

# 两大高增长产品带动公司持续增长 买入

## 投资要点:

- 配方颗粒新产能延期对投产前销售不构成影响, 预计13年增长30%
- 血必净老厂区现在满负荷生产, 新厂区明年6月完成GMP验收

## 报告摘要:

- 配方颗粒新产能建设保守预计2013年5月完成, 新产能延期对投产前销售不构成影响, 瓶颈在市场开拓, 预计2013年增长30%左右。**康仁堂的现在的厂区产销率在80%左右, 公司通过加大单批投入量的方式确保产能, 今年的总产能预计460吨左右, 而销量预计在320吨左右, 所以目前还有一定的库存储备, 整体来说新产能延期对其投产前的销售暂时不会构成影响, 基本能够完成市场销售的要求。
- 血必净老厂区现在满负荷生产, 新厂区明年6月完成GMP验收, 公司提示如果新厂区GMP认证低于预期, 将会在今年四季度对老厂区停产进行GMP认证。我们预计明年增长30%, 完全释放将在2014年。**血必净今年以来, 销售一直比较旺盛, 因此生产压力非常大, 公司年初到现在一直都是满负荷运转, 工人基本上是两班倒。公司一方面在做扩大适应症的工作, 一方面成立办事处直管为进入全国医保做准备。随着医院覆盖从1500家扩大到4000家, 而同时也受益于限抗、经销改直营、整合销售渠道等多重利好上半年增长超预期, 后续随着医保覆盖推进, 加大自营队伍建设, 终端掌控力度加大, 有望保持高速增长。
- 盈利预测与估值:** 基于公司具有两大高增长产品, 未来后续产品也将陆续上市, 未来三年依旧有维持高速增长的可能, 考虑康仁堂在12月份完全并表, 并按照最新股本全面摊薄, 预计公司2012、2013、2014年每股收益为0.90、1.23和1.65元, 对应市盈率分别为37、27和20倍, 短期估值并不便宜, 但是我们看好长期发展空间, 长期给予“买入”评级。

主要经营指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	383.88	561.78	1061.76	1889.94	2419.12
增长率(%)	70.55%	46.34%	89.00%	78.00%	28.00%
归母净利润	102.03	122.16	239.15	326.54	439.64
增长率(%)	26.01%	19.74%	95.76%	36.54%	34.64%
每股收益	0.450	0.539	0.90	1.23	1.65
销售净利率	29.53%	26.86%	25.31%	17.28%	18.17%

## 医药研究组

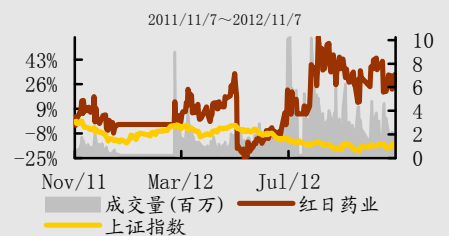
### 分析师:

卫雯清(S1180512080003)

电话: 010-88085985

Email: weiwending@hysec.com

## 市场表现



## 相关研究

《宏源证券 \* 跟踪报告 \* 中新药业: 三季报点评 \* 600329 \* 医药行业 \* 卫雯清》

2012/10/31

《宏源证券 \* 行业周报 \* 医药行业周报 1029 \* 卫雯清》

2012/10/29

《宏源证券 \* 跟踪报告 \* 戴维医疗: 三季报点评 \* 300314 \* 医药行业 \* 卫雯清》

2012/10/25

《宏源证券 \* 跟踪报告 \* 红日药业: 三季报点评 \* 300022 \* 医药行业 \* 卫雯清》

2012/10/24

《宏源证券 \* 行业周报 \* 医药行业周报 9-17 \* 卫雯清》

2012/9/17

《宏源证券 \* 行业周报 \* 医药行业周报 9-17 \* 卫雯清》

2012/9/17

## 一、配方颗粒新产能建设预计 2013 年 5 月完成

配方颗粒新产能建设保守预计 2013 年 5 月完成，新产能延期对投产前销售不构成影响，瓶颈在市场开拓，预计 2013 年增长 30%左右。

康仁堂的中药配方颗粒自动化生产基地建设，也就是 300 吨的新产能原计划在 2012 年 10 月投产，但是由于 GMP 认证被迫延期，目前基地已完成了厂区的改造及装修工程，正在做产品工艺验证，预计明年 1 月份进行国家 GMP 认证，5 月底取得 GMP 证书。

康仁堂的现在的厂区产销率在 80%左右，公司通过加大单批投入量的方式确保产能，今年的总产能预计 460 吨左右，而销量预计在 320 吨左右，所以目前还有一定的库存储备，而今年四季度的生产基本上是为 2013 年年初做准备，整体来说新产能延期对其投产前的销售暂时不会构成影响，基本能够完成市场销售的要求。

康仁堂销售人员大幅增加，从今年年初的 200 多人增加到现在的 700 人左右，我们认为在产能基本保证的情况下，市场开发为配方颗粒的瓶颈。公司计划以点到面在开发外埠市场，同时开始开拓华东、西南区域，其中主要以二级以上的医院为主。也由于市场开发比较迅速，公司今年的费用提高的非常快。

图 1: 中国成都中药材价格指数



资料来源: wind, 宏源证券

## 二、血必净受到产能瓶颈限制，完全释放将在 2014 年

血必净老厂区现在满负荷生产，新厂区明年 6 月完成 GMP 验收，公司提示如果新厂区 GMP 认证低于预期，将会在今年四季度对老厂区停产进行 GMP 认证。我们预计明年增长 30%，完全释放将在 2014 年。

表 1: 血必净销售 (单位: 万只)

年份	Q1	Q2	Q3	Q4	总计
2011	200	200	400	400	1200
2012	450	450	600	600	2100
2013E	600	600	700	900	2800

资料来源: 宏源证券研究所

血必净今年以来，销售一直比较旺盛，因此生产压力非常大，公司年初到现在一直都是满负荷运转，工人基本上是两班倒。

血必净已经进了 22 个省市的医保，因此公司正在推进全国医保的工作，一旦于 2014 年进入全国医保，预计全年将做到 4000 万只的销售量。公司一方面在做扩大适应症的工作，一方面成立办事处直营为进入全国医保做准备。随着医院覆盖从 1500 家扩大到 4000 家，而同时也受益于限抗、经销改直营、整合销售渠道等多重利好上半年增长超预期，后续随着医保覆盖推进，加大自营队伍建设，终端掌控力度加大，有望保持高速增长。

三季度血必净的销量为 600 万只，四季度理论上还是能保持同样的产销量，公司提示如果新厂房 GMP 认证低于预期，将会在今年四季度对老厂房停产进行 GMP 认证，这样会对公司业绩产生影响。

### 三、其他产品预计增速将维持

盐酸法舒地尔：上半年增长较快有高开的因素，下半年仍保持增长较快主要是由于一方面医保的拓展和地方医保的执行，如天津市是今年三季度解限，另一方面今年进了一些省份的新农合。

低分子肝素系列随着公司销售架构调整，前三季度销量同比增长 27%~28%，且由于原料药肝素钠价格一直在下滑，毛利率大为改善，在 40% 以上。

公司正在报批的新产品为脑心多泰、氯吡格雷，还有一些仿制药项目。明年上半年钟终南山合作的一类药 TPS(对甲基苯磺酰胺、抑瘤仙)安排报生产批件，只要批件下来就可以安排生产销售，其他品种都按照进度往前推进。

### 四、盈利预测及估值

盈利预测与估值：基于公司具有两大高增长产品，未来后续产品也将陆续上市，未来三年依旧有维持高速增长的可能，考虑康仁堂在 12 月份完全并表，并按照最新股本全面摊薄，预计公司 2012、2013、2014 年每股收益为 0.90、1.23 和 1.65 元，对应市盈率分别为 37、27 和 20 倍，短期估值并不便宜，但是我们看好长期发展空间，给予“买入”评级。

营业收入预测		2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>中药配方颗粒</b>	销售收入 (万元)	10,568.40	26,819.60	48275.28	65171.63	84723.12
	增长(YOY)		154%	80%	35%	30%
	主营业务成本	3,876.14	8,049.70	13282.01	18063.53	23301.95
	增长(YOY)		108%	65%	36%	29%
	毛利率	63.32%	69.99%	72.49%	72.28%	72.50%
<b>血必净注射液</b>	销售收入 (万元)	14,843.93	15,655.13	33600.00	84000.00	111000.00
	增长(YOY)		5%	115%	150%	32%
	主营业务成本	3,093.36	3,078.37	5387.15	7182.86	9491.64
	增长(YOY)		0%	75%	33%	32%
	毛利率	79.16%	80.34%	83.97%	91.45%	91.45%
	销量 (万支)	931	1200	2100	2800	3700
	售价 (元/支)	13	13	16	30	30
<b>盐酸法舒地尔注射液</b>	销售收入 (万元)	8,938.42	6,362.68	12725.36	25450.72	27995.79
	增长(YOY)		-29%	100%	100%	10%
	主营业务成本	700.86	803.03	1043.94	1252.73	1378.00
	增长(YOY)		15%	30%	20%	10%
	毛利率	92.16%	87.38%	91.80%	95.08%	95.08%
	销量 (万支)	458.38	326.29	424.18	509.01	559.92
	售价 (元/支)	19.50	19.50	30.00	50.00	50.00
<b>低分子量肝素钙注射液</b>	销售收入 (万元)	3,694.34	4,261.32	5539.72	6370.67	6880.33
	增长(YOY)		15%	30%	15%	8%
	主营业务成本	4,146.99	3,093.59	3093.59	3557.63	3806.66
	增长(YOY)		-25%	0%	15%	7%
	毛利率	-12.25%	27.40%	44.16%	44.16%	44.67%
<b>其他</b>	销售收入 (万元)	315.48	3079.15	6158.30	8005.79	10407.53
	增长(YOY)		50%	876%	100%	30%
	主营业务成本	209.21	2496.36	4992.72	6390.68	8435.70
	增长(YOY)		1093%	100%	28%	32%
	毛利率	33.69%	18.93%	18.93%	20.17%	18.95%
		2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>合计</b>	营业收入 (主营+其他)	38,387.86	56,177.88	106,298.66	188,998.81	241,006.76
	增长(YOY)		71%	46%	89%	78%
	营业成本 (主营+其他)	12,027.31	17,521.07	27,799.40	36,447.43	46,413.95
	增长(YOY)		154%	46%	59%	31%
	毛利	26,360.55	38,656.81	78,499.25	152,551.38	194,592.81
	增长(YOY)		48%	47%	103%	94%
	综合毛利率	68.67%	68.81%	73.85%	80.72%	80.74%

利润表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	383.88	561.78	1061.76	1889.94	2419.12
减: 营业成本	120.27	175.21	277.99	364.47	464.14
营业税金及附加	3.96	6.90	13.05	23.23	29.73
营业费用	87.23	131.69	318.53	869.37	1088.60
管理费用	51.20	83.41	151.13	269.00	344.33
财务费用	-16.75	-10.42	-10.60	-15.85	-20.45
资产减值损失	3.73	5.88	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	-0.39	-0.36	-0.45	-0.45	-0.45
营业利润	133.84	168.74	311.22	379.25	512.32
加: 其他非经营损益	1.10	9.70	4.99	4.99	4.99
利润总额	134.94	178.43	316.21	384.24	517.31
减: 所得税	21.59	27.53	47.50	57.70	77.66
净利润	113.35	150.91	268.71	326.54	439.64
减: 少数股东损益	11.32	28.74	29.56	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	102.03	122.16	239.15	326.54	439.64
资产负债表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	750.76	540.87	1005.68	1093.82	1505.31
应收和预付款项	84.78	189.44	386.94	633.47	672.56
存货	98.73	95.92	145.81	171.12	232.48
其他流动资产	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	11.79	11.43	10.98	10.53	10.08
固定资产和在建工程	192.29	364.90	444.02	471.14	460.26
无形资产和开发支出	80.63	98.15	102.97	101.30	98.62
其他非流动资产	30.44	84.04	81.95	79.85	79.85
资产总计	1249.45	1384.75	2178.36	2561.23	3059.15
短期借款	0.00	23.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	148.49	218.48	310.92	367.26	425.53
长期借款	0.00	72.00	72.00	72.00	72.00
其他负债	3.28	21.27	21.27	21.27	21.27
负债合计	151.77	334.76	404.20	460.53	518.81
股本	100.68	151.03	177.37	177.37	177.37
资本公积	658.99	470.56	899.68	899.68	899.68
留存收益	249.19	346.18	585.33	911.87	1351.51
归属母公司股东权益	1008.86	967.77	1662.38	1988.92	2428.56
少数股东权益	88.82	82.22	111.78	111.78	111.78
股东权益合计	1097.68	1050.00	1774.16	2100.70	2540.34
负债和股东权益合计	1249.45	1384.75	2178.36	2561.23	3059.15
现金流量表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营性现金净流量	46.32	36.72	150.48	154.42	442.15
投资性现金净流量	-312.22	-183.13	-130.76	-85.76	-55.76
筹资性现金净流量	-29.44	49.26	445.10	19.47	25.09
现金流量净额	-295.34	-97.26	464.82	88.14	411.49

**分析师简介:**

**卫雯清:** 卫雯清, 宏源证券医药行业分析师, 中国科学技术大学生物学硕士。主要研究覆盖公司有红日药业、戴维医疗、康缘药业、中新药业等。

**机构销售团队**

区域	姓名	手机号	手机号	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云		13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越		18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-82934785	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	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。