8.83%
合计				42.30	4.50%	49.45	16.88%

资料来源：南方医药经济研究所、宏源证券研究所

2.3.3 维 C 银翘片日服价格最低，未来增速 15%

维 C 银翘片的零售价格非常低，日均最大服用单价也是最低的，仅为 0.93 元/天。较低的价格使其具有强大的竞争优势，尤其是在城市社区和农村市场优势更加明显。随着医疗改革的深入和基本医疗保险受益面的扩大，包括农村、小城镇、城市社区市场的兴起，维 C 银翘片的市场前景较好。预计我国感冒药市场规模未来三年仍将保持 13% 以上的增长之势。2012 年我国感冒药终端市场规模将达到 210.1 亿元。贵州百灵的维 C 银翘片属于中西结合感冒药，预计未来增速将维持在 15% 左右。

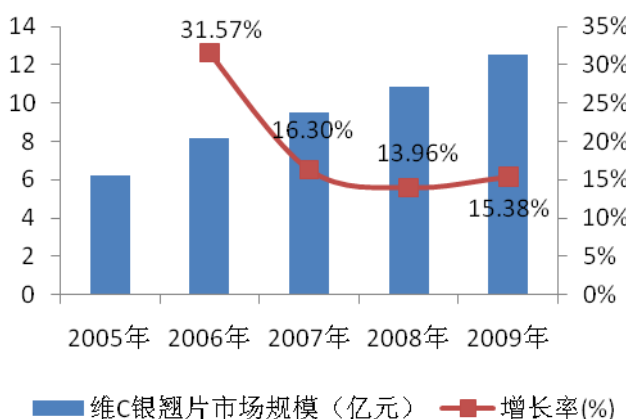
表 7：2009 年我国主要感冒药品牌的价格分布表

序号	品种	规格	单价（元）	最高日均服用 单价(元/天)
1	泰诺感冒片	0.325g*10s	11.4	9.506
		10ml*10 支(浓缩型)	18.43	
2	双黄连口服液（河南太龙药业）	10ml*10 支	10.91	7.104
		10ml*6 支	14.51	
		100ml	11.00	
3	双黄连口服液（哈药集团）	10ml*10 支	11.38	7.176
		20ml*9 支	23.04	
4	999 感冒灵胶囊	0.5g*12s	10.25	5.135
	999 感冒灵颗粒	10g*9 包	9.51	3.193
5	日夜百服宁	日 8s+夜 4s	12.32	4.067
		白 10s+黑 5s	11.32	
6	白加黑感冒片	白 16s+黑 8s	14.02	3.559
		白 8s+黑 4s	11.73	
7	新康泰克	0.3g*10s	12.34	2.37
8	快克胶囊	0.41g*10s	8.80	1.728

9	感康片	0.5g*12s	10.03	1.717
		18s	1.73	
		12s	1.42	
10	维 C 银翘片	12s*2 板	4.40	0.930
		24s	4.00	
		12s*40 板	15.48	
		18s	1.73	

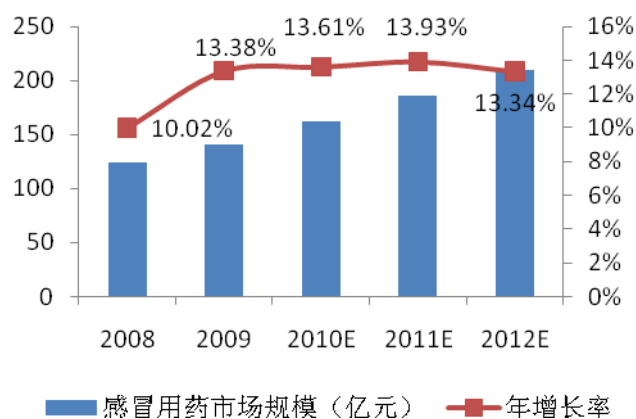
资料来源：南方医药经济研究所、宏源证券研究所

图 12：2005-2009 年维 C 银翘片的市场规模及增速



资料来源：南方医药经济研究所、宏源证券研究所

图 13：2008-2012 年我国感冒用药市场规模与增速预测



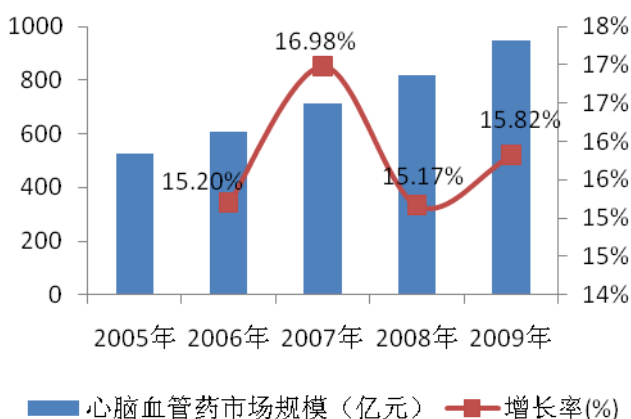
资料来源：南方医药经济研究所、宏源证券研究所

2.4 银丹心脑血管通软胶囊：苗药特色、心脑血管同治

2.4.1 心脑血管中成药增速高于化学药

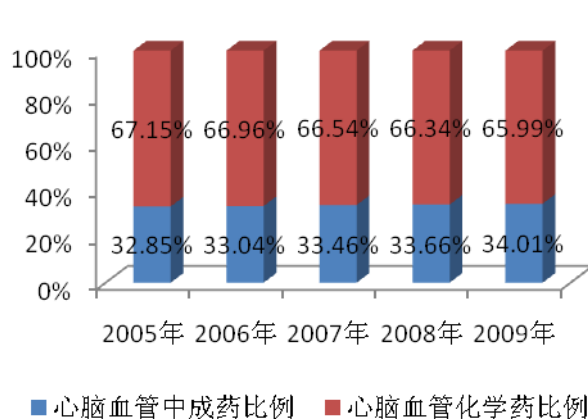
心脑血管用药在我国药品市场排名第二，仅次于抗感染用药，2005~2008 年我国心脑血管用药终端市场复合年平均增长率达到 15.78%，2009 年达到 819.66 亿元，在基数巨大的情况下，仍能维持 15% 以上的增速。其中化学药占比在 66% 左右，中成药 33% 左右，但中成药所占比重逐年略上升，而化学药则逐年略有下滑。

图 14：2005-2009 年我国心脑血管药市场规模及增速



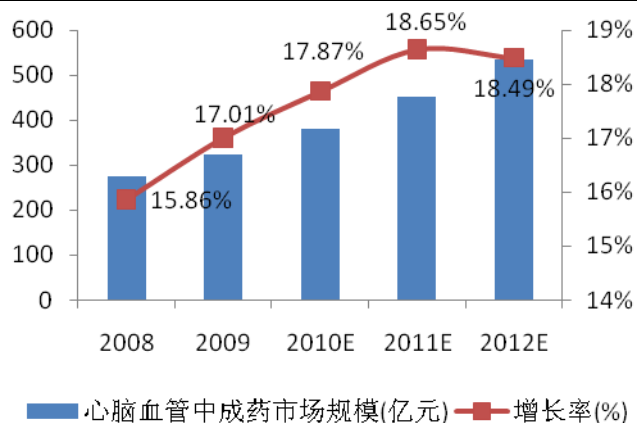
资料来源：南方医药经济研究所、宏源证券研究所

图 15：2005-2009 年我国心脑血管药类别份额分布



资料来源：南方医药经济研究所、宏源证券研究所

图 16：2008-2012 我国心脑血管中成药终端市场规模与增长率预测



资料来源：南方医药经济研究所、宏源证券研究所

2.4.2 银丹心脑血管通软胶囊心脑血管同治、未来增速 50%

心脑血管中成药品种多，竞争激烈。2009 年我国心脑血管中成药终端市场销售额排在首位的是复方丹参滴丸，终端市场规模高达 14.59 亿元；排在二、三、四位的销售额接近，为 6~8 亿元，前十位品牌合计的终端市场销售额为 65.69 亿元，占整个心脑血管中成药比例为 20.35%。

银丹心脑血管通软胶囊的主要成分为银杏叶、丹参、灯盏细辛、三七、绞股蓝、山楂等，是 2005 年推出的心脑血管类苗药专利药品，近三年年均增长率达到 109.32%，2009 年终端市场销售额达到 2.25 亿元，呈现明显的快速增长的势头，远远超过了其他心脑血管用药的增长速度及整个心脑血管药市场的增长速度。银丹心脑血管通软胶囊不同于传统治疗心脑血管病的药品，如溶栓类、扩张血管类药，其治疗疗效仅为单纯溶解血栓或单纯扩张血管。从医学角度来看，心脑血管病不是单一的器官障碍造成的，而且心脑血管病症往往交叉存在，因此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，心脑血管同治，疗效全面。另外，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。

随着公司医院销售渠道的开发，该产品的品牌影响力将不断得到提升，预计在未来 3 年将保持 50% 的高速增长态势。

表 8：2008-2009 年我国心脑血管中成药前十品牌终端市场规模（亿元）

排序	通用名	厂家	2008 年	08 年增速	2009 年	09 年增速
1	复方丹参滴丸	天津天士力制药	13.62	7.53%	14.59	7.15%
2	步长脑心通胶囊	陕西咸阳步长制药	8.04	11.94%	8.95	11.33%
3	通心络胶囊	河北以岭药业	7.33	8.32%	7.88	7.51%
4	脉络宁注射液	南京金陵药业	6.12	11.51%	6.82	11.38%
5	银杏叶片	扬子江药业集团	5.01	17.23%	5.63	12.46%
6	地奥心血康胶囊	成都地奥集团	4.93	-13.83%	5.06	2.57%
7	速效救心丸	天津中新药业	4.02	-4.94%	5.02	24.89%
8	参麦注射液	石家庄神威药业	4.59	21.50%	4.81	4.80%
9	复方丹参片	广州白云山和记黄埔药业	2.99	10.69%	3.49	16.57%
10	麝香保心丸	上海和黄药业	3.11	23.47%	3.44	10.51%
	银丹心脑血管软胶囊(注)	贵州百灵制药	1.80	80.88%	2.25	25.06%
前十合计			59.76	8.01%	65.69	9.92%

资料来源：南方医药经济研究所、宏源证券研究所

注：此处银丹销售数据与公司报表收入不一致，原因是此处为终端市场销售额，报表中为不含税账面收入。

表 9：2006-2009 年我国心脑血管中成药前十品牌终端市场份额

排序	通用名	厂家	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
1	复方丹参滴丸	天津天士力制药	6.02%	5.32%	4.94%	4.52%
2	步长脑心通胶囊	陕西咸阳步长制药	3.30%	3.02%	2.91%	2.77%
3	通心络胶囊	河北以岭药业	3.13%	2.84%	2.66%	2.44%
4	脉络宁注射液	南京金陵药业	2.70%	2.30%	2.22%	2.11%
5	银杏叶片	扬子江药业集团	1.86%	1.79%	1.81%	1.75%
6	地奥心血康胶囊	成都地奥集团	2.69%	2.40%	1.79%	1.57%
7	速效救心丸	天津中新药业	1.59%	1.78%	1.46%	1.55%
8	参麦注射液	石家庄神威药业	1.81%	1.59%	1.66%	1.49%
9	复方丹参片	广州白云山和记黄埔中药	1.20%	1.14%	1.08%	1.08%
10	麝香保心丸	上海和黄药业	1.16%	1.06%	1.13%	1.06%
	银丹心脑血管软胶囊	贵州百灵制药	0.07%	0.19%	0.54%	0.70%
前十合计			25.45%	23.23%	21.66%	20.34%

资料来源：南方医药经济研究所、宏源证券研究所

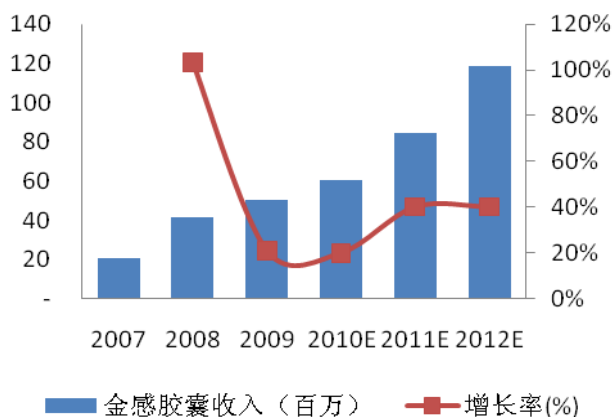
2.5 金感胶囊：毛利率高

金感胶囊是公司第二大感冒药，也属于中西药结合品种，2006 年推出以来，销售收入增速较快，近三年账面销售额的复合增长率达到 70.99%，2009 年已达到 5,000 万的水平，预计未来 3 年增速更快，2012 年成为过亿品种。金感胶囊也属于 OTC 产品，可以借助维 C 银翘片的市场渠道销售。金感胶囊所含成为金银花、穿心莲、板蓝根等，属于大规模种植的普通药材，市场供应充足。

金感胶囊最大的特色是毛利率较高，2009 年毛利率在 75%以上，预计未来毛利率能保持稳定，优于市场同业

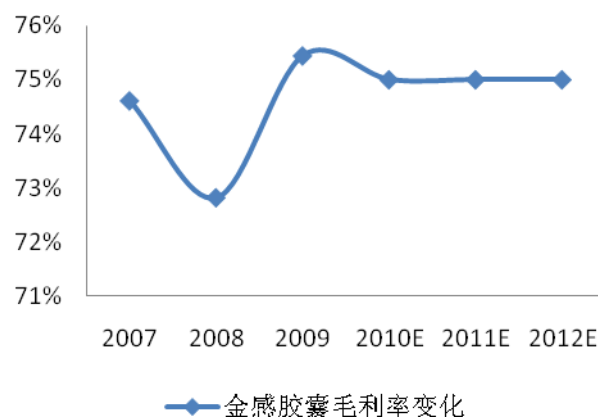
的毛利率水平，作为公司第二大中西药结合感冒药，增长前景良好。

图 17：公司金感胶囊收入及增速预测



资料来源：南方医药经济研究所、宏源证券研究所

图 18：公司金感胶囊毛利率变化



资料来源：南方医药经济研究所、宏源证券研究所

3 公司三大竞争力分析

3.1 独特的苗药优势

全国共有苗族人口 730 多万，居我国少数民族人口数的第 4 位，贵州占全国苗族总人口的 49% 以上。贵州得天独厚的气候条件和自然环境孕育了许多名贵药材，素有“天然药物宝库”之称。贵州省有中药资源 4290 种，居全国中药品种第四位。在苗族中流传的常用苗药有 1500 种，而据《贵州苗族医药研究与开发》记载经国家有关标准要求再评价的苗族药材也有 165 种。贵州省在实施“科技兴黔”中把发展民族药业作为振兴贵州的一个主导产业。早在 2005 年，贵州省申报的 158 个苗药就有 154 个品种通过医学和药学审评，取得了申报数量、通过率、药品剂型数量、销售量、民族药生产厂家和知识产权保护全国“六个第一”的优异成绩。作为贵州省一个巨大的资源宝库，苗药开发还大有潜力。

目前苗药生产企业已有益康、神奇、同济堂、汉方、益佰、信邦、富华、三力、新天、宏宇、同济堂、威门等 70 多家制药企业，占全省制药企业总数的 38%，共有药品批准文号 500 多个，民族药成方制剂品种 160 个，占全省中西药制剂品种总数的 30% 左右，均为全国独家品种。

在贵州省的药品生产企业中，2008 年销售收入排名前五位的企业中已经有 4 家上市。其中贵州益佰制药在 A 股上市；贵州神奇制药借壳永生数据上市；贵州同济堂制药在美国纽交所上市；贵州汉方息烽药业的控股公司贵州汉方药业在香港联交所上市；唯独贵州百灵还未上市，其销售规模紧次于贵州益佰制药，排在第二位。

表10：贵州前5位苗药企业2007-2008销售规模及增长率

排名	企业名称	2007 年	2008 年	2008 年增长率
1	贵州益佰制药	10.06	11.54	14.71%
2	贵州百灵制药	4.46	6.07	36.10%
3	贵州神奇制药	6.86	5.89	-14.14%
4	贵州同济堂制药	5.56	4.51	18.88%
5	贵州汉方息烽药业	2.12	3.31	56.13%
	合计	29.06	31.32	7.78%

资料来源：南方医药经济研究所、宏源证券研究所

从销售收入排名前四位的企业的产品分布来看，贵州神奇制药的品种最多，为 184 个，其中苗药 9 个。贵州百灵制药获得生产批文的数量为 95 个，其中苗药为 7 个，苗药品种占整个企业药品品种的 7.37% 的比例，是销售收入排名前四位的企业中苗药所占的比例最高的一个企业。

表11：贵州前4位苗药企业苗药品种数量

厂家	获得生产批文的药品数量	其中中成药品种数量	苗药品种	苗药品种占企业整个药品品种的比例
贵州益佰制药	99 个	55 个	4 个	4.04%
贵州神奇制药	184 个	108 个	9 个	4.89%
贵州同济堂制药	150 个	32 个	4 个	2.67%
贵州百灵制药	95 个	37 个	7 个	7.37%

资料来源：南方医药经济研究所、宏源证券研究所

目前苗药中市场潜力较大的拳头产品有 7 个，分别为仙灵骨葆胶囊（片）、咳速停系列、日舒安洗液、抗妇炎胶囊、宁泌泰胶囊、银丹心脑通软胶囊和黑骨藤追风活络胶囊。贵州百灵制药的咳速停系列和银丹心脑通软胶囊 2009 年以 2.82 亿元和 2.25 亿元的销售额已经排名第二和第三，2009 年市场增速分别为-0.01%和 25.06%。

表12：苗药主要品种2008-2009销售额及增速（亿元）

排名	通用名	厂家	2008 年	2009 年	2009 年同比增长
1	仙灵骨葆胶囊（片）	贵州同济堂制药	4.26	3.67	-13.85%
2	咳速停系列	贵州百灵制药	2.82	2.82	-0.01%
3	银丹心脑通软胶囊	贵州百灵制药	1.80	2.25	25.06%
4	日舒安洗液	贵州汉方药业	1.53	1.66	8.35%
5	抗妇炎胶囊	贵州远程制药厂	1.54	1.62	5.44%
6	宁泌泰胶囊	贵州新天制药	1.48	1.59	7.64%
7	黑骨藤追风活络胶囊	贵州老来福药业	0.67	0.63	-5.87%

资料来源：南方医药经济研究所、宏源证券研究所

3.2 营销优势

公司经过十年的发展，营销模式已十分完善。公司自建销售网络，培养出一支专业、强大的营销队伍。销售网络遍布全国各地城市、乡镇的零售终端，具备了多层次整合营销的能力。

公司产品主要为 OTC 销售，采取销售总部、省级销售经理、地市级销售代表、县乡业务员四级管理体系。公司目前已与全国 200 多家主流经销商、近 900 家地市级经销商和 100 多家大型连锁药房建立了良好合作关系，整体上已经建成较完善的 OTC 市场销售网络。截止 2009 年末，在全国已设立 31 个省级办事处，300 多个地级联络点。与全国销售额上亿元的大型医药物流公司均建立了良好的合作关系。

公司处方药销售网络也加快了建设的步伐，公司 2006 年底在销售部设立新品部，专职负责全国医院销售渠道和终端网络的建设及学术推广工作，所销品种主要为银丹心脑通软胶囊等处方药，采用招商代理与自营办事处两种方式。截止 2009 年末，已开发二甲以上医院 900 多家。

随着公司医院销售队伍的壮大和医院销售网络的不断完善，药品销售的两条主干线已基本形成，将进一步提升公司的市场份额和品牌影响力。

3.3 研发优势

3.3.1 研发费用持续增长

贵州百灵技术中心在技术创新上拥有丰富的经验和较强的开发能力，拥有专兼职科研人员 201 人，高级技术职称 41 人，中级技术职称 33 人。2008 年被贵州省科技厅等认定为“高新技术企业”；2009 年被科学技术部、国务院国资委、中华全国总工会联合确定为“创新型试点企业”，被贵州省科技厅确定为“贵州省知识产权试点单位”；2009 年 11 月，公司药物技术中心被国家发展改革委员会、科技部、财政部、海关总署、国家税务总局联合确定为国家认定企业技术中心。技术中心坚持走苗药现代化道路，结合贵州丰富的植物资源，大力开发苗药，获得多项科技成果。

公司已经拥有 16 项药品发明专利，其中，苗药产品咳速停胶囊、咳速停糖浆、银丹心脑通软胶囊、泻停封胶囊、感清糖浆、复方一枝黄花喷雾剂、胆炎康胶囊等已获得发明专利，银丹心脑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。

公司重视产品研发，研发费用呈快速增长态势，2009 年研发费用 1437 万元，占主营收入的比例增长到 1.96%。

表 13：公司研发费用及占营业收入比例

排名	2009	2008	2007
研发费用（万元）	1,437.16	1,113.98	811.38
研发费用占营业总收入的比例（%）	1.96	1.83	1.82

资料来源：公司招股说明书、宏源证券研究所

3.3.2 新药 Y101 市场前景较好

目前公司正在进行研究开发的包括抗乙型病毒性肝炎化药一类新药 Y101、治疗阿尔茨海默病中药一类新药 X002 等 13 个药品研究项目。其中潜力最大的当属乙肝新药 Y101。

2009 年 3 月，公司与贵州省中国科学院天然产物化学重点实验室、天津药物研究所、解放军 302 医院合作开发化药一类乙肝新药 Y101。目前 Y101 已经完成合成工艺路线、质量标准草案、药理药效学、急性毒理学等的临床前研究，尚需要完成合成优化、长期毒理性实验，准备申报临床。

全球有近 4 亿乙肝患者，2008 年全球肝炎药物已达 60 亿美元规模。中国是世界上乙肝和肝癌患者最多的国家，约占全球 1/4，乙肝防治形势严峻。目前用于治疗乙肝的药物主要有以拉米夫定为代表的核苷类似物和以干扰素- α 为代表的生物类药物，但疗效均不理想，核苷类药物的缺陷是容易导致病毒变异和停药后反跳，干扰素对乙肝的治愈率低，而复发率较高，且不良反应大，治疗费用高。

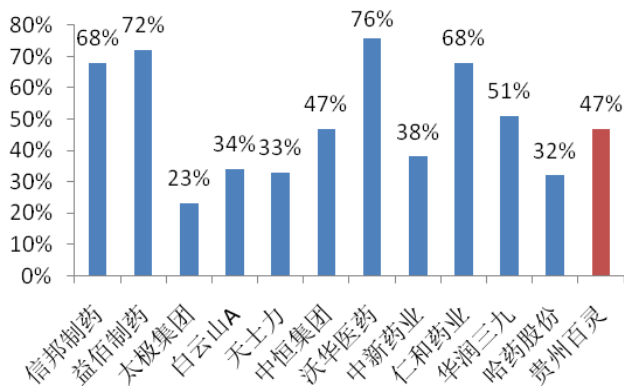
Y101 是从治疗肝炎的传统苗族药马蹄金分离得到的单体马蹄金素，显示出较好的抗肝炎病毒活性，衍生物 Y101 在鸭肝病毒试验中未见“反跳”现象，并且其化学骨架与目前治疗乙肝药物的化学骨架不同，是一新型抗乙肝病毒化合物，未发现与马蹄金素或马蹄金素衍生物的基本结构相类似化合物作为治疗乙肝的药物和抗乙肝病毒的专利和研究报道。该化合物及衍生物目前已由公司的合作方在中国、美国等申请了数项专利，虽然该药还在申报临床的过程中，申报通过之后还需要经过二至三年的临床实验，但从目前的实验结果来看具有较好的前景。

4 公司财务分析

4.1 盈利能力居行业前列

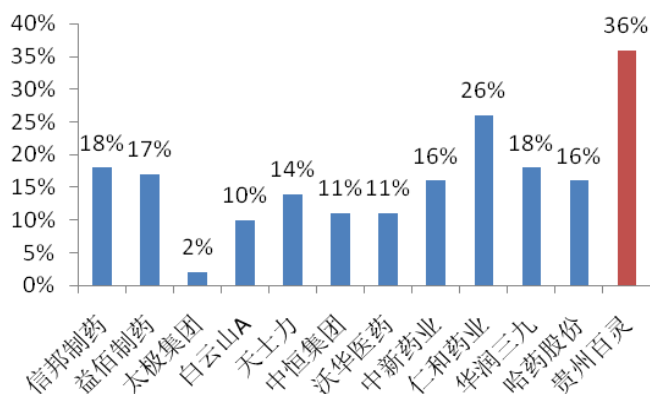
我们选取中药板块中产品有止咳痰、感冒药和心脑血管药的上市公司，对他们 2008 年的综合毛利率和加权 ROE 进行比较，可以发现，贵州百灵的综合毛利率水平处于行业平均水平，为 47%，加权平均净资产收益率水平居行业前列，为 36%。公司药品毛利率对主要原料中药材价格的波动较为敏感，因此本次发行募集资金投资项目之一为 GAP 药材种植基地项目，项目完成后毛利率将更加稳定。

图 19：同类公司 2008 综合毛利率比较



资料来源：Wind、宏源证券研究所

图 20：同类公司 2008 年加权 ROE 比较



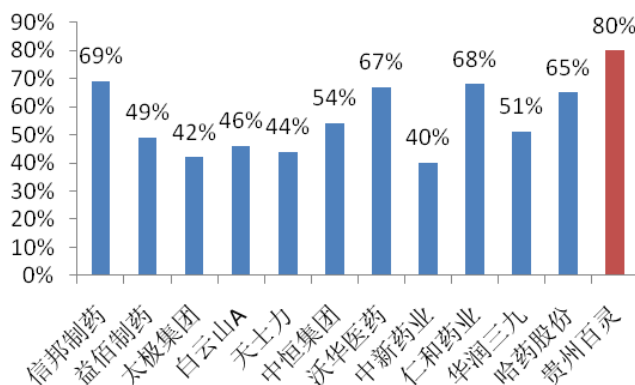
资料来源：Wind、宏源证券研究所

4.2 资产结构合理

从同行业上市公司看，由于中医药行业类生产环节固定资产投入不高，而产品通常高毛利高附加值的特性，通常呈现流动资产占总资产的比重较高的特征，公司的流动资产占总资产的比例处于同类公司最高水平，为 80%。

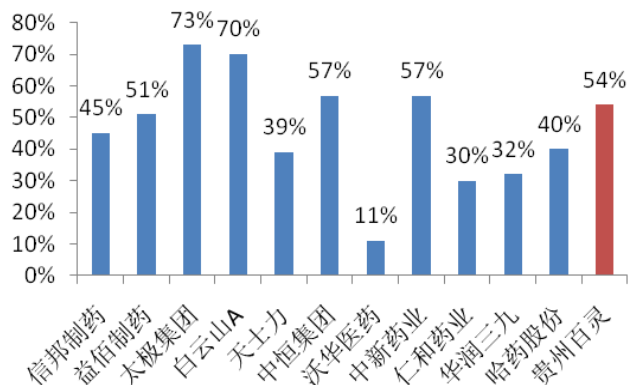
公司资产负债率为 54%，高于同类公司 47% 的平均水平，公司本次上市融资后，资产负债率将大幅下降。

图 21：同类公司 2008 年流动资产占总资产比例比较



资料来源：Wind、宏源证券研究所

图 22：同类公司 2008 年资产负债率比较

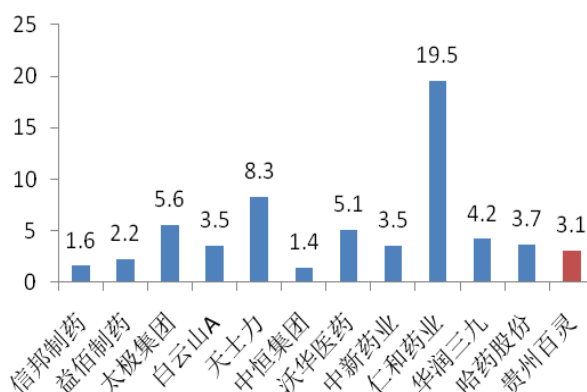


资料来源：Wind、宏源证券研究所

4.3 营运能力优良

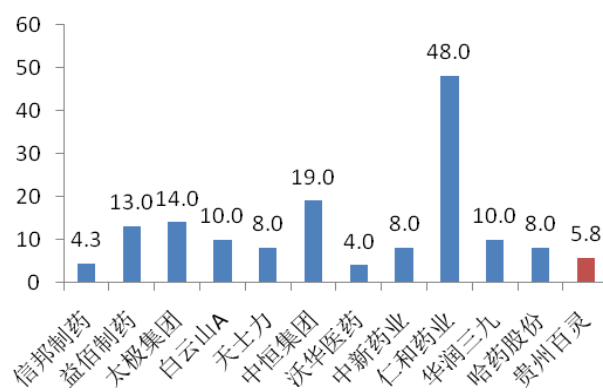
在同类可比公司中，剔除存货周转率和应收账款周转率都非常高的仁和药业，贵州百灵的存货周转率和应收账款周转率处于行业平均水平。

图 23：同类公司 2008 年存货周转率比较



资料来源：Wind、宏源证券研究所

图 24：同类公司 2008 年应收账款周转率比较



资料来源：Wind、宏源证券研究所

5 募投项目将解决产能瓶颈、提升核心竞争力

公司正处于高速发展的关键时期，产能瓶颈亟需解决，研发和营销能力亟待提高。本次发行 3,700 万股，拟募集资金 35,075.11 万元，用于扩大生产规模，丰富产品线，提高公司研发和销售能力。

公司 2008 年收购了天台山药业的少数股东股权，实现 100%控股，本次募集资金将首要用于天台山药业 GMP 生产线的建设，新增片剂、胶囊剂、软胶囊剂的前处

理及提取、固体制剂生产线及配套设施，扩大维 C 银翘片、银丹心脑通软胶囊、金感胶囊、姜酚胶丸等主要产品的生产能力。拟投资 2.2 亿元，项目建成后，天台山药业将成为公司利润主要来源。另外，公司片剂、胶囊剂、软胶囊剂的产能利用率都已超过 100%，尤其是片剂，2009 年公司已经通过内部挖掘生产能力，将原来的大输液车间改造为片剂生产车间，新增片剂产能 30 亿片，但仍然不能满足片剂生产销售需要。

公司咳速停糖浆剂（及胶囊）等产品所需的主要原材料为吉祥草、虎耳草、百尾参等，这些药材目前均为野生药材，其中吉祥草、虎耳草主要产地局限于贵州。为避免季节性、自然灾害、市场供求等对原材料供应的影响，本次募集资金还将用于 GAP 种植基地的建设。

另外，为了提升公司药品研发能力和技术水平，提高营销能力，本次募集资金还将用于技术中心建设项目和营销网络建设项目。

表 14：2009 年公司主要剂型产能利用率

剂型	产能	产量	产能利用率
片剂（亿片）	90.00	99.33	110.37%
胶囊剂（亿粒）	3.00	3.03	101.00%
软胶囊剂（亿粒）	2.00	2.62	131.00%
糖浆剂（亿瓶）	0.40	0.42	105.00%

资料来源：公司招股说明书、宏源证券研究所

表 15：募集资金投向

	项目名称	投资金额(万元)	建设周期
1	天台山药业GMP生产线建设项目	22,000.00	3 年
2	GAP 种植基地建设项目	4,859.78	2 年
3	技术中心建设项目	4,984.63	1 年
4	营销网络建设项目	3,230.70	3 年
	合 计	35,075.11	

资料来源：公司招股说明书、宏源证券研究所

6 盈利预测与估值

6.1 产品收入预测

以下是对公司主要产品收入、成本及增长率的预测。由于新增募投产能，2010年已考虑了折旧对产品毛利率的影响，另外由于维 C 银翘片的原材料金银花和对乙酰氨基酚价格已处于高位，假设未来 3 年价格有所回落，毛利率稍有增长。

表 16：公司产品收入及毛利率预测表（单位：元）

产品	2008	2009	2010E	2011E	2012E
咳速停糖浆及胶囊	188,703,000.0	186,784,000.0	220,405,120.0	251,261,836.8	276,388,020.5
增长%	35.8%	-1.0%	18.0%	14.0%	10.0%
占比%	31.1%	25.4%	24.9%	23.1%	20.9%
成本	81,463,085.1	86,555,705.6	104,031,216.6	120,605,681.7	134,048,189.9
毛利率	56.8%	53.7%	52.8%	52.0%	51.5%
银丹心脑通软胶囊	99,582,000.0	124,542,000.0	199,267,200.0	298,900,800.0	418,461,120.0
增长%	133.5%	25.1%	60.0%	50.0%	40.0%
占比%	16.4%	17.0%	22.5%	27.4%	31.6%
成本	21,340,422.6	24,049,060.2	39,853,440.0	61,274,664.0	83,692,224.0
毛利率	78.6%	80.7%	80.0%	79.5%	80.0%
维 C 银翘片	190,579,900.0	261,504,700.0	300,730,390.4	345,839,949.0	397,715,941.3
增长%	43.2%	37.2%	15.0%	15.0%	15.0%
占比%	31.4%	35.6%	33.9%	31.7%	30.1%
成本	159,096,100.5	211,661,904.2	240,584,312.3	273,213,559.7	310,218,434.2
毛利率	16.5%	19.1%	20.0%	21.0%	22.0%
金感胶囊	41,697,100.0	50,365,100.0	60,438,120.0	84,613,368.0	118,458,715.2
增长%	103.3%	20.8%	20.0%	40.0%	40.0%
占比%	6.9%	6.9%	6.8%	7.8%	9.0%
成本	11,333,271.8	12,369,668.6	15,109,530.0	21,999,475.7	30,799,266.0
毛利率	72.8%	75.4%	75.0%	74.0%	74.0%
其他	86,797,234.5	111,322,018.3	105,755,917.3	108,928,594.9	112,196,452.7
增长%	-21.8%	28.3%	-5.0%	3.0%	3.0%
占比%	14.3%	15.2%	11.9%	10.0%	8.5%
成本	50,536,425.1	63,227,426.4	59,223,313.7	65,357,156.9	67,317,871.6
毛利率	41.8%	43.2%	44.0%	40.0%	40.0%
营业收入	607,359,234	734,517,818	886,596,748	1,089,544,549	1,323,220,250
增长%	36.1%	20.9%	20.7%	22.9%	21.4%
营业成本	323,769,000	397,863,800	458,801,813	542,450,538	626,075,986
增长%	41.3%	22.9%	15.3%	18.2%	15.4%
综合毛利率	46.7%	45.8%	48.3%	50.2%	52.7%

资料来源：宏源证券研究所

6.2 相对估值

当前医药板块 2009 年和 2010 年的整体市盈率已经达到 40.30 和 31.80 倍，中药子板块 2009 年和 2010 年的市盈率达到 47.29 和 35.21 倍。我们选取了几家产品结构类似的代表性公司，2009 和 2010 年的市盈率达 50.99 和 39.61 倍。如给予贵州百灵 2010 年 35.21~39.61 倍 PE，则每股价值为 36.62~41.19 元。

表 17：同类公司 EPS 及市盈率比较

证券代码	证券简称	股价	2009EPS	2010EPS	2009PE	2010PE
002390	信邦制药	50.10	0.72	0.69	69.58	72.34
600594	益佰制药	24.60	0.52	0.73	47.49	33.93
000522	白云山 A	15.30	0.23	0.26	66.58	58.94
600535	天士力	30.50	0.65	0.84	46.92	36.53
600252	中恒集团	37.03	0.48	0.98	77.15	37.84
002107	沃华医药	17.08	0.32	0.58	53.38	29.64
600329	中新药业	30.34	0.70	0.90	43.34	33.81
000650	仁和药业	25.81	0.68	0.68	38.23	37.93
000999	华润三九	27.27	0.72	0.89	37.88	30.78
600664	哈药股份	22.01	0.75	0.90	29.35	24.33
平均					50.99	39.61
贵州百灵			0.76	1.04		

资料来源：Wind、宏源证券研究所（股价为 5 月 7 日收盘价）

6.3 DCF 估值

公司属于中药行业，该行业中可预见的将来业绩可持续增长，具有稳定的经营性现金流，因此可以采用自由现金流折现法（DCF）进行绝对估值。假设显性期为 2010~2013 年，半显性期为 2014~2021 年，2022 年以后为永续增长。估值结果为每股价值中枢为 35.40 元，敏感性分析结果显示波动价值区间在 31.97~39.89 元。

表 18：DCF 估值假设条件

模型参数	数值
无风险收益率 Rf	3%
风险溢价 (Rm-Rf)	8.5%
β 系数	1.1
Ke (股权成本)	12.35%
Kd (债权成本)	7%
目标债务比例	28%
WACC (加权平均资本成本)	10.19%
半显性期增长率	14%
永续增长率	2%

资料来源：公司招股说明书、宏源证券研究所

表 19: DCF 估值敏感性分析 (单位: 元)

	永续增长率					
	35.40	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%
WACC	7.20%	45.61	49.33	54.50	62.11	74.49
	8.20%	40.06	42.59	45.94	50.58	57.43
	9.20%	35.82	37.61	39.89	42.90	47.07
	10.20%	32.50	33.79	35.40	37.45	40.17
	11.20%	29.85	30.80	31.97	33.41	35.26
	12.20%	27.68	28.40	29.27	30.32	31.62
	13.20%	25.89	26.45	27.10	27.88	28.82

资料来源: 宏源证券研究所

我们考虑到公司产品独特的苗药特色以及优良的业绩成长性, 综合以上相对估值和绝对估值的结果, 我们给予贵州百灵 2010 年 34.00~39.00 倍 PE, 则公司 2010 年估值区间在 35.36~40.56 元之间; 对应 2009 年扣除非经常性损益后的摊薄 EPS0.76 元, 则摊薄市盈率为 46.53~53.37 倍。

7 风险因素

(1) 主导产品竞争风险

公司产品的市场竞争都较为激烈, 能否快速提升市场占有率还存在不确定性, 产能扩大后, 对营销能力提出较强的要求。

(2) 募投项目达不到预期的风险

公司产品目前产能瓶颈较大, 如募投项目不能按预期完成, 或市场销售力度跟不上, 则对公司业绩的增长有一定的影响。

(3) 新产品研发风险

公司在研新产品 Y101 虽然前景广阔, 但由于还在申请临床试验的过程中, 试验能否顺利尚具有不确定性。

附录：财务报表预测(单位：元)

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	607,359,234.5	734,517,818.3	886,596,747.8	1,089,544,548.7	1,323,220,249.7
减:营业成本	323,769,305.1	397,863,764.9	458,801,812.7	542,450,538.0	626,075,985.8
营业税费	5,870,007.2	7,235,829.4	8,777,307.8	10,786,491.0	13,099,880.5
销售费用	123,425,678.5	144,206,824.2	177,499,224.0	239,648,991.2	320,473,486.0
管理费用	39,187,371.8	40,695,231.6	50,247,496.0	65,696,995.0	72,701,545.0
财务费用	15,360,102.3	13,349,298.7	9,344,058.0	-1,868,811.6	-2,803,217.4
资产减值损失	576,927.2	777,947.0	1,486,859.2	1,784,231.0	2,141,077.2
营业利润	99,409,842.5	130,808,922.4	180,439,990.0	231,046,114.0	291,531,492.7
营业外净收支	-2,574,339.6	642,145.5	-	-	-
利润总额	96,835,502.9	131,451,067.9	180,439,990.0	231,046,114.0	291,531,492.7
减:所得税	16,539,935.3	19,784,210.5	27,065,998.5	34,656,917.1	43,729,723.9
净利润	80,295,567.6	111,666,857.4	153,373,991.5	196,389,196.9	247,801,768.8
EPS(元)	0.73	1.02	1.04	1.34	1.69
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	35,396,691.5	205,210,486.4	1,148,320,107.7	1,062,901,947.2	1,190,654,603.70
应收账款	109,789,207.8	98,666,510.5	119,690,560.9	141,640,791.3	172,018,632.5
应收票据	149,961,972.8	185,334,797.1	212,783,219.5	250,595,246.2	304,340,657.4
预付账款	53,226,443.6	96,328,559.5	106,391,609.7	59,849,900.4	52,322,025.0
存货	98,740,796.1	89,728,779.5	106,391,609.7	119,849,900.4	132,322,025.0
其他流动资产					
固定资产	75,008,815.3	75,176,288.7	177,319,349.6	348,654,255.6	317,572,859.9
在建工程	3,437,180.9	10,387,157.6	50,536,014.6	54,477,227.4	66,161,012.5
无形资产	28,970,599.0	30,734,294.0	35,463,869.9	27,238,613.7	26,464,405.0
长期股权投资	8,833,620.8	8,833,620.9	8,833,620.9	8,833,620.9	8,833,620.9
资产总额	583,470,952.5	819,904,655.0	1,988,212,166.4	2,091,191,506.3	2,293,214,386.3
短期债务	217,200,000.0	280,600,000.0	120,000,000.0	60,000,000.0	60,000,000.0
应付帐款	56,155,842.2	47,121,698.5	56,742,191.9	69,730,851.1	84,686,096.0
应付票据	8,400,000.0	43,315,000.0	51,422,611.4	63,193,583.8	76,746,774.5
预收款项	8,285,488.2	35,581,425.6	43,443,240.6	53,387,682.9	64,837,792.2
其他非流动负债	-	-	-	-	-
负债总额	320,717,729.7	445,484,574.7	309,683,922.3	285,138,903.1	325,962,048.1
股本	110,000,000.0	110,000,000.0	147,000,000.0	147,000,000.0	147,000,000.0
留存收益	112,977,278.8	224,644,136.2	324,337,230.7	451,990,208.7	613,061,358.4
股东权益	262,753,223.0	374,420,080.4	1,678,528,244.1	1,806,052,603.2	1,967,252,338.2
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流量	-40,423,166.1	125,307,733.7	121,496,203.80	216,112,482.6	253,047,017.80
投资活动现金流量	88,109,564.3	-26,421,363.0	-166,872,636.80	-163,109,649.8	-21,855,604.40
融资活动现金流量	-24,735,771.1	54,421,914.4	988,393,744.50	-117,047,947.5	-71,537,313.20

财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长性					
营业收入增长率	36.1%	20.9%	20.7%	22.9%	21.4%
营业利润增长率	15.1%	31.6%	37.9%	28.0%	26.2%
净利润增长率	11.7%	39.1%	37.3%	28.0%	26.2%
EBITDA 增长率	18.8%	23.2%	30.9%	25.5%	22.0%
EBIT 增长率	20.4%	25.6%	31.6%	20.8%	26.0%
NOPLAT 增长率	23.0%	26.6%	29.7%	20.8%	26.0%
投资资本增长率	10.7%	1.2%	34.3%	33.0%	3.5%
净资产增长率	43.8%	42.5%	348.3%	7.6%	8.9%
利润率					
毛利率	46.7%	45.8%	48.3%	50.2%	52.7%
营业利润率	16.4%	17.8%	20.4%	21.2%	22.0%
净利润率	13.2%	15.2%	17.3%	18.0%	18.7%
EBITDA/营业收入	21.1%	20.7%	23.3%	23.8%	23.9%
EBIT/营业收入	18.9%	19.6%	21.4%	21.0%	21.8%
运营效率					
固定资产周转天数	46	37	41	66	66
流动营业资本周转天数	182	160	142	133	128
流动资产周转天数	252	284	489	556	479
应收帐款周转天数	63	55	44	43	43
存货周转天数	117	86	77	75	73
总资产周转天数	321	344	570	674	596
投资资本周转天数	246	215	210	228	218
投资回报率					
ROE	36.1%	34.9%	9.1%	10.9%	12.6%
ROA	13.8%	13.6%	7.7%	9.4%	10.8%
ROIC	25.0%	28.6%	36.6%	32.9%	31.2%
费用率					
销售费用率	20.3%	19.6%	20.0%	22.0%	24.2%
管理费用率	6.5%	5.5%	5.7%	6.0%	5.5%
财务费用率	2.5%	1.8%	1.1%	-0.2%	-0.2%
三费/营业收入	29.3%	27%	26.7%	27.9%	29.5%
偿债能力					
资产负债率	54.0%	55%	15.6%	13.6%	14.2%
负债权益比	122.1%	119%	18.5%	15.8%	16.6%
流动比率	1.40	1.56	5.53	5.79	5.74
速动比率	1.15	1.36	5.19	5.37	5.34
利息保障倍数	7.37	10.87	20.31	-122.63	-103.00
分红指标					
分红比率	0.0%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%

销售经理:

曾利洁

Email: zenglijie@hysec.com Tel: 010-88085790

雷增明

Email: leizengming@hysec.com Tel: 010-88085989

刘爽

Email: liushuang@hysec.com Tel: 010-88085798

李晔

Email: liye@hysec.com Tel: 010-88085956

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。