

强烈推荐-A (首次)

贵州百灵 002424.SZ

目标估值: N/A
当前股价: 43.60 元
2010年6月10日

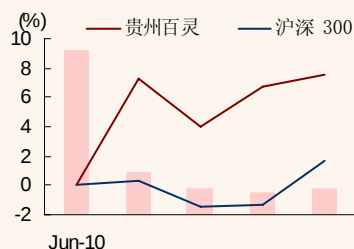
与“金子”共同成长

基础数据

上证综指	2584
总股本(万股)	14700
已上市流通股(万股)	2960
总市值(亿元)	64
流通市值(亿元)	13
每股净资产(MRQ)	2.7
ROE(TTM)	33.0
资产负债率	58.0%
主要股东	姜伟
主要股东持股比例	52.73%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	9	9
相对表现	11	31	15



相关报告

1、贵州百灵(002424)——国内苗药生产企业龙头，建议积极申购
2010/5/19

李珊珊

0755-83734347
lishsh@cmschina.com.cn
S1090210040001

研究助理:

徐列海

0755-83271609
xuliehai@cmschina.com.cn

百灵原来是一个产品较老的 OTC 企业，市场普遍觉得其成长性不强，我们，经过一定范围的外围及内围调研，提出我们与资本市场不同的观点：这是一个拐点型公司，2010 年是公司增速提速的拐点，其价值远远未被市场认识，是金子总会发光的，我们将与百灵共同成长。

- 1、好公司，战斗力很强：这是一个好公司，员工的凝聚力、战斗力很强：贵州本部的员工以进百灵工作为荣；分布在全国的销售人员稳定性非常高，很多省代都是跟着百灵十来年，人员数量虽然不是很多，但是非常精干。
- 2、民营企业看老板，老板们的个性决定了他们能成事：2 个老板个性上差异比较大，但是配合非常好，有一个特别重要的共性，决定了他们能成事——大气、善良、愿意分享。“财散人聚”，老板们的“舍得”让员工能围绕在百灵周围；老板们的大气、善良，让员工对公司有家的感觉，愿意长久地为百灵奋斗。这才是公司最本质的竞争力。
- 3、公司目前处在增速的拐点：公司以前是一个比较纯粹的 OTC 公司，咳速停、维 C 银翘片等品种较老，资本市场对 OTC 渠道的成长性预期很低；新产品银丹心脑通是处方药，公司以前涉足很少，资本市场担心其是否能成功，因此，资本市场对百灵的成长性预期并不高，业绩增速普遍预期在 20%-30%。我们，经过一定范围的外围及内围调研，提出我们与资本市场不同的观点：百灵的 OTC 增速将超市场预期，处方药银丹心脑通取得成功是大概率事件，将来这是一个终端过 10 亿的大品种（具体 OTC 及处方药的分析及判断理由请见我们即将推出的《贵州百灵深度报告》）。公司未来的业绩增速，我们的预测是 2010 年-2012 年都在 40%左右，成长性良好，2010 年是百灵增速的拐点。
- 4、我们预测，百灵 2010-2012 年 EPS 分别为 1.08 元、1.52 元、2.11 元，净利润增速分别为 42%、41%、39%，对应的 PE 分别为 39 倍、27 倍、20 倍，作为一个将来能持续高成长的好公司，公司目前的价值并不为资本市场所认知，但我们认为，是金子总是会发光的，百灵的价值将逐步被市场认同，作为一个优秀的成长股，我们希望投资者与百灵共同成长，首次给予“强烈推荐”的投资评级。主要风险是银丹心脑通的推广低于预期。更多信息请关注我们即将推出的《贵州百灵深度报告》。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	607	735	946	1184	1449
同比增长	36%	21%	29%	25%	22%
营业利润(百万元)	99	131	187	264	365
同比增长	15%	32%	43%	41%	39%
净利润(百万元)	80	112	159	224	310
同比增长	12%	39%	42%	41%	39%
每股收益(元)	0.55	0.76	1.08	1.52	2.11
PE	79.8	57.4	40.4	28.6	20.7
PB	24.4	17.1	3.9	3.6	3.2

资料来源：招商证券（EPS 为摊薄后数据）

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	465	693	1726	1857	2031
现金	35	205	1100	1086	1101
交易性投资	0	0	0	1	2
应收票据	150	185	237	296	362
应收款项	110	99	131	164	201
其它应收款	18	17	28	36	43
存货	99	90	113	134	157
其他	53	96	117	140	164
非流动资产	118	127	196	229	225
长期股权投资	9	9	9	8	8
固定资产	75	75	136	167	166
无形资产	29	31	28	25	22
其他	6	13	23	29	28
资产总计	583	820	1922	2087	2256
流动负债	318	445	288	296	248
短期借款	217	281	103	80	0
应付账款	56	47	59	70	82
预收账款	8	36	44	52	61
其他	37	81	83	94	105
长期负债	2	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0
其他	2	1	1	1	1
负债合计	321	445	289	297	249
股本	110	110	147	147	147
资本公积金	40	40	1150	1150	1150
留存收益	113	225	336	492	710
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	263	374	1632	1789	2006
负债及权益合计	583	820	1922	2087	2256

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	(40)	125	56	125	194
净利润			159	224	310
折旧摊销			13	16	17
财务费用			2	(2)	(8)
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(117)	(113)	(126)
其它			0	0	0
投资活动现金流	88	(26)	(81)	(51)	(14)
资本支出			(80)	(50)	(14)
其他投资			(1)	(1)	0
筹资活动现金流	(25)	54	919	(87)	(165)
借款变动			(178)	(23)	(80)
普通股增加			37	0	0
资本公积增加			1110	0	0
股利分配			(48)	(67)	(93)
其他			(2)	2	8
现金净增加额	23	153	895	(14)	15

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	607	735	946	1184	1449
营业成本	324	398	489	582	682
营业税金及附加	6	7	9	12	14
营业费用	123	144	204	262	316
管理费用	39	41	53	66	78
财务费用	15	13	2	(2)	(8)
资产减值损失	1	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	99	131	187	264	365
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	3	0	0	0	0
利润总额	97	131	187	264	365
所得税	17	20	28	40	55
净利润	80	112	159	224	310
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	80	112	159	224	310
EPS (元)	0.55	0.76	1.08	1.52	2.11

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	36%	21%	29%	25%	22%
营业利润	15%	32%	43%	41%	39%
净利润	12%	39%	42%	41%	39%
获利能力					
毛利率	46.7%	45.8%	48.3%	50.8%	52.9%
净利率	13.2%	15.2%	16.8%	18.9%	21.4%
ROE	30.6%	29.8%	9.7%	12.5%	15.5%
ROIC	19.8%	18.7%	9.2%	11.9%	15.1%
偿债能力					
资产负债率	55.0%	54.3%	15.1%	14.3%	11.0%
净负债比率	37.2%	34.2%	5.3%	3.8%	0.0%
流动比率	1.5	1.6	6.0	6.3	8.2
速动比率	1.2	1.4	5.6	5.8	7.5
营运能力					
资产周转率	1.0	0.9	0.5	0.6	0.6
存货周转率	3.1	4.2	4.8	4.7	4.7
应收帐款周转率	6.1	7.0	8.2	8.0	7.9
应付帐款周转率	8.2	7.7	9.2	9.1	9.0
每股资料(元)					
每股收益	0.55	0.76	1.08	1.52	2.11
每股经营现金	-0.27	0.85	0.38	0.85	1.32
每股净资产	1.79	2.55	11.10	12.17	13.65
每股股利	0.00	0.00	0.32	0.46	0.63
估值比率					
PE	79.8	57.4	40.4	28.6	20.7
PB	24.4	17.1	3.9	3.6	3.2
EV/EBITDA	57.9	45.5	35.3	25.6	19.0

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

李珊珊，厦门大学工商管理硕士，全国工商联医药业商会医药工业委员会副秘书长，中国成长型医药企业发展论坛副秘书长，5 年证券从业经验，2010 年加入招商证券，目前为招商证券医药行业首席分析师。

徐列海，中山大学金融学硕士，生物技术、会计双学士，2009 年加入招商证券，任医药行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。