

强烈推荐-A (维持)

贵州百灵 002424.SZ

目标估值: 46.00 元

当前股价: 34.20 元

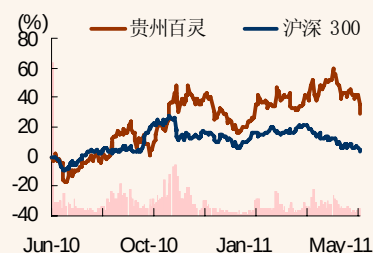
2011年6月20日

基础数据

上证综指	2643
总股本(万股)	23520
已上市流通股(万股)	5920
总市值(亿元)	80
流通市值(亿元)	20
每股净资产(MRQ)	8.1
ROE(TTM)	10.0
资产负债率	35.2%
主要股东	姜伟
主要股东持股比例	52.7%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-15	-10	23
相对表现	-7	1	15



相关报告

1、贵州百灵(002424)—2010年业绩符合预期,未来成长空间巨大

2011/4/26

2、贵州百灵(002424)—收购世禧制药,拉开苗药整合的序幕

2011/4/13

3、贵州百灵(002424)—太子参+山银花,吹响进军中药材种植的号角

2011/2/17

4、贵州百灵(002424)—与“金子”共同成长

2010/6/10

李珊珊, CPA

0755-83734347

lishsh@cmschina.com.cn

S1090511040046

研究助理:

徐列海

0755-83271609

xuliehai@cmschina.com.cn

廖星昊, CIIA

0755-83271617

liaoxh@cmschina.com.cn

收购和仁堂药业, 苗药整合进行时

公司近日公告收购贵州和仁堂药业, 完全符合我们之前的预期“收购世禧制药拉开公司苗药整合的序幕”。和仁堂药业拥有包括泌淋清和康妇灵在内的六个独家苗药品种, 涵盖妇科用药、泌尿系统用药和感冒止咳药等三大类, 能够丰富百灵现有产品线, 拥有良好的市场前景。考虑到公司对和仁堂药业的整合还未全部完成, 营销体系正在建设中, 我们暂不调整原有盈利预测, 维持“强烈推荐-A”的投资评级。

- 公司近日公告, 拟以超募资金人民币 4000 万元的价格收购贵州和仁堂药业有限公司 60%的股权。
- 和仁堂药业拥有优秀的苗药品种。和仁堂药业是贵州当地较大的一家苗药生产企业, 2010 年 1~9 月实现营业收入 2593 万元, 净利润 400 万元, 拥有六个独家苗药品种和一个小儿感冒用药品种, 其中妇科用药康妇灵胶囊 2010 年前三季度实现销售收入 1295 万元, 泌尿系统用药泌淋清胶囊 2010 年前三季度实现销售收入 1191 万元。两个品种的毛利率均超过 50%, 市场前景广阔。
- 收购和仁堂药业, 苗药整合进行时。继今年 4 月收购世禧制药获得妇科用药经带宁胶囊(独家苗药品种)和肠道疾病用药鞣酸苦参碱胶囊后, 公司收购和仁堂药业进一步丰富了妇科用药的产品线, 新增泌尿系统感染用药泌淋清胶囊, 公司可利用品牌优势和现有的销售渠道做大做强。
- 暂不调整盈利预测, 维持“强烈推荐-A”的投资评级: 考虑到公司对和仁堂药业的整合还未全部完成, 营销体系正在建设中, 我们暂不调整原有盈利预测, 维持 2011~2013 年 EPS 1.37 元/1.94 元/2.58 元的盈利预测, 对应动态 PE 为 25 倍/18 倍/13 倍。鉴于公司优秀的高成长性、药品业务稳定高成长、中药材种植可复制性强、苗药整合带来的想象空间巨大, 维持“强烈推荐-A”的投资评级。
- 风险提示: 处方药销售低于预期和中药材价格大幅波动。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	735	864	1414	1860	2418
同比增长	21%	18%	64%	2%	30%
营业利润(百万元)	131	183	372	530	709
同比增长	32%	40%	103%	43%	34%
净利润(百万元)	112	158	321	456	607
同比增长	39%	42%	103%	42%	33%
每股收益(元)	0.47	0.67	1.37	1.94	2.58
PE	72.0	50.8	25.0	17.7	13.2
PB	21.5	4.4	4.0	3.6	3.2

资料来源: 招商证券

一、贵州和仁堂药业概况

公司近日公告，拟以超募资金人民币 4000 万元的价格收购贵州和仁堂药业有限公司 60%的股权。

表 1：和仁堂药业的主要财务数据

项目（单位：万元）	2010 年 9 月 30 日	2009 年 12 月 31 日
资产总计	1965.7	4220.4
负债总计	791.4	3443.8
所有者权益合计	1174.3	776.7
营业收入	2593.3	3536.9
营业成本	1157.0	1733.3
营业利润	403.0	343.1
净利润	397.7	338.5
经营活动产生的现金流量净额	119.3	-7.7

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

和仁堂拥有六个具有发明专利的独家苗药，分别为：泌淋清胶囊、洁阴灵洗剂、咳清胶囊、康妇灵胶囊、胃可安胶囊、咽炎清片，同时拥有市场前景较好的产品小儿氨酚烷胺颗粒。

表 2：和仁堂药业的主要品种

产品名称	适应症	2010 年 1~9 月			2009 年		
		营业收入	营业成本	毛利率	营业收入	营业成本	毛利率
24 粒泌淋清	湿热蕴结所致的小便不利，淋漓涩痛，尿血，急性非特异性尿路感染，前列腺炎，淋病等	545.7	151.6	72%	745.2	201.4	73%
36 粒泌淋清/国		644.9	330.4	49%	718.1	279.2	61%
24 粒康妇灵	宫颈炎、阴道炎，月经不调，赤白带下，痛经，附件炎等	389.6	114.8	71%	750.0	391.0	48%
36 粒康妇灵/国		905.0	472.5	48%	1202.6	754.8	37%
12 粒胃可安胶囊	脘腹冷痛，胸胁胀满，食欲不振，消化性溃疡病，慢性胃炎	2.8	3.1	-13%			
36 粒胃可安胶囊		8.0	4.5	44%	45.5	29.0	36%
9 袋小儿氨酚颗粒	儿童普通感冒及流行性感	4.1	6.2	-52%	25.3	31.5	-25%
10 袋小儿氨酚颗粒		38.1	40.4	-6%	50.3	46.4	8%
12 袋小儿氨酚颗粒		7.1					
咳清胶囊 12 粒	感冒引起的咳嗽、支气管炎	45.9	32.6	29%			
咳清胶囊 24 粒		1.8	0.7	61%			
洁阴灵 180ml	妇女湿热下注引起的阴痒，以及霉菌性、滴虫性阴道炎	0.2	0.1	42%			

合计

2593.3

1157.0

55%

3536.9

1733.3

51%

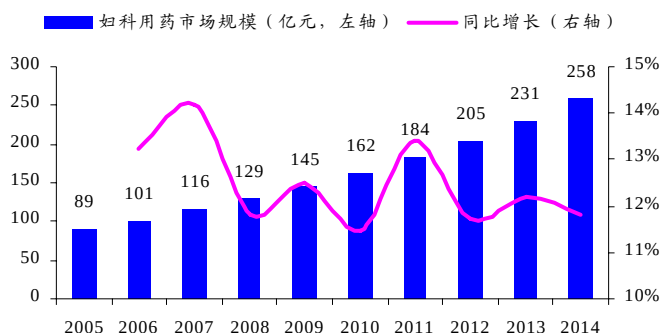
资料来源：公司公告，招商证券研发中心

二、康妇灵胶囊和泌淋清胶囊是亮点

和仁堂药业的七个品种中，康妇灵胶囊和泌淋清胶囊销售规模最大：

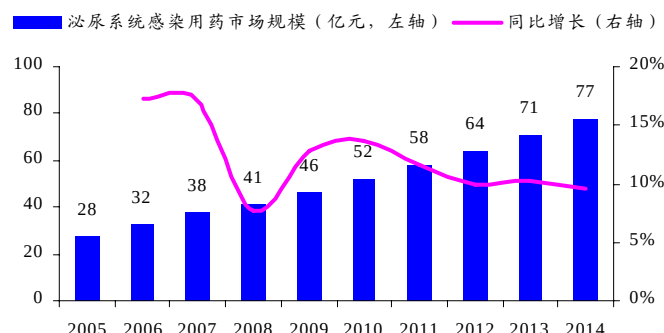
- **康妇灵胶囊**：2009 年销售收入 1953 万元，2010 年 1~9 月销售收入 1295 万元，康妇灵胶囊属于妇科用药产品，妇科用药市场规模大，并且增长速度也较快，2005~2009 年妇科用药市场规模逐年增长，销售金额由 2005 年的 89.43 亿元增长至 2009 年的 145.48 亿元，年复合增长率为 12.94%。
- **泌淋清胶囊**：2009 年销售收入 1463 万元，2010 年 1~9 月销售收入 1191 万元，泌淋清胶囊属于泌尿系统感染疾病用药，泌尿系统感染疾病用药市场规模较大，并且市场保持稳定增长，2005~2009 年泌尿系统感染疾病用药（不包括抗菌和抗感染药）市场规模逐年增长，销售金额由 2005 年的 27.51 亿元增长至 2009 年的 45.96 亿元，年复合增长率为 13.69%。

图 1：妇科用药市场规模



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

图 2：泌尿系统感染疾病用药市场规模*



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

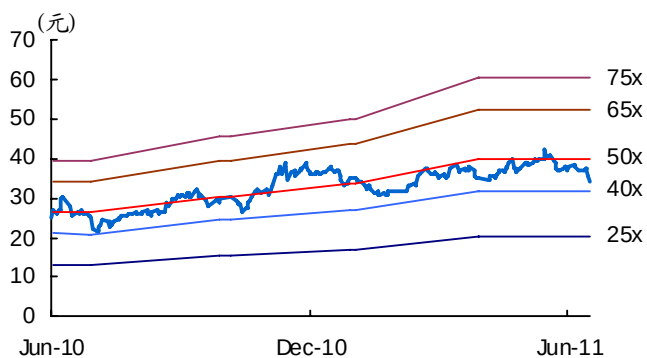
注*：不含抗菌和抗感染药

三、收购和仁堂，苗药整合进行时

继今年 4 月收购世禧制药获得妇科用药经带宁胶囊（独家苗药品种）和肠道疾病用药鞣酸苦参碱胶囊后，公司此次收购和仁堂药业，又将获得六个独家苗药品种和一个小儿感冒用药品种。这些中小型苗药企业过去由于管理和营销体系上的一些问题，企业规模并不大，但拥有不错的独家苗药品种。百灵通过不断的收购兼并，可以丰富公司苗药的生产品种，迅速扩大苗药产品的市场，强化公司在苗药领域的龙头地位。

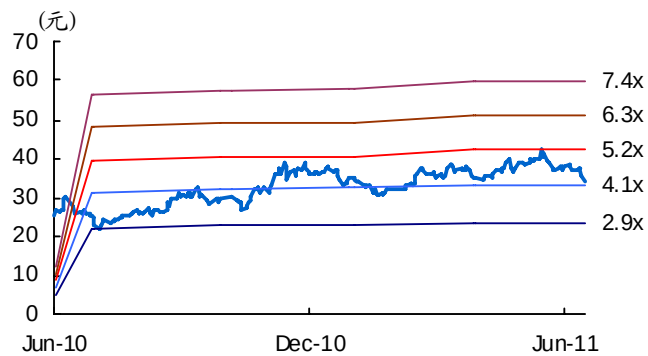
由于公司目前还未完成对和仁堂药业的整合过程，对和仁堂原有营销体系的改革也正在进行中，因此我们暂不考虑此次收购对公司未来经营业绩的影响，维持原有盈利预测不变。

图 3: 贵州百灵历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 4: 贵州百灵历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	693	2599	2384	2573	2849
现金	205	1319	940	1126	1092
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	185	430	565	558	605
应收款项	99	156	239	315	409
其它应收款	17	17	28	37	48
存货	90	345	418	330	428
其他	96	333	193	207	268
非流动资产	127	201	272	361	481
长期股权投资	9	9	9	9	9
固定资产	75	126	192	274	356
无形资产	31	31	28	25	23
其他	13	35	43	53	93
资产总计	820	2800	2657	2934	3330
流动负债	445	820	517	567	659
短期借款	281	569	200	200	200
应付账款	47	96	129	166	214
预收账款	36	28	52	66	86
其他	81	128	136	135	159
长期负债	1	132	132	132	132
长期借款	0	130	130	130	130
其他	1	2	2	2	2
负债合计	445	952	649	699	791
股本	110	235	235	235	235
资本公积金	40	1332	1332	1332	1332
留存收益	225	280	441	668	972
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	374	1847	2008	2235	2539
负债及权益合计	820	2800	2657	2934	3330

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	125	(448)	260	548	445
净利润			321	456	607
折旧摊销			22	31	40
财务费用			15	15	15
投资收益			(0)	(0)	(0)
营运资金变动			(104)	42	(224)
其它			5	5	6
投资活动现金流	(26)	(166)	(94)	(120)	(160)
资本支出			(90)	(120)	(160)
其他投资			(4)	0	0
筹资活动现金流	54	1742	(545)	(243)	(318)
借款变动			(369)	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(161)	(228)	(304)
其他			(15)	(15)	(15)
现金净增加额	153	1129	(379)	185	(34)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	735	864	1414	1860	2418
营业成本	398	412	645	828	1071
营业税金及附加	7	7	14	19	24
营业费用	144	192	286	368	472
管理费用	41	52	81	99	126
财务费用	13	16	15	15	15
资产减值损失	1	2	2	2	2
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	131	183	372	530	709
营业外收入	1	7	6	6	6
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	131	190	378	536	715
所得税	20	31	57	80	107
净利润	112	158	321	456	607
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	112	158	321	456	607
EPS (元)	0.47	0.67	1.37	1.94	2.58

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	21%	18%	64%	32%	30%
营业利润	32%	40%	103%	43%	34%
净利润	39%	42%	103%	42%	33%
获利能力					
毛利率	45.8%	52.3%	54.4%	55.5%	55.7%
净利率	15.2%	18.3%	22.7%	24.5%	25.1%
ROE	29.8%	8.6%	16.0%	20.4%	23.9%
ROIC	18.7%	6.5%	14.1%	18.1%	21.4%
偿债能力					
资产负债率	54.3%	34.0%	24.4%	23.8%	23.8%
净负债比率	34.2%	25.0%	12.4%	11.2%	9.9%
流动比率	1.6	3.2	4.6	4.5	4.3
速动比率	1.4	2.7	3.8	4.0	3.7
营运能力					
资产周转率	0.9	0.3	0.5	0.6	0.7
存货周转率	4.2	1.9	1.7	2.2	2.8
应收帐款周转率	7.0	6.8	7.2	6.7	6.7
应付帐款周转率	7.7	5.8	5.7	5.6	5.6
每股资料(元)					
每股收益	0.47	0.67	1.37	1.94	2.58
每股经营现金	0.53	-1.90	1.10	2.33	1.89
每股净资产	1.59	7.85	8.54	9.50	10.80
每股股利	0.00	1.10	0.68	0.97	1.29
估值比率					
PE	72.0	50.8	25.0	17.7	13.2
PB	21.5	4.4	4.0	3.6	3.2
EV/EBITDA	81.1	60.0	31.0	22.0	16.6

分析师承诺

负责本研究报告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 CPA，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，注册会计师（CPA）。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。

廖星昊 CIIA，上海财经大学金融数学与金融工程硕士，武汉大学生命科学与技术基地班学士，1年股权投资经验，注册国际投资分析师（CIIA）。2010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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。