

持续受益于基本药物制度

买入维持评级

目标价格：18元

投资要点：

- 📖 **净利润同比增长 52%，符合预期**
- 📖 **营销改革成效显著，重点产品高速增长**
- 📖 **基本用药目录实施为公司产品带来强劲动力**

报告摘要：

- **净利润同比增长 52%，符合预期。**2011 年公司实现营业收入 24.34 亿元，同比增长 33.94%；利润总额 1.75 亿元，同比增长 49.24%；实现净利润 1.3 亿元，同比增长 52.05%；实现经营性净现金流 1.4 亿元，比上年同期增长 54.41%；EPS 为 0.41 元。每 10 股派 2 元。
- **营销改革成效显著，重点产品高速增长。**三七类产品实现收入 3 亿元，同比增长 54%；营业利润 3500 万，同比增长 84%；三七类营业利润已占到总营业利润的 38%，主要原因是营销改革成效显著，以提升销量为目标的学术推广以及空白区域市场和医院的开发力度加大；天玄清注射液享受单独定价，招标价比同类药品高出 1 倍；2011 年血塞通软胶囊、血塞通粉针 400mg、血塞通粉针 200mg、天玄清注射液分别增长 110%、106%、65%、43%。
- **基本用药目录实施为公司产品带来强劲动力。**由于血塞通粉针作为治疗脑血管病的三七提取物，疗效已受到全球认可，进入基本药物目录的竞争对手很少，因此公司营销紧密配合基本药物制度的实施，实现了社区医院、县医院和农村医疗保险需求等基层市场的高速增长。由于产品供不应求，2011 年委托重庆药友代工约 1000 万支，而公司 3000 万支新产能去年底刚刚通过 GMP 认证，2012 年可节省代工费 1000 万元左右。待 2013 年三七价格回落时，公司产品增速将更快。
- **盈利预测与估值。**根据股权激励的触发条件，公司 2010-12 年每年业绩增速分别为 50%、50% 和 30%。不考虑增发股本摊薄，预计 2012~2014 年 EPS 至 0.58/0.77/0.99 元，对应 PE24/18/14，维持“买入”评级，给予 2012 年 30 倍 PE，维持目标价 18 元。
- **风险因素。**药品降价政策波及基本药物独家品种。

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入	2,434	3,204	4,251	5,639
增长率	34%	32%	33%	33%
归母净利润	130	183	240	310
增长率	52%	41%	31%	29%
EPS (元)	0.41	0.58	0.77	0.99
P/E	33.54	23.81	18.16	14.08

医药研究组

分析师：

孙伟娜 (S1180511010011)

电话：010-88085269

Email: sunweina@hysec.com

联系人：

卫雯清

电话：010-88085985

Email: weiwending@hysec.com

市场表现



主要指标

收盘价	13.89
一年内最高/最低	17.58/10.55
总股本 (万股)	31417.6
流通 A 股(万股)	31390.5

数据来源：Wind

相关研究

昆明制药中报点评：血塞通高速增长预计持续 3-5 年 买入 2011.7

昆明制药调研简报：血塞通无忧，天玄清提速 首次买入评级 2010.5.30

表 1: 财务报表预测

资产负债表					利润表 (百万元)				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	243	336	446	592	营业收入	2434	3204	4251	5639
应收票据	81	106	141	187	营业成本	1713	2259	3004	4001
应收账款	294	387	513	680	营业税金及附加	15	18	24	33
预付款项	64	87	118	160	销售费用	394	513	676	891
其他应收款	63	83	110	146	管理费用	133	174	226	300
存货	388	511	680	906	财务费用	9	4	10	12
其他流动资产	12	26	46	72	资产减值损失	6	6	6	6
长期股权投资	3	-10	-10	-10	投资收益	0	0	0	0
固定资产	301	14	28	41	汇兑收益	0	0	0	0
在建工程	10	10	10	10	营业利润	163	229	303	395
工程物资	0	0	0	0	营业外收支净额	12	12	12	12
无形资产	25	1	2	3	税前利润	175	240	315	406
长期待摊费用	2	2	2	1	减: 所得税	30	36	47	61
资产总计	1630	1699	2238	2950	净利润	145	204	268	346
短期借款	116	200	388	640	减: 少数股东损益	15	21	28	36
应付票据	61	81	107	143	属于母公司的净利	130	183	240	310
应付账款	243	316	421	560	基本每股收益	0.41	0.58	0.77	0.99
预收款项	76	95	120	154	稀释每股收益	0.41	0.58	0.77	0.99
应付职工薪酬	46	49	51	54	财务指标	2011	2012E	2013E	2014E
应交税费	36	36	36	36	成长性				
其他应付款	96	106	116	128	营收增长率	33.9%	31.6%	32.7%	32.7%
其他流动负债	0	-17	-40	-71	EBIT增长率	38.0%	33.7%	33.7%	29.2%
长期借款	10	10	10	10	净利润增长率	52.1%	40.9%	31.1%	29.0%
负债合计	712	903	1237	1682	盈利性				
股东权益合计	918	1122	1327	1594	销售毛利率	29.6%	29.5%	29.3%	29.0%
现金流量表	2011	2012E	2013E	2014E	销售净利率	5.3%	5.7%	5.7%	5.5%
净利润	145	204	268	346	ROE	14.2%	16.3%	18.1%	19.4%
折旧与摊销	37	1	1	1	ROIC	13.96%	15.03%	15.57%	15.50%
经营活动现金流	171	16	17	8	估值倍数				
投资活动现金流	-47	-3	-22	-24	PE	33.5	23.8	18.2	14.1
融资活动现金流	-81	80	115	161	P/S	1.8	1.4	1.0	0.8
现金净变动	43	93	110	146	P/B	4.76	3.89	3.29	2.74
期初现金余额	200	243	336	446	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	243	336	446	592	EV/EBITDA	20.2	18.3	14.0	11.2

资料来源: 宏源证券

分析师简介:

孙伟娜: 宏源证券医药行业分析师, 清华大学工学博士, 3年医药行业研究经验。主要研究覆盖公司: 贵州百灵、汉森制药、天士力、同仁堂、昆明制药、佐力药业、千红制药、瑞康医药、红日药业等。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。