

公司业绩平稳增长，未来成长还将加速

贵州百灵 (002424)

评级: 增持

前股价: 44.61 元

目标价: 52.0 元

三季报点评

2010年10月20日 星期三

东海医药研究小组

屈昶、袁舰波

执业证书编号: S0630208010053

执业证书编号: S0630208010052

021-50586660-8643

qy@longone.com.cn

医药生物行业/中药

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

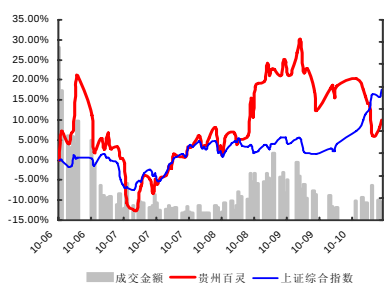
重要数据

总股本(亿股)	1.47
流通股本(亿股)	0.37
总市值(亿元)	65.58
流通市值(亿元)	16.51

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1个月	(10.44)	(25.95)
3个月	11.55	(7.16)
6个月	10.07	11.10

个股相对上证综指走势图



投资要点

□ 2010 年前三季度公司业绩平稳增长

公司 2010 年前三季度实现销售收入 4.90 亿元, 同比增长 20.09%, 实现归属上市公司股东净利润 8090 万元, 同比增长 61.83%, 每股收益 0.64 元。

□ 毛利率稳中有升, 费用率增长略快

受益于 OTC 品牌中药的平稳增长和银丹心脑血管胶囊的快速增长, 报告期内公司收入同比增长 20.09%, 毛利率水平稳中有升, 达到 50.96%。总的来说, 公司主业保持了稳定而快速的增长。

公司三项费用率 33.22%, 同比增长 6.24 个百分点, 费用率增长略快的主要原因是公司产品结构进一步优化, 以银丹心脑血管为代表的处方药销售费用增长所致, 报告期内公司销售费用率为 24.5%, 同比提升 5.3 个百分点。

□ OTC 品牌药将保持平稳增长

随着四季度开始公司产能瓶颈的逐渐消除, 公司的增长步伐有望加速。OTC 药物方面, 咳速停糖浆 (及胶囊) 具有显著的苗药特色, 将保持两位数的正常增长。维 C 银翘片受不良反应信息通报的影响, 短期销量可能会受到冲击, 但从长期来看, 该药品具有非常扎实的市场基础, 且将受益于新医改的基层放量, 预计销售将很快恢复并保持平稳增长。

□ 银丹心脑血管软胶囊是公司近年业绩亮点

银丹心脑血管软胶囊作为公司的独家品种和医保乙类品种, 具有苗药的特色和心脑血管同治的疗效。预计在公司解决产能问题后, 银丹心脑血管将成为最大的业绩亮点, 近几年复合增长率有望超过 50%。

□ 盈利预测与估值

我们维持原有看法, 随着公司产能瓶颈的解决, 公司四季度开始业绩增长有望加速, 另外公司还存在较大的苗药整合预期。

我们维持公司的盈利预测, 预测 2010 年-2012 年的 EPS 分别为 0.96 元、1.37 元和 1.81 元, 给予公司“增持”评级。

附：三大表预测

资产负债表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	1844	3540	20521	20521	20521	45464
应收款项	23843	27779	30134	34235	41987	51375
存货净额	10847	9874	8973	13190	13477	15797
其他流动资产	2002	5323	9633	8618	10569	12932
流动资产合计	38536	46515	69261	76564	86554	125568
固定资产	7956	7845	8556	9550	10534	11470
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	90184	101057	141004
短期借款及交易性金融负债	23240	21720	28060	26424	14912	0
应付款项	3782	6456	9044	8100	9603	13772
其他流动负债	4324	3655	7347	4014	4764	28752
流动负债合计	31346	31831	44451	38538	29279	42524
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	241	241	98	98	98	198
长期负债合计	241	241	98	98	98	198
负债合计	31587	32072	44548	38635	29377	42721
少数股东权益	23	0	0	0	0	0
股东权益	18246	26275	37442	51549	71680	98283
负债和股东权益总计	49855	58347	81990	90184	101057	141004
利润表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	44620	60736	73452	86177	105691	129324
营业成本	22918	32377	39786	40235	47757	57131
营业税金及附加	441	587	724	345	423	517
销售费用	9126	12343	14421	22406	26423	32331
管理费用	2483	3919	4070	5171	6341	7759
财务费用	895	1536	1335	1424	1063	288
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	16596	23684	31297
营业外净收支	109	(257)	64	0	0	0
利润总额	8749	9684	13145	16596	23684	31297
所得税费用	1549	1654	1978	2489	3553	4695
少数股东损益	9	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	7191	8030	11167	14107	20131	26603
增长率	#DIV/0!	11.7%	39.1%	26.3%	42.7%	32.1%
现金流量表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	7191	8030	11167	14107	20131	26603
资产减值准备	98	(40)	20	(78)	0	0
折旧摊销	1240	1319	1351	917	1123	1382

公允价值变动损失	(98)	(58)	(78)	0	0	0
财务费用	895	1536	1335	1424	1063	288
营运资本变动	(28417)	(4356)	383	(11658)	(7737)	14185
其它	(89)	40	(20)	78	0	0
经营活动现金流	(20075)	4934	12823	3366	13517	42169
资本开支	(9266)	(1094)	(2022)	(1730)	(2005)	(2215)
其它投资现金流	0	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(9566)	(1677)	(2022)	(1730)	(2005)	(2315)
权益性融资	0	0	0	0	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	(1636)	(11512)	(14912)
融资活动现金流	31485	(1562)	6180	(1636)	(11512)	(14912)
现金净变动	1844	1696	16981	0	0	24943
货币资金的期初余额	0	1844	3540	20521	20521	20521
货币资金的期末余额	1844	3540	20521	20521	20521	45464
企业自由现金流	0	7323	14101	2847	12416	40199
权益自由现金流	0	0	20281	0	0	25043
关键财务与估值指标	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.65	0.73	1.02	0.96	1.37	1.81
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	1.66	2.39	3.40	3.51	4.88	6.69
ROS	16%	13%	15%	16%	19%	21%
ROE	39%	31%	30%	27%	28%	27%
毛利率	49%	47%	46%	53%	55%	56%
EBIT Margin	22%	19%	20%	21%	23%	24%
EBITDA Margin	25%	21%	22%	22%	24%	25%
收入增长	#DIV/0!	36%	21%	17%	23%	22%
净利润增长	#DIV/0!	12%	39%	26%	43%	32%
资产负债率	63%	55%	54%	43%	29%	30%
息率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	0.0	0.0	0.0	51.8	36.3	27.5
P/B	0.0	0.0	0.0	14.2	10.2	7.4
EV/EBITDA	2.1	1.7	1.8	42.0	30.0	23.5

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

屈昶: 东海证券医药行业分析师, 中山大学硕士, 主要研究化学原料药、医疗器械及医药商业板块。

重点跟踪公司: 浙江医药、爱尔眼科、贵州百灵、海正药业、南京医药、天士力、九芝堂等。

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、现代制药、仁和药业等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点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, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 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。本报告可能因时间和其他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。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。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。

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, 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。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122