

持续强健增长的中药国际化龙头

买入 维持

投资要点:

- ☞ 复方丹参滴丸三季度进入 FDA 三期临床实验
- ☞ 化药资产确定在 13 年注入上市公司, 预计贡献净利润 8000 万元

报告摘要:

- **复方丹参滴丸三季度进入 FDA 三期临床实验, 最快 15 年通过。**若 3 期进展顺利, 丹滴有望成为首个在美上市的中成药, 迈出中药国际化实质性的一步。3 期临床已经交由专业 CRO 公司运作, 预计做 960 个病例, 总共需要 2000 万美金, 政府给予总计 4500 万人民币的分期补助, 会计上可能进行无形资产处理而不用记入当期财务费用。FDA 认证通过之后也会进行美国市场的推广。
- **多品种推进, 扩充心脑血管领域版图。**复方丹参滴丸今年预计增长 20% 收入达 20 亿元, 养血清脑颗粒增长 40% 以上达到 6 亿元, 益气复脉粉针和水林佳今年收入大约都为 2 亿元, 公司此次更是报送了养血清脑颗粒等三个品种入新基药目录, 由于养血清脑已经进入 14 个省的医保增补目录, 进入新基药目录希望很大。未来将是国家继续推广新版基药目录以及基药在二级以上医院使用给公司产品带来的持续性增长。
- **化药资产确定在 13 年注入上市公司, 预计贡献净利润 8000 万元。**天士力集团在江苏淮安的化药厂之前主要是生产是红牛的添加剂, 把这块资产注入之后主要生产一些仿制药、化学药, 其中拥有治疗脑胶质瘤的独家品种替莫唑胺。化药公司今年收入 5、6 亿元, 净利润 6000 万, 预计今、明两年利润还有 30% 的增长。而整合之后可以考虑改进中药的剂型, 例如改进中药剂型为缓释技术等。
- **盈利预测, 预计 2012 年至 2014 年每股收益分别为 1.52、1.98 和 2.48, 同比分别增长 29%、30% 和 25%。对应 PE 为 34、26 和 21 倍, 长期给予买入评级。**

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	4651.59	6569.66	8288.95	10061.95	12034.09
增长率 (%)	16.50	41.23	26.17	21.39	19.60
归母净利润(百万)	450.30	610.81	789.60	1020.73	1279.04
增长率 (%)	42.18	35.64	29.27	29.27	25.31
每股收益	0.87	1.18	1.529	1.977	2.477
市盈率	26.34	19.42	32.75	25.34	20.22

医药研究组

分析师:

卫雯清(S1180512080003)

电话: 010-88085985

Email: weiwending@hysec.com

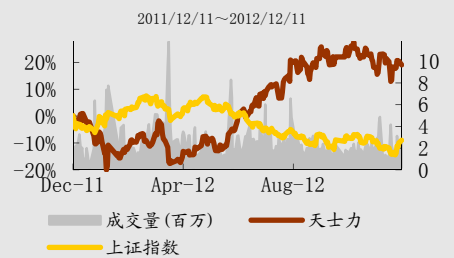
研究助理:

王晓锋

电话: 010-88013569

Email: wangxiaofeng@hysec.com

市场表现



相关研究

《昆明制药: 血塞通粉针长期增长趋势不变》

2012/12/11

《关注医改, 关注大品种用药》

2012/11/29

《康缘药业: 有望成为未来大品种用药的翘楚》

2012/11/18

《红日药业: 两大高增长产品带动公司持续增长》

2012/11/14

《医药行业周报 121112》

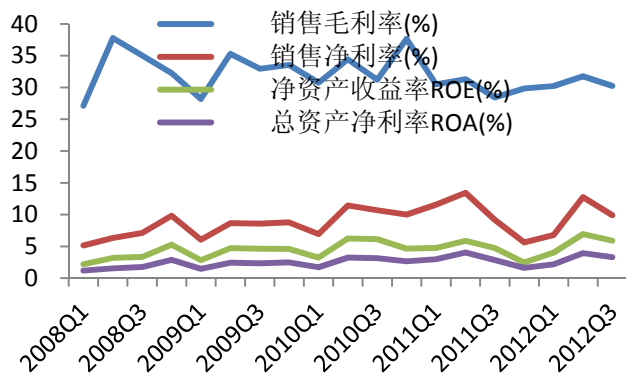
2012/11/14

《中新药业: 季报点评》

2012/10/31

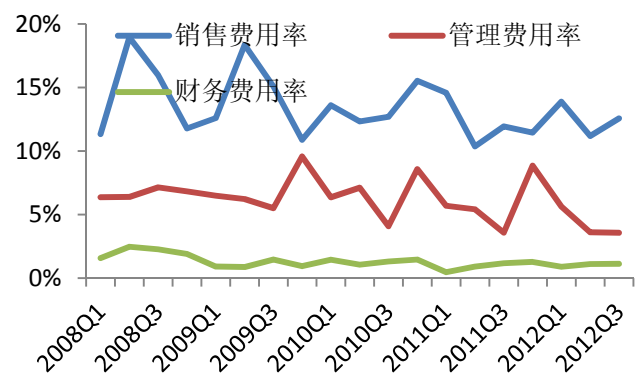
多品种推进，扩充心脑血管领域版图。复方丹参滴丸今年预计增长 20% 收入达 20 亿元，养血清脑颗粒增长 40% 以上达到 6 亿元，益气复脉粉针和水林佳今年收入大约都为 2 亿元，前几年的增长主要受益于 09 年全民医保制度的建立和基药目录独家品种，公司此次更是报送了养血清脑颗粒等三个品种入新基药目录，由于养血清脑已经进入 14 个省的医保增补目录，进入新基药目录希望很大。未来将是国家继续推广新版基药目录以及基药在二级以上医院使用给公司产品带来的持续性增长。

图 1: 销售毛利率和净利率



资料来源: WIND, 宏源证券

图 2: 三费支出



资料来源: WIND, 宏源证券

生物药品是公司比较看好的一块产业，目前处于投入期。上海生物药厂和疫苗两部分今年亏损共 6、7000 万，其中上海的公司亏损 4000 万左右，疫苗亏损 2000 万左右。疫苗已经处于停产状态，所以明年将是固定资产折旧和存货跌价，公司并没有决定之后是卖出还是关停，最终方案有待董事会确定。

由于公司对老产品增长都比较有信心，公司的两个中药注射剂品种益气复脉粉针和丹参多酚酸粉针在 13、14 年都不准备进行大规模学术推广，因此增速也不会特别快。其中丹参多酚酸还在做四期临床，结束之后再进行学术推广。益气复脉去年做完 4 期，对应绿谷制药定位心梗，公司主要产品定位脑梗，已经进入 4 个地方的医保。益气复脉采用的医药销售集团和经销商成立股份公司的形式进行推广，之前公司也尝试过自行推广和完全代理的形式，效果都不是太理想。公司总结是因为之前的销售队伍都是门诊渠道，而益气复脉则主要针对的是临床大夫，推广还需要经验积累。

表 1: 2011 年零售市场心脑血管用药 (不含降压药) 前 10 品牌排名

排名	品名	生产厂家	市场份额
1	复方丹参滴丸	天津天士力制药	6.61%
2	立普妥片 (阿托伐他汀钙)	辉瑞制药	4.75%
3	银可络片 (银杏叶片)	深圳海王药业	4.38%
4	步长脑心通胶囊	步长制药	3.68%
5	速效救心丸	天津中新药业集团	3.06%
6	麝香保心丸	上海和黄药业	2.63%
7	安宫牛黄丸	北京同仁堂	2.61%
8	通心络胶囊	石家庄以岭药业	2.57%
9	步长稳心颗粒	步长制药	2.26%
10	万爽力 (盐酸曲美他嗪片)	施维雅 (天津) 制药	2.09%

资料来源: 米内网, 宏源证券

盈利预测，预计 2012 年至 2014 年每股收益分别为 1.52、1.98 和 2.48，同比分别增长 29%、30%和 25%。对应 PE 为 34、26 和 21 倍，公司核心产品竞争力强（研发实力突出、独家品种定价权、入选基本药物目录和医保目录），营销能力突出（队伍 4000 人以上、考核激励机制完善、学术营销推广面覆盖范围大），政府公关能力强大，管理团队运营能力强（企业项目化管理、执行力强、激励中高级管理层办法完善），长期给予“买入”评级。

营业收入	4651.59	6569.66	8288.95	10061.95	12034.09
减: 营业成本	3084.27	4601.33	5762.48	6952.81	8390.17
营业税金及附加	31.15	44.97	59.68	68.42	81.83
营业费用	631.62	786.39	994.67	1207.43	1323.75
管理费用	305.51	389.55	455.89	553.41	649.84
财务费用	61.57	65.04	40.63	58.48	57.00
资产减值损失	7.51	23.43	51.67	20.00	20.00
加: 投资收益	5.65	82.92	0.00	0.00	0.00
营业利润	535.61	741.87	923.93	1201.40	1511.50
加: 其他非经营损益	20.02	43.92	23.97	23.97	23.97
利润总额	555.63	785.80	947.90	1225.37	1535.47
减: 所得税	96.20	145.83	142.18	183.81	230.32
净利润	459.43	639.96	805.71	1041.56	1305.15
减: 少数股东损益	9.13	29.15	16.11	20.83	26.10
归属母公司股东净利润	450.30	610.81	789.60	1020.73	1279.04
资产负债表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1524.89	1444.51	1241.19	1180.97	1399.30
应收和预付款项	1007.02	1712.65	2528.09	3111.94	3593.25
存货	561.31	744.73	901.69	1003.19	1120.91
其他流动资产	0.00	0.19	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	469.48	392.69	392.69	392.69	392.69
投资性房地产	26.58	25.75	22.68	19.61	16.55
固定资产和在建工程	1414.51	1764.53	1769.72	1776.59	1653.46
无形资产和开发支出	319.99	414.07	415.57	412.08	403.58
其他非流动资产	28.01	24.91	12.45	0.00	0.00
资产总计	5351.79	6524.03	7284.10	7897.07	8579.73
短期借款	802.26	947.73	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	874.99	1057.09	1352.43	1469.83	1511.21
长期借款	225.00	63.01	1063.01	1063.01	1063.01
其他负债	24.61	680.18	696.76	680.57	680.57
负债合计	1926.85	2748.01	3112.20	3213.41	3254.79
股本	516.42	516.42	516.42	516.42	516.42
资本公积	1554.41	1551.20	1551.20	1551.20	1551.20
留存收益	1235.76	1536.33	1916.10	2407.03	3022.21
归属母公司股东权益	3306.59	3603.95	3983.72	4474.65	5089.82
少数股东权益	118.35	172.07	188.18	209.01	235.12
股东权益合计	3424.94	3776.02	4171.90	4683.66	5324.94
负债和股东权益合计	5351.79	6524.03	7284.10	7897.07	8579.73
现金流量表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营性现金净流量	397.28	138.91	505.91	871.88	1166.52
投资性现金净流量	-163.83	-319.20	-323.34	-329.63	-229.63
筹资性现金净流量	780.59	-29.93	-385.90	-602.47	-718.57
现金流量净额	1013.77	-210.64	-203.32	-60.22	218.32

作者简介:

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	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	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, 任何机构和个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。