

贵州百灵 (002424)

2010-05-20

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

中药、苗药并举的民营企业

——贵州百灵上市定价

投资要点:

- 贵州百灵企业集团制药股份有限公司成立于2003年,地处贵州省安顺市,其法定代表人为姜维先生。2009年公司实现主营业务收入7.35亿,近三年复合增长率为29.29%,实现净利润1.12亿,复合增长率达到24.54%。总体增速都超过医药行业近三年的平均增速。
- 公司是一家中药、苗药并举的民营企业,产品治疗领域主要涉及止咳化痰用药、感冒用药、心脑血管用药等,主要产品为咳速停糖浆(及胶囊)、维C银翘片、银丹心脑血管通软胶囊、金感胶囊四大产品,2009年上述四大产品合计销售6.23亿,占公司药品工业收入的86.75%。
- 募投项目:天台山药业GMP生产线,占整个募投资金的62.86%,该项目达产后将使公司维C银翘片的产能由目前的70亿片/年,提升至135亿片/年;金感胶囊和银丹心脑血管通软胶囊的产能提升5倍,这将彻底解决目前公司面临的产能瓶颈困扰。我们初步预计该项目达产后,将给公司新增销售收入5亿左右。
- 我们预测公司2010年—2012年每股收益分别为0.97元、1.20元和1.50元。基于目前中成药子行业2010年平均30倍的动态市盈率,以及我们认为公司的独家产品银丹心脑血管通软胶囊在未来有爆发增长的可能,故给予公司高于行业平均的30倍—35倍动态市盈率,合理申购价格区间为29—34元之间。

风险提示:

- 公司产品的部分中药材原料近期价格波动幅度巨大,可能对公司经营产生不利影响。
- 国家继续降价部分药品价格,将对公司经营产生风险。

请务必阅读正文之后的重要声明

医药生物行业

合理申购价格区间: 29—34 元

发行数据

总股本(万股)	14,700
发行数量(万股)	3,700
每股净资产(元)	3.40
网下发行(万股)	7,40
网上发行(万股)	2,960
上市日期	2010-06
发行方式	网下询价,网上定价

发行后股东信息

姜伟	52.73%
社会公众股	25.17%
姜勇	11.05%
张锦芬	11.05%
合计	100%

田垒、张欣	S0820208030013
电话	021-32229888*3507
邮箱	tianlei@ajzq.com

一、 公司是一家中药、苗药并举的民营企业

贵州百灵企业集团制药股份有限公司成立于2003年，地处贵州省安顺市，其法定代表人为姜维先生。2009年公司实现主营业务收入7.35亿，近三年复合增长率为29.29%，实现净利润1.12亿，复合增长率达到24.54%。总体增速都超过医药行业近三年的平均增速。

图1：公司近三年营业收入及增长率

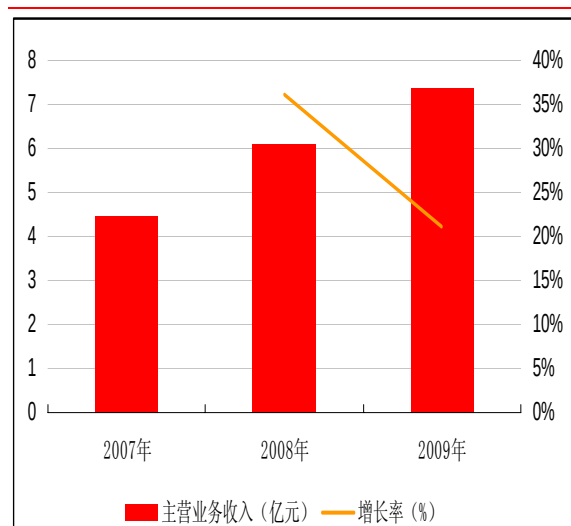
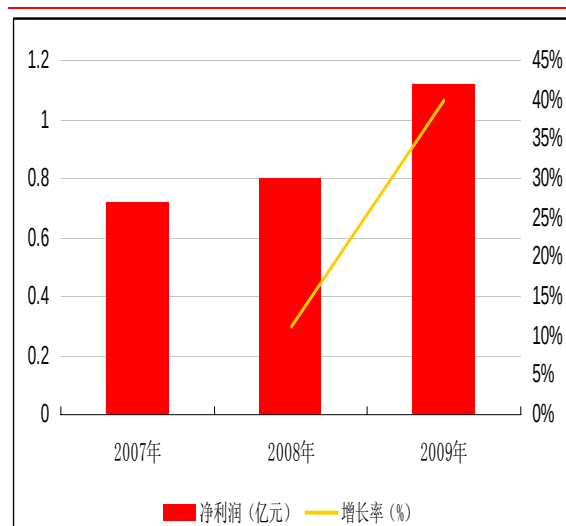


图2：公司近三年净利润及增长率

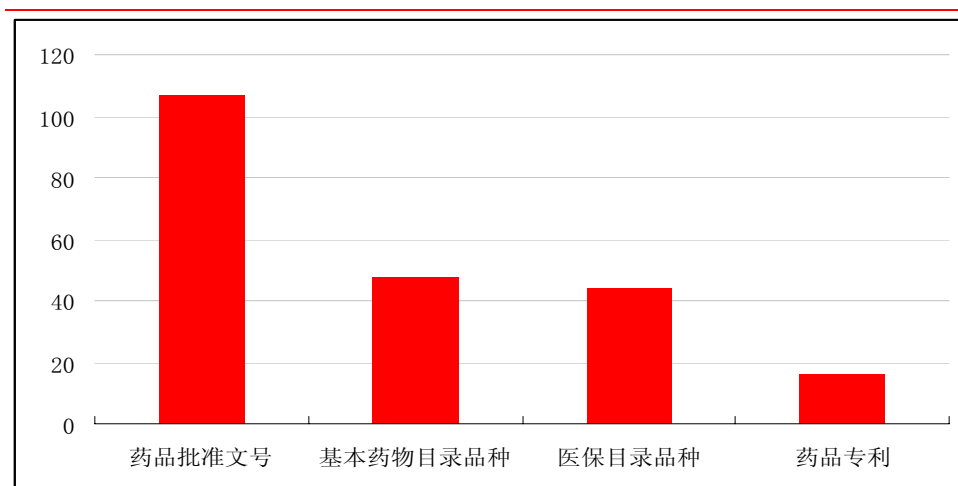


（数据来源：公司公告、爱建证券）

公司主要从事中成药和苗药的开发、生产和销售。目前有国药准字号品种107个、入围《国家基本药物目录》品种48个、入围《09版国家医保目录》品种44个、同时还拥有药品专利16个。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。公司苗药销售收入占同期药品工业收入的比例为50%左右，所以我们认为公司是一家中药、苗药并举的民营企业。

图3：公司产品概况

单位：个

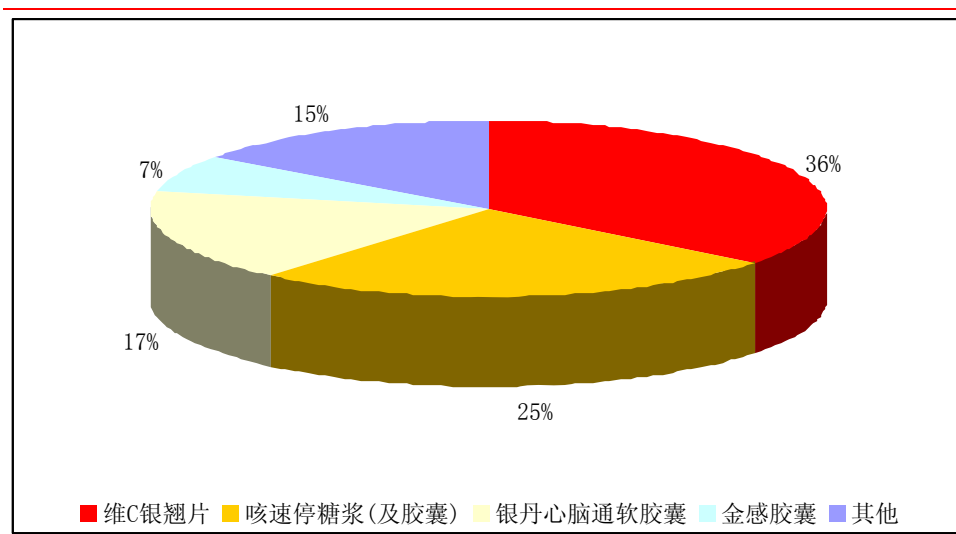


(数据来源：公司公告、爱建证券)

二、四大主力产品中，银丹心脑血管软胶囊最值得期待

公司产品治疗领域主要涉及止咳化痰用药、感冒用药、心脑血管用药等，主要产品为咳速停糖浆（及胶囊）、维C银翘片、银丹心脑血管软胶囊、金感胶囊四大产品，2009年上述四大产品合计销售6.23亿，占公司药品工业收入的86.75%。

图4：2009年公司主营业务收入情况（分产品）

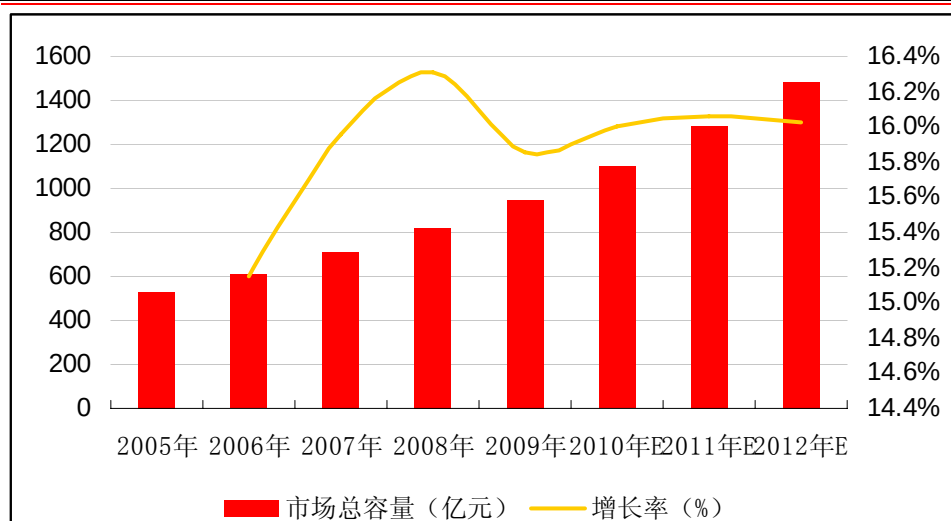


(数据来源：公司公告、爱建证券)

1、银丹心脑血管软胶囊：独家苗药，受众群体广泛，保持快速增长可期

银丹心脑血管软胶囊针对的心脑血管疾病，随着人们生活水平的提高，以及平均寿命的延长，发病率呈现快速增长的势头，目前我国患有该类疾病的人数已经超过1.6亿，该疾病已经成为导致国人死亡的“第二大杀手”。治疗心脑血管的药品也长期稳居我国用药量的第二的位置。据统计：心脑血管药品的市场规模由2005年为528亿，上升至2009年的950亿，四年复合增长率达到15.81%。我们预计随着医保覆盖面的增加和保障程度的提高，未来三年我国心脑血管药品市场规模将保持在16%左右的增速。

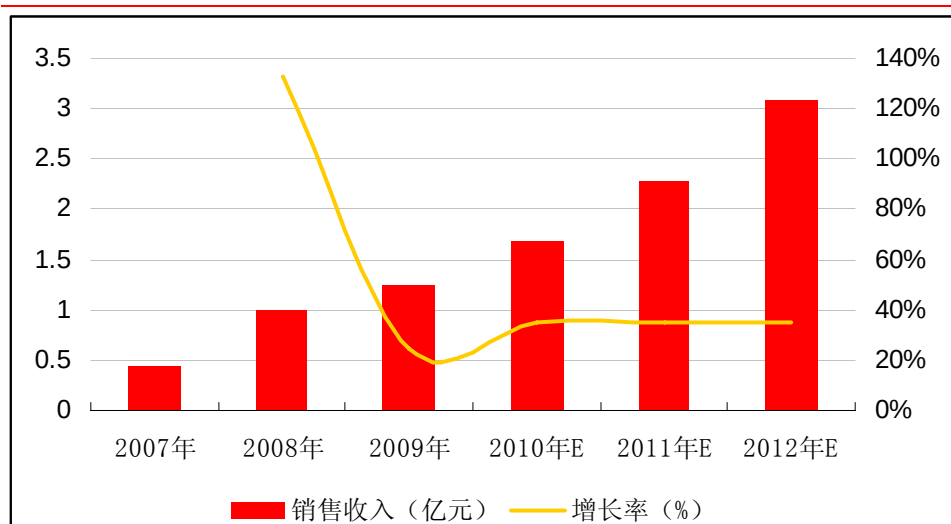
图5：我国心脑血管疾病药品市场规模及增长情况



(数据来源：南方医药经济研究所、爱建证券)

银丹心脑血管软胶囊属于苗药，是公司2005年推出的治疗心血管疾病的独家专利药品，拥有20年专利保护，产品入围了《医保目录（2009年版）》。由于该产品具有配方独特、疗效全面、服用安全等多方面的优势，2009年销售收入已经过亿，近三年销售收入平均增长率接近110%。我们预计未来三年，该产品销售增速将维持在40%左右，且由于该产品的出厂价与最高零售价之间还有213%左右的空间，故我们认为该产品有足够的空间使毛利率维持在80%左右。

图6：2007年—2012年银丹心脑血管软胶囊销售情况及预测



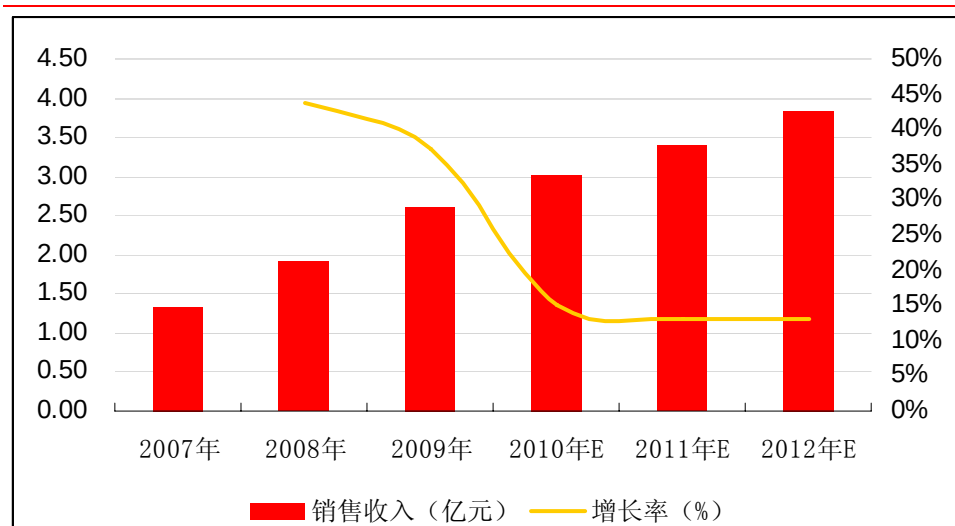
(数据来源：公司公告、爱建证券)

2、维C银翘片：公司销售收入最大的单品，未来难爆发增长

维C银翘片，是由金银花、连翘、甘草、芦根、维生素C、对乙酰氨基酚等组分，组成的中西结合型感冒药。公司该产品09年销售收入达到2.62亿，在竞争激烈的感冒药市场上2009份额排名全国第四。由于维C银翘片生产厂家众多，有40多家企业拥有该药的生产批件，

且其它品牌感冒药生产商实力不俗，故我们认为公司的维C银翘片未来三年该产品增长空间有限，难出现爆发性增长，预计未来三年年均增长率为13%左右，稍高于感冒药近5年平均10%的总体市场增长率。但作为目前公司销售额最大的单品，该产品的正常运营保证了公司基本的经营，是公司最稳定的现金流产品。

图7：2007年—2012年维C银翘片销售情况及预测

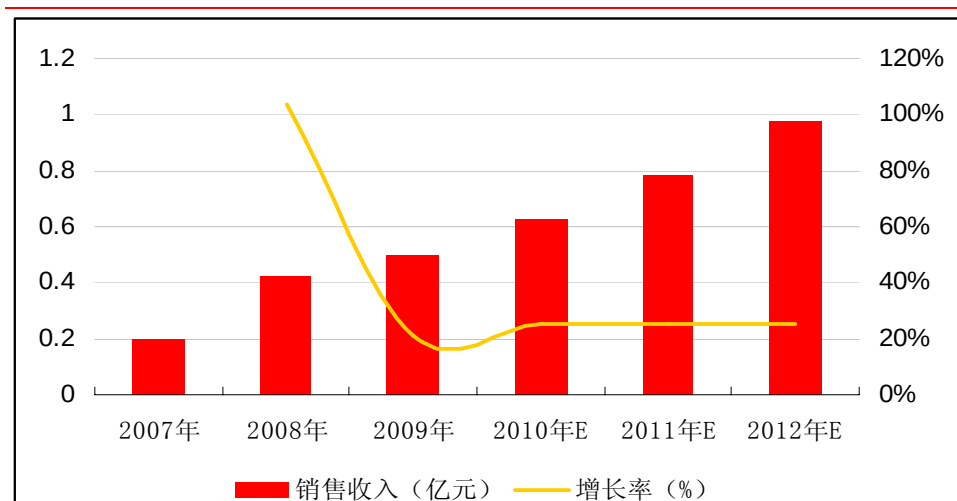


（数据来源：公司公告、爱建证券）

3、金感胶囊：有望快速增长的独家品种

金感胶囊与维C银翘片类似，是一种中西结合型感冒药，它具有清热解毒，疏风解表主要用于普通感冒、流行性感冒，外感风热症，症见发热，头痛，鼻塞，流涕，咳嗽，咽痛。该产品为公司独家销售的品种，由于该产品为公司独家品种，且其上市时间较短，销售基数小，加之公司在感冒药领域具有一定的知名度，上市以来销售额保持着较高增速，我们看好该药品未来三年的增长，预计2012年销量将接近1亿。

图8：2007年—2012年金感胶囊销售情况及预测

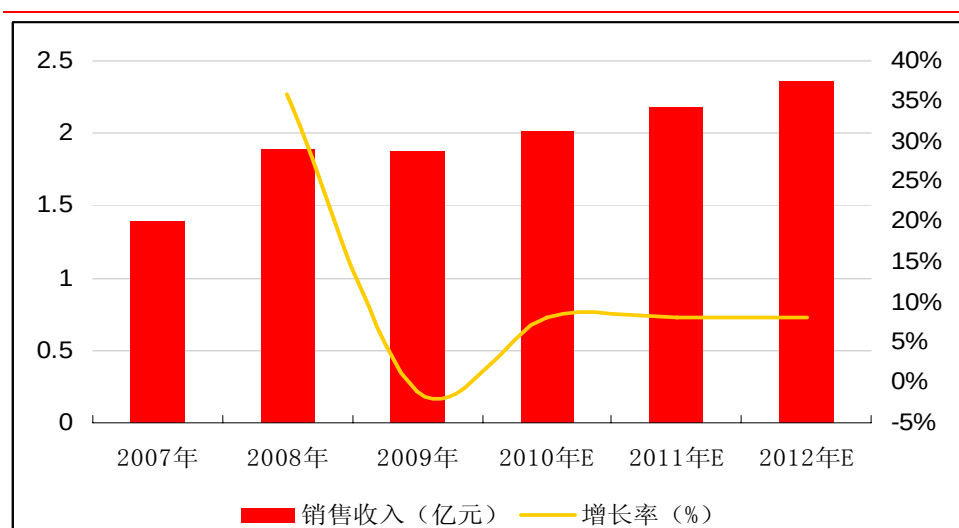


(数据来源：公司公告、爱建证券)

4、咳速停糖浆（及胶囊）： 独家苗药，公司的明星级产品

咳速停糖浆（及胶囊）：具有补气养阴，润肺止咳，益胃生津的功效，主要用于感冒及慢性支气管炎引起的咳嗽，咽干，咯痰，气喘等。该产品所处的止咳化痰类药品市场2009年规模达到72.06亿元，近三年，我国止咳化痰药市场规模复合年平均增长率达到9.93%。咳速停糖浆（及胶囊）作为公司独家专利的苗药品种，2009年销售收入达到1.87亿，位居国内止咳化痰类药品销量第四位。由于该产品的竞品较多，且基数已经较大，故我们认为该产品在未来三年增速在8%左右，略低于行业平均增速，很难迅速放量。

图 9：2007 年—2012 年咳速停糖浆（及胶囊）销售情况及预测

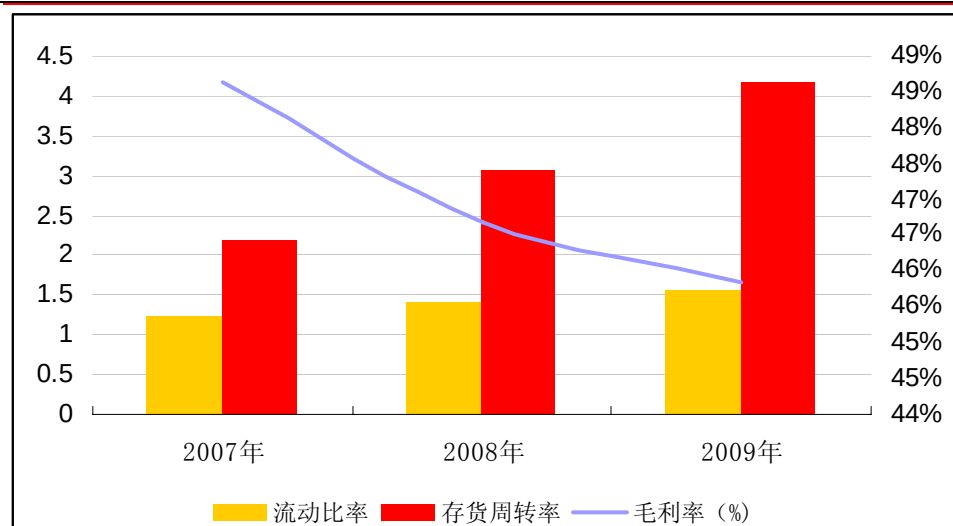


(数据来源：公司公告、爱建证券)

三、 公司偿债能力有待提高，运营能力不断增强，盈利能力不断下降

2007 年—2009 年公司流动比率分别为 1.23、1.40 和 1.56，虽然在逐年提高，但仍低于临界指标 2，说明公司偿债能力偏弱；公司同期存货周转率分别为 2.18、3.07 和 4.17，即使公司规模不断扩大，但该指标仍逐年提高；显示出公司较强的运营能力；公司近三年毛利率水平分别为 48.64%、46.69% 和 45.83%，呈现出不断下降的趋势，净资产收益率也从 2007 年的 45.08% 下降至 2009 年的 34.88%，盈利能力有下降趋势。

图 10：公司部分财务指标



(数据来源: 公司公告、爱建证券)

四、募投项目围绕主业以提高产能为主

从募投的四个项目所需资金分布看, 天台山药业GMP生产线建设项目所需资金占整个拟使用资金的62.86%, 而该项目主要是围绕着中药、苗药主业, 提升产能。

表1: 公司此次计划募投的项目

	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	

(数据来源: 公司公告、爱建证券)

- (1) 天台山药业GMP生产线建设项目: 该项目达产后将使维C银翘片的产能由目前的70亿片/年, 提升至135亿片/年; 金感胶囊和银丹心脑通软胶囊的产能提升5倍, 这将彻底解决目前公司面临的产能瓶颈困扰。我们初步预计该项目达产后, 将给公司新增销售收入5亿左右。
- (2) GAP种植基地建设项目: 该项目属于公司药品生产过程中的配套项目, 主要是为满足公司药品生产的需要, 从源头保障药品质量, 并可以较好的控制成本。项目建成后将达到年处理中药材约2400吨。
- (3) 技术中心建设项目: 该项目旨在建立医药研发及中试平台, 建设符合SFDA标准的中试车间, 定位为集新药研发、中药二次开发、仿创结合于一体的新型释药系统及其新剂型研究与中试平台, 属于提升研发实力的项目。

- (4) 营销网络建设项目：该项目是公司适应市场竞争环境，提高市场竞争能力，提升产品市场占有率的必然选择，项目将主要加强医院处方药的营销能力，促进银丹心脑通软胶囊等处方药的放量。

五、 盈利预测、合理价格区间和上市首日价格区间预测

我们预测公司 2010 年—2012 年每股收益分别为 0.97 元、1.20 元和 1.50 元。基于目前中成药子行业 2010 年平均 30 倍的动态市盈率，以及我们认为公司的独家产品银丹心脑通软胶囊在未来有爆发增长的可能，故给予公司高于行业平均的 30 倍—35 倍动态市盈率，合理申购价格区间为 29—34 元之间。

报表预测					
利润表	（单位：百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入		734.52	856.61	998.83	1173.24
减：营业成本		397.86	461.13	523.41	596.23
营业税金及附加		7.24	8.39	9.69	11.26
营业费用		144.21	171.32	199.77	234.65
管理费用		40.70	51.40	59.93	70.39
财务费用		13.35	-3.80	-2.60	0.20
资产减值损失		0.78	1.00	1.00	1.00
加：投资收益		0.42	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益		0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益		0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润		130.81	167.16	207.64	259.50
加：其他非经营损益		0.64	0.65	0.65	0.65
利润总额		131.45	167.82	208.29	260.16
减：所得税		19.78	25.17	31.24	39.02
净利润		111.67	142.64	177.05	221.13
减：少数股东损益		0.00	0.06	0.08	0.09
归属母公司股东净利润		111.67	142.58	176.97	221.04
EPS		0.76	0.97	1.20	1.50

(数据来源：爱建证券)

六、 风险提示

- (1) 公司产品的部分中药材原料近期价格波动幅度巨大，对公司经营产生的不利影响。
- (2) 公司部分品种进入了《09版医保目录》，故药品价格将由国家决定，药价的继续降价，将对公司经营产生风险。

投资评级说明

公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘升幅20%以上

推 荐：预期未来6个月内，个股相对大盘升幅5%~20%

中 性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回 避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

行业评级：

强于大市：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大市：预期未来6个月内，行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。