

中药 II

贵州百灵 (002424.SZ) / 39.05 元

受惠医改增长平稳，超预期亮点雾里看花

事项

公司为国内最大的苗药生产企业，今年6月3日上市后，市场对公司有较高关注，为此我们组织联合调研，与公司高管进行了沟通了解。

主要观点

1、止咳化痰和感冒药市场优势突出，两种主打产品销售位列国内前4位。公司的主业是定位于苗药的生产与开发，重点在止咳化痰、感冒和心血管病中成药的生产与销售。其重点产品VC银翘片2009年按终端销售统计，在国内市场同类产品销售排名居第一位，几乎占据VC银翘片市场半壁江山，在国内前十大品牌感冒药销售排名位列第4，但增长率位列榜首，同比增长率达到37.2%，贡献公司当年35.6%的销售收入。受企业规模影响，片剂生产的产能利用率连续3年均超过110%，产销率超过100%，产品处于供不应求的状况，未来VC银翘片销量仍有上行空间。另一主打产品咳速停糖浆（含胶囊）09年市场销量位居念慈庵、太极和潘高寿止咳产品系列之后，同样名列第4，贡献公司25.4%的销售收入，近两年的产能利用率也达到105%，产销率均在100%以上。显示出在止咳化痰和感冒药领域上的突出优势。公司本次公开募集资金主要用于天台山生产线产能扩增，有望后期为公司业绩增长提供更大支撑。

2、心脑血管药物特色鲜明，07年至09年销售收入复合增长率达到70.9%。公司在心脑血管药物中的重点产品银丹心脑通软胶囊为公司自主研发的苗药制剂，在配伍上秉承了中医药的整体和辩证理念，从心、脑、血管与血液四方面同时整体施治，疗效全面。药品本身含银杏类、丹参类、灯盏细辛类成分，是国内心血管药物中唯一能够同时拥有4种心脑血管主流药材中的3类、且通过临床验证的中药。组方中放弃了全蝎、蜈蚣等药性猛烈的成分，服用安全而副作用小，并增加了绞股蓝、大蒜、山楂的成分，将治与防有机结合。产品上市后销售快速增长，08年销售收入同比增长了133.5%，受前处理提取环节产能限制的影响，09年增幅降低，但仍然达到了25.1%。目前销售收入已达1.25亿元，进入公司主打产品之列。预计产能扩增后，该产品将在现有基础上产生较大增长。不过作为处方药，公司目前采用的以底价代理模式对医院市场销售，一定程度上将受到反商业贿赂通知的影响，同时也将降低公司销售收益。因此，未来该产品增幅高低将关联与公司自营网络建设进展。

研究员：高利

联系人：范少忠 廖万国

Tel: 0755-82027735

Email: fanshaozhong@hczq.com

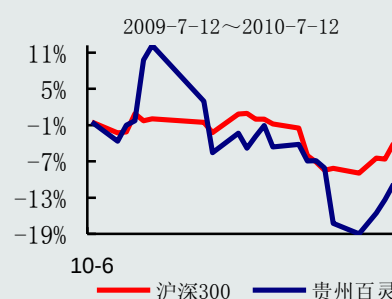
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	14700
流通A股/B股(万股)	2960/0
资产负债率(%)	54.33
每股净资产(元)	3.40
市盈率(倍)	51.41
市净率(倍)	11.47
12个月内最高/最低价	50.23/34.42

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

3、发展思路清晰，确立了“自主研发为主、合作研发为辅的内生性成长战略。”公司具有较强的自主研发能力，建有专门的药物技术研究中心，属国家认定的企业技术中心。技术中心现有专兼职科研人员201人，高级技术职称41人。在研项目中有银丹心脑通软胶囊（二次开发）、复方丹七脑心舒软胶囊、复方远枣宁神胶囊等10项为自主研发，另有姜酚胶丸，Y101和X002为合作研发项目。研发经费逐年提高，从07年的2805万元提高到09年的5027万元。目前公司技术中心已拥有纳米膜分离技术、超临界CO₂萃取技术、色谱纯化等多项技术，完成了苗药地方标准上升国家标准等一批重大技术创新项目，并积极布局新的产业结构。一方面投入资金建设GAP种植基地和新的营销网络，整合优化上下游产业链。另一方面，扩张业务领域范围，将业务触角向病毒性肝炎、阿尔茨海默氏症（老年失智症）治疗药物延伸。已形成了金感胶囊、姜酚胶丸等系列产品梯队，其中金感胶囊近3年销售持续增长，09年销售额已达到5037万元，有望成为公司主要盈利产品之一。

4、产品品种及剂型多样，价格较低，有44种产品入选新医保目录。公司及其全资子公司天台山药业共有药品批准文号107个，涉及87种药品，其中列入09年国家基本药物目录品种48个，医保目录44个，属医保甲类药物有32种。产品剂型涉及片剂、糖浆、（软）胶囊、散剂、喷雾剂、煎膏剂、注射剂等十余种剂型，并配置不同规格，可提供终端消费者不同选择和需求。公司产品走大众消费路线，主导产品在市场同类产品中价格处于较低水平，有一定的价格弹性，对国家药品管理办法有较大安全边际，可以为公司提供较稳定的基本收益来源。

5、公司已具备一定的品牌优势和覆盖广泛的营销网络。经过多年培育，公司“百灵鸟及图”商标已获得较高的市场知名度，07年已被认定为“中国驰名商标”。依靠品牌推动，公司主打产品获得了同类市场很高的占有率。在产品营销模式上，公司针对主打产品结构和类别，主要采用商业调拨、OTC销售模式，建立了总部、省、地市和县乡四级营销层次及管理体系，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。销售品种占公司品种总数的90%以上，所实现的销售额占公司销售总额的80%以上。同时，对处方药销售采用招商代理和自营模式，在全国31个省、市、自治区进行了招商工作，与80家代理商建立了合作关系，已开发三甲医院300多家，二甲医院600多家，其中约有20%的三甲医院属公司以自营模式自主开发获得。自07至09年，公司产品销售总额从4.46亿元增长到7.35亿元，年均复合增长率为28.4%，拥有销售过亿产品3个，显示公司在品牌和营销上的实力。

6、公司发展存在短期的制约瓶颈。公司立意长远，未来存在加速发展的预期。但目前也存在阻碍公司高速成长的不利因素，分析主要包括以下几方面因素：

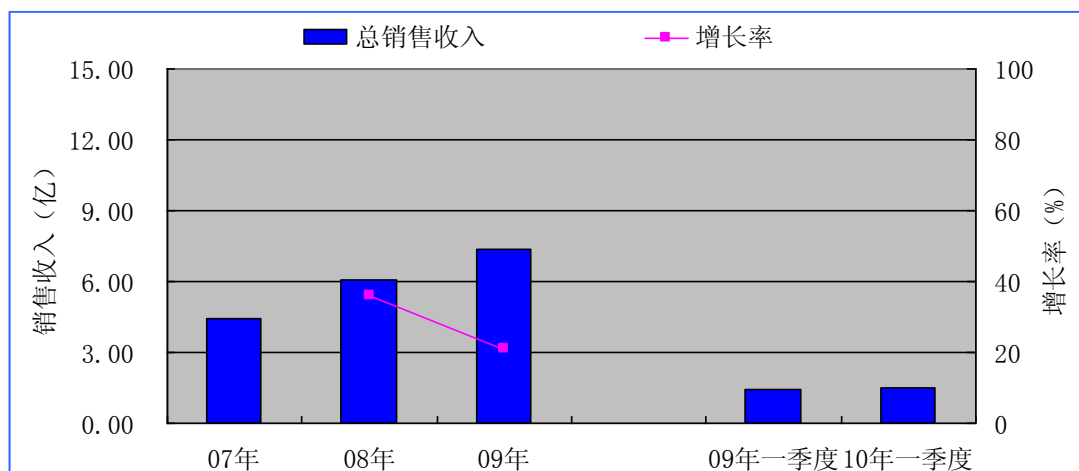
（1）公司产品结构失重，4种主打产品中OTC药物占了3种，且集中在止咳化痰和感冒类。该领域同类产品多且技术门槛不高，品种间替代性强，较难形成特有的核心竞争力。受益于医改推动的市场扩容和公司营销力度加大，公司产品近几年维持较高增长。但市场将受到来自已有及新进入者的不断挤压，在目前已取得较高市场份额的基数上继续保持较高增长存在一定难度。（2）公司为国内最大的苗药生产企业，但苗药作为一种概念的意义大过其自身优势，与典型中药相比，苗药多以单方制剂，在实际疗效上并不占据整体上风，能否以苗药概念带来实际的利润增长值得商榷。（3）公司营销优势主要在OTC市场，随着新医改的推进，社区及农村基层医疗体系的广覆盖将在相当程度上取代零售药房的职能，公司销售优势将受到一定的制约。尽管公司已着手强化医院销售模式，但在队伍建设、管理、网络构建等方面将付出时间与机会成本。（4）公司目前的销售模式中自营比例较低，这不仅造成公司利润分流，并且对网络的控制及开发主动性较差，不利于未来新产品的补充，同时对愈来愈严格的商业销售行为监管存在较大政策风险。（5）受近年药材价格上涨及云南大旱影响，公司主打产品原料及大宗采购药材中的三七、金银花、桔梗、连翘、丹参等均出现不同程度的涨幅，尽管

政策干预价格有一定回落，但未来仍有在较高价位运行的预期，对公司生产成本造成一定压力。（7）公司产品多但具有较强核心竞争力产品较少，在研项目中大多数尚处在临床前试验阶段，新药补充在短期内存在空窗期，并且市场存在对公司在研产品有较强实力的竞争产品。

7、盈利预测与投资建议。推荐（首次）

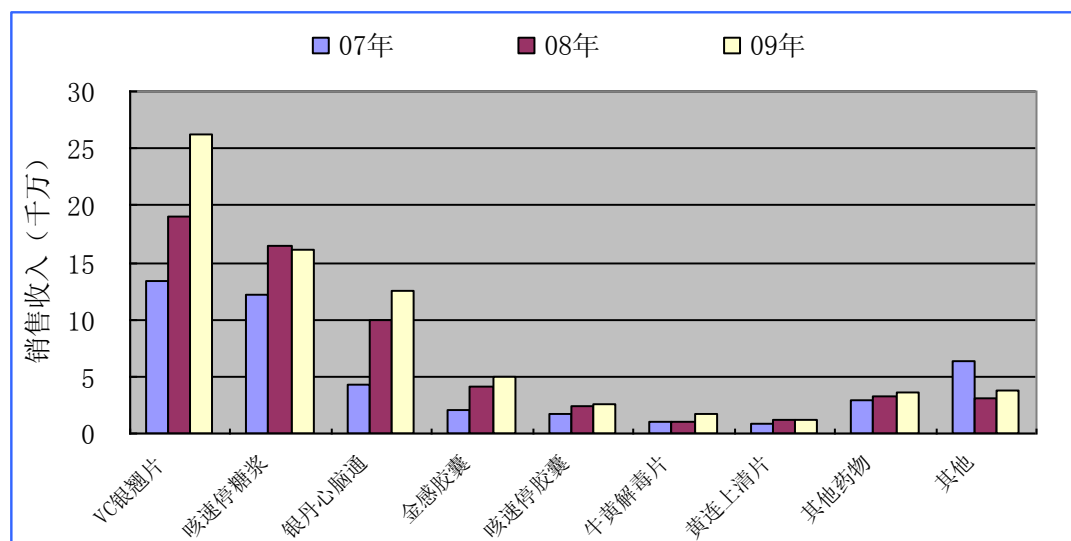
我们认为，公司基础稳固，研发能力逐步增强，长远来看，有产生超预期增长的潜力。依据现有资料，我们预测公司10年、11年和12年销售收入将以接近20%的增幅增长，三年的EPS分别为0.95元、1.34元和1.75元，对应2010年7月9日收盘价PE值为41.3倍、29.2倍和22.3倍。首次给予推荐评级。

图表1 公司近3年及10年一季度全部产品销售收入同比增长情况



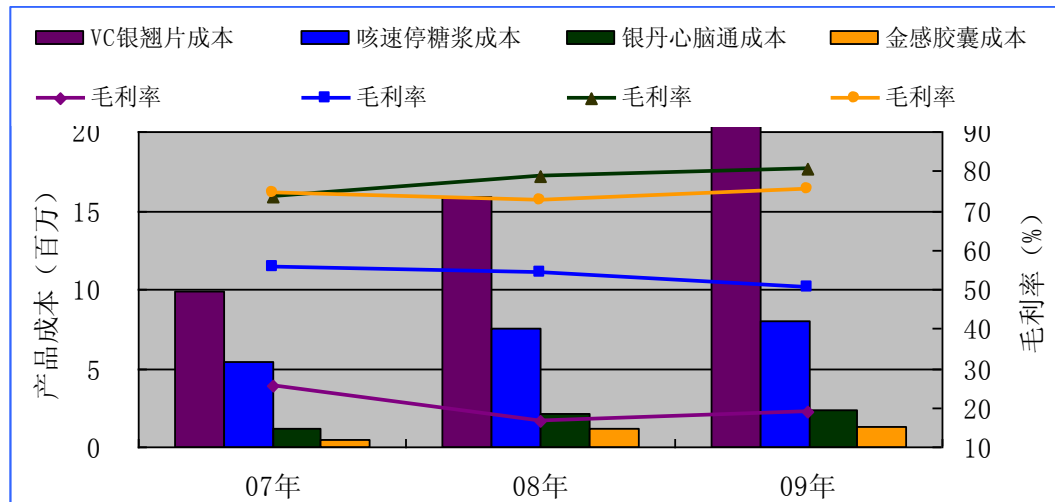
资料来源：万得资讯 华创证券

图表2 公司近3年分产品销售增长情况



资料来源：万得资讯 华创证券

图表3 公司近3年主打产品成本变动及毛利率对比



资料来源：万得资讯 华创证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	693	2213	2435	2724
现金	205	1686	1841	2074
应收账款	99	99	103	100
其它应收款	17	18	18	18
预付账款	96	144	201	265
存货	90	99	96	95
其他	185	168	176	172
非流动资产	127	132	150	177
长期投资	9	7	8	8
固定资产	75	72	69	65
无形资产	31	31	32	33
其他	13	22	42	71
资产总计	820	2345	2585	2902
流动负债	445	424	467	526
短期借款	281	243	247	257
应付账款	47	63	78	81
其他	117	118	143	188
非流动负债	1	2	2	2
长期借款	0	0	0	0
其他	1	2	2	2
负债合计	445	426	469	528
少数股东权益	0	0	0	0
股本	110	147	147	147
资本公积	40	1409	1409	1409
留存收益	225	364	560	818
归属母公司股东权益	374	1919	2116	2374
负债和股东权益	820	2345	2585	2902

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	125	108	137	203
净利润	112	139	197	258
折旧摊销	0	4	4	4
财务费用	13	-2	-17	-20
投资损失	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	0	-23	-26	-8
其它	1	-10	-20	-30
投资活动现金流	-26	2	-2	-1
资本支出	22	0	0	0
长期投资	0	-2	1	-0
其他	-5	-0	-1	-1

利润表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	735	878	1041	1229
营业成本	398	480	551	620
营业税金及附加	7	9	10	12
营业费用	144	184	215	252
管理费用	41	55	63	73
财务费用	13	-2	-17	-20
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	10	20	30
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	131	161	238	321
营业外收入	1	4	2	1
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	131	164	239	320
所得税	20	25	42	62
净利润	112	139	197	258
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	112	139	197	258
EBITDA	144	163	225	304
EPS (元)	1.02	0.95	1.34	1.75

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	20.9%	19.5%	18.6%	18.1%
营业利润	31.6%	23.2%	47.7%	34.8%
归属于母公司净利润	39.1%	24.4%	41.6%	31.0%
获利能力				
毛利率	45.8%	45.3%	47.1%	49.5%
净利率	15.2%	15.8%	18.9%	21.0%
ROE	29.8%	7.2%	9.3%	10.9%
ROIC	27.9%	29.3%	37.8%	49.6%
偿债能力				
资产负债率	54.3%	18.2%	18.1%	18.2%
净负债比率	62.99%	57.13%	52.68%	48.72%
流动比率	1.56	5.22	5.21	5.18
速动比率	1.36	4.99	5.01	5.00
营运能力				
总资产周转率	1.05	0.55	0.42	0.45
应收账款周转率	7	9	10	12
应付账款周转率	7.70	8.73	7.83	7.83
每股指标 (元)				

筹资活动现

金流	54	1371	21	30	每股收益(最新摊薄)	0.76	0.95	1.34	1.75
短期借款	63	-37	4	10	每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	0.73	0.93	1.38
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.55	13.06	14.40	16.15
普通股增	0	37	0	0	估值比率				
资本公积	0	1369	0	0	P/E	38.47	41.32	29.17	22.26
增加	-9	2	17	20	P/B	11.47	2.99	2.71	2.42
其他									
现金净增加	153	1480	156	233	EV/EBITDA	40	36	26	19
额									

资料来源：公司报表、华创证券

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801