

中药注射剂基药品种，增长空间大 买入 维持

投资要点:

- 📖 血塞通冻干作为基药中药注射剂品种，增长空间大
- 📖 三七价格稳中有降，血塞通新产能将释放。
- 📖 维持买入评级

报告摘要:

- **血塞通冻干作为基药中药注射剂品种，增长空间大。**公司拳头产品注射用血塞通 2012 年销售增长 76%，已经占据全市场血塞通注射液系列的 50% 左右。市场空间上：定位心脑血管，受益于心脑血管中成药大市场的快速增长。品种上：注射液剂型是处方药中增速最快的品种，而此次新版基药目录没有增加任何中药注射剂，目录保留的这几个中药注射液注定成为稀缺投资标的，优势药企的市场份额将进一步放大。竞争格局上：昆药品种有剂型优势，血塞通冻干制剂相比水针注射液具有更好的稳定性和更长的有效期，最大限度的保持了有效成分的生物活性，对水针产品有替代需求。我们认为血塞通冻干的市场空间仍然广阔。
- **三七价格稳中有降，血塞通产能将释放。**新产能今年进行 GMP 认证，年底有望释放新产能。对应今年产能 5500 万支，明年 11000 万支，销售增长的同时产能也有保障。这几年云南省三七种植面积大大增加，三七价格已经开始出现松动，今年产新期之后价格会进一步下降。植物药中另一个主要品种天麻类产品在镇静催眠药物的市场份额 08-11 年也是稳定上升，国家卫生部将全面推开重性精神病等重大疾病纳入大病医保，未来市场更加可期。
- **维持买入评级。**预计 2013 年至 2015 年每股收益分别为 0.78、1.01 和 1.28 元，同比分别增长 35.10%、29.43% 和 26.77%。对应 PE 分别为 30、23 和 19 倍。公司产品线市场空间大，极具高增长潜力，公司股权激励更是增强了业绩的快速确定的确定性，推动公司进入良性发展通道。

主要经营指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	2434.01	3016.02	3731.13	4730.12	5756.35
增长率 (%)	33.94	23.91	23.71	26.77	21.70
归母净利润(百万)	130.12	181.75	245.54	317.82	402.90
增长率 (%)	52.05	39.68	35.10	29.43	26.77
每股收益	0.414	0.578	0.782	1.012	1.282
市盈率	57.42	41.11	30.43	23.51	18.54

医药研究组

分析师:

卫雯清(S1180512080003)

电话: 010-88085985

Email: weiwending@hysec.com

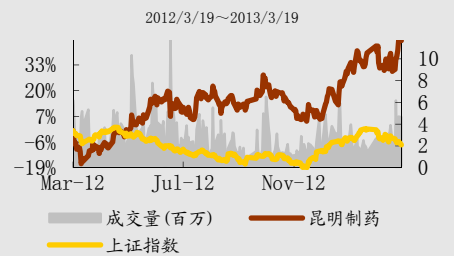
研究助理:

王晓锋

电话: 010-88013569

Email: wangxiaofeng@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《云南白药：2012 年年报业绩点评》
2013/3/19
- 《贵州百灵：银丹心脑通有望成为大品种》
2013/3/18
- 《12 年版国家基本药物目录点评》
2013/3/16
- 《千山药机：新版 GMP 认证提升业绩增长》
2013/3/15
- 《汉森制药：独家专利中药，产能即将释放》
2013/3/12
- 《昆明制药：2012 年年报业绩点评》
2013/3/12

目录

一、血塞通是中药注射剂的基本药物品种，看好未来增长.....	4
(一) 市场空间：定位心脑血管，空间不言而喻.....	4
(二) 品种比较：注射液剂型，处方药中增速最快品种.....	4
(三) 竞争格局上：昆药品种有剂型优势，市场份额快速提升.....	5
二、天麻素类产品优质优价，市场份额也在增加.....	7
三、青蒿素类产品.....	7
四、股权激励计划彰显公司业绩高速增长信心.....	8
五、维持买入评级.....	8

插图

图 1：医院终端主要中成药大类市场份额.....	4
图 2：2011 年我国脑血管疾病用药竞争格局图.....	6
图 3：血塞通注射液样本医院竞争格局.....	6
图 4：三七价格走势.....	6
图 5：天麻价格走势.....	6
图 6：青蒿素出口价格走势(美元/公斤).....	7

表格

表 1：中成药销售排名提高较快品种.....	4
表 2：2011 脑血管中成药对比.....	5
表 3：血塞通和血栓通对比.....	6
表 4：股权激励计划的部分指标.....	8

昆明制药主营业务分为化学合成药、天然植物药和商业三个部分，其中天然植物药的收入和净利润在公司内部的营收占比逐年提高，2012 年收入占到总体收入的 50% 以上。

公司在这几年在心脑血管用药的市场份额上有明显提升，拳头产品注射用血塞通 2012 年销售增长 76%，已经占据全市场血塞通注射液系列的 50% 左右。我们认为血塞通冻干的市场空间仍然广阔。首先，市场空间上：定位心脑血管，受益于心脑血管中成药大市场的快速增长。其次，品种上：注射液剂型是处方药中增速最快的品种，而此次新版基药目录没有增加任何中药注射剂，目录保留的这几个中药注射液注定成为稀缺投资标的，优势药企的市场份额将进一步放大。最后，竞争格局上：昆药品种有剂型优势，血塞通冻干制剂相比水针注射液具有更好的稳定性和更长的有效期，最大限度的保持了有效成分的生物活性，对水针产品有替代需求。

血塞通新产能今年进行 GMP 认证，年底有望释放新产能。对应今年产能 5500 万支，明年 11000 万支，销售增长的同时产能也有保障。同时最近三七价格下行的预期也非常强烈，随着三七价格的一路飙涨，这几年云南省三七种植面积大大增加，三七价格已经开始出现松动，今年产新期之后价格会进一步下降。

植物药中另一个主要品种天麻类产品在镇静催眠药物的市场份额 08-11 年也是稳定上升，份额分别为 4.51%、4.59%、4.84%、4.87%，去年全年增速保持 40%，依旧保持快速稳定增长。天麻类的药品 2012 年营收预计为 1.7 亿，在镇静催眠市场的近百亿市场中份额还较小，未来有很大的发展潜力。公司产品优质优价，我们比较了近期的各地中标价格，没有发生太大变化，可见公司产品价格体系得到了较好的维护。另外国家卫生部将全面推开重症精神病等重大疾病纳入大病医保，部分城市将开展免费治疗，未来市场更加可期。

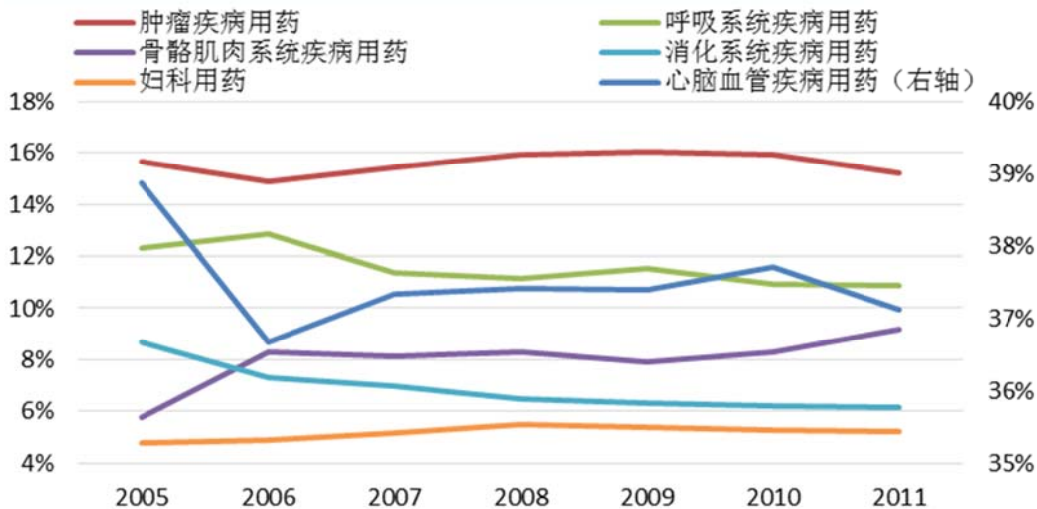
维持买入评级。预计 2013 年至 2015 年每股收益分别为 0.78、1.01 和 1.28 元，同比分别增长 35.10%、29.43% 和 26.77%。对应 PE 分别为 30、23 和 19 倍。公司产品线市场空间大，极具高增长潜力，公司股权激励更是增强了业绩的快速发展的确定性，推动公司进入良性发展通道。

一、血塞通是中药注射剂的基本药物品种，看好未来增长

(一) 市场空间：定位心脑血管，空间不言而喻

目前我国心脑血管用药市场超过 1000 亿元，年增速超过 20%。随着人口老龄化加速，心脑血管疾病发病率的上升使得市场规模不断扩大。其次，心血管病特点为一经得病，终身药物治疗的特点，药物服用的周期长，使得心血管药物的增速得以持续。中成药在治疗心脑血管疾病具有独特优势，因此，心脑血管中成药在医院终端中成药的占比一直领先，市场份额稳定保持在 37% 以上。

图 1：医院终端主要中成药大类市场份额



资料来源：SFDA 南方所，宏源证券

(二) 品种比较：注射液剂型，处方药中增速最快品种

中药注射剂改变了中药传统的给药方式，药物直接进入肌肉或血液，药效发挥较快，具有疗效迅速，无消化道吸收过程中的影响。我们比较了不同领域的中成药市场上一些增长较快的品种，其中大部分都是中药注射剂。未来随着新版 GMP 认证标准提高，对注射剂的安全性和质量稳定性要求也有进一步要求，提高了市场的准入门槛，获批的企业和品种将会越来越难。

表 1：中成药销售排名提高较快品种

2011 排名	2010 排名	产品名称	生产厂家	领域
1	6	益母草注射液	成都第一药业有限公司	妇科
4	15	肾康注射液	西安世纪盛康药业有限公司	泌尿系统
2	5	疏血通注射液	牡丹江友搏药业有限责任公司	心脑血管
6	11	丹参川芎嗪注射液	吉林四长制药有限公司、贵州拜特	心脑血管
8	10	血塞通注射剂	黑龙江珍宝岛、昆明制药等	心脑血管
10	24	红花黄色素注射液	山西华辉凯德、浙江永宁等	心脑血管
8	13	康莱特注射液	浙江康莱特药业有限公司	肿瘤

资料来源：米内网，宏源证券

卫生部发布了新版《基药目录》，相比较 2009 年制定的首版国家基本药物目录 307

个品种，新版基本药物扩容至 520 种，与 09 版相比化学药品和生物制品增加了 112 个，中成药增加了 101 个，合计增加了 213 个。其中内科用药祛瘀类品种增加最多，从 11 个品种增加到 23 个，但是没有增加中药注射液品种，心脑血管用药的中药注射液血栓通注射液、血塞通注射液、丹参注射液和脉络宁注射液成为保留品种。新版基药目录保留的这几个中药注射液注定成为稀缺投资标的，优势药企的市场份额将进一步放大。

（三）竞争格局上：昆药品种有剂型优势，市场份额快速提升

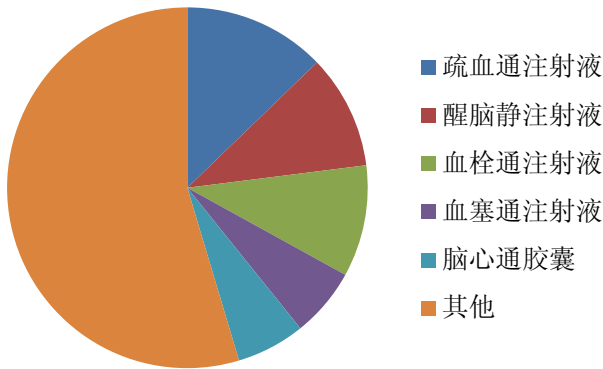
2011 年在脑血管疾病销售前 10 品牌中，血塞通注射液排名第四位，占全国脑血管疾病用药市场份额的 6.21%。根据终端样本医院数据显示，在三七总皂苷注射液市场格局中，中恒集团子公司梧州制药的血栓通注射液占据了接近 70% 的市场份额，2011 年产品收入 8.2 亿，其余厂家目前均难以与其抗衡。而对比中恒集团的血栓通提取部位是三七的主根，而昆明制药和珍宝岛生产的血塞通提取部位是三七的剪口部位，血塞通冻干制剂相比水针注射液具有更好的稳定性和更长的有效期（一般可到 4 年），最大限度的保持了有效成分的生物活性，冻干对水针产品有替代需求。昆药在这几年市场份额上有明显提升，注射用血塞通 2012 年销售增长 76%，约占据血塞通注射液系列的 50% 左右。我们认为血塞通冻干的市场空间仍然广阔，今明两年仍有望保持 50% 以上的高速增长。

表 2：2011 脑血管中成药对比

排名	商品名称	生产厂家	药物配方	适应症	日用价格（元）
1	疏血通注射液	牡丹江友搏药业	水蛭、地龙	用于瘀血阻络所致的缺血性中风病中经络 急性期，急性期脑梗塞见上述表现者。	35.8-45
2	醒脑静注射液	大理药业、无锡山禾等	麝香、栀子、郁金、冰片	用于气血逆乱，脑脉瘀阻所致中风昏迷，偏瘫口；外伤头痛，神志昏迷；脑栓塞，脑出血急性期，颅脑外伤。	7-100
3	血栓通注射液	梧州制药等	三七总皂甙	活血祛瘀；扩张血管，改善血液循环。用于视网膜中央静脉阻塞，脑血管病后遗症，内眼病，眼前房出血等。	2-40
4	血塞通注射液	黑龙江珍宝岛、昆明制药	三七总皂甙	中风偏瘫、瘀血阻络及脑血管疾病后遗症、视网膜中央静脉阻塞属瘀血阻滞证者等。	2.5-20
5	脑心通胶囊	步长制药	黄芪、赤芍、丹参	中风所致半身不遂、肢体麻木、口眼歪斜、舌强语蹇及胸痹所致胸闷、心悸、气短等	5-10

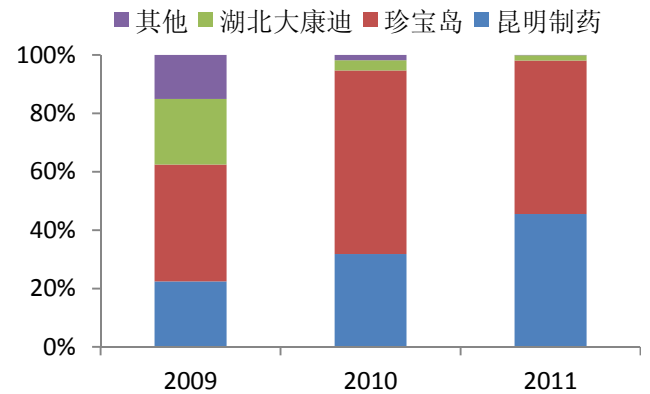
资料来源：米内网，宏源证券

图 2: 2011 年我国脑血管疾病用药竞争格局图



资料来源: 米内网, 宏源证券

图 3: 血塞通注射液样本医院竞争格局



资料来源: 米内网, 宏源证券

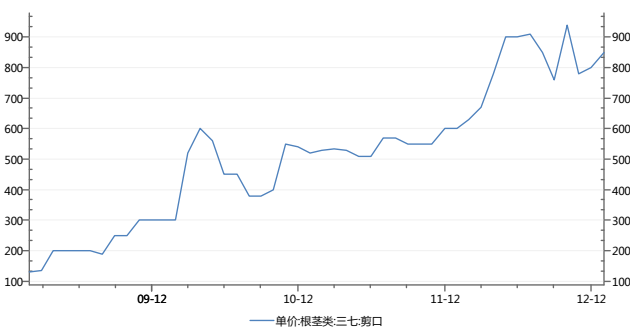
表 3: 血塞通和血栓通对比

	血塞通 (冻干)	血塞通 (水针)	血栓通 (冻干)
用药部位	三七剪口 (总皂苷含量高达 10—12%)		三七主根 (总皂苷含量 5—8%)
适应症	抗栓、扩充脑血管, 在神经科、心内、眼科、内科、外科、骨伤科均有应用		抗栓、扩充脑血管, 在神经科、心内、眼科、内科、外科、骨伤科均有应用
用量用法	静注: 200mg/次, 一日 1 次; 静滴: 200-400mg/次, 一日 1 次; 十五天为 1 疗程, 停药 1-3 天后进行第十五天为 1 疗程, 停药 1-3 天后进行第二疗程	肌注: 100mg/次, 一日 1~2 次; 静滴: 200~400mg/次, 一日 1 次; 十五天为 1 疗程, 停药 1-3 天后进行第十五天为 1 疗程, 停药 1-3 天后进行第二疗程	静注: 150mg/次, 一日 1~2 次 静滴: 250-500mg/次, 一日 1 次 十五天为 1 疗程, 停药 1-3 天后进行第十五天为 1 疗程, 停药 1-3 天后进行第二疗程
规格	200mg/支; 400mg/支 专用溶剂安瓿包装, 每盒 4ml × 1 支。	5ml: 250mg; 10ml: 250mg 安瓿包装, 每盒 5 支。	150mg; 250mg
水溶性	专用溶剂 (可用纯净水替代) 溶解快		纯净水或注射用水, 溶解慢
有效期	36 个月	24 个月	18 个月
价格	200mg 32 元; 400mg 55 元	250mg 1 支 10~12 元	150mg 30~34 元; 250mg 51 元

资料来源: 宏源证券

血塞通新产能今年进行 GMP 认证, 年底有望释放新产能。由于 13 年 1 月前粉针剂老厂房 1500 万支还可以继续生产, 2014 年后关闭, 正在生产的第二车间约有 4000 万支产能, 规划新建的第三车间 7000 万支产能 12 年底前正式投产, 明后年的产能都不成问题。

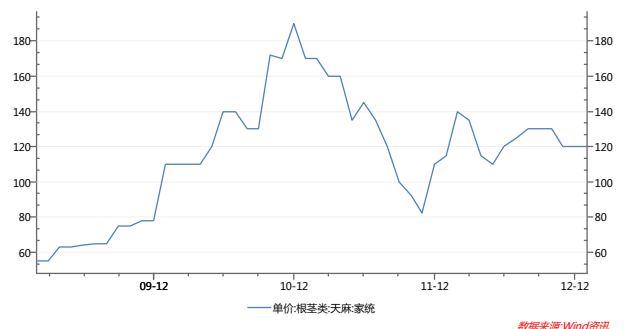
图 4: 三七价格走势



数据来源: Wind 资讯

资料来源: 米内网, 宏源证券

图 5: 天麻价格走势



数据来源: Wind 资讯

资料来源: 米内网, 宏源证券

二、天麻素类产品优质优价，市场份额也在增加

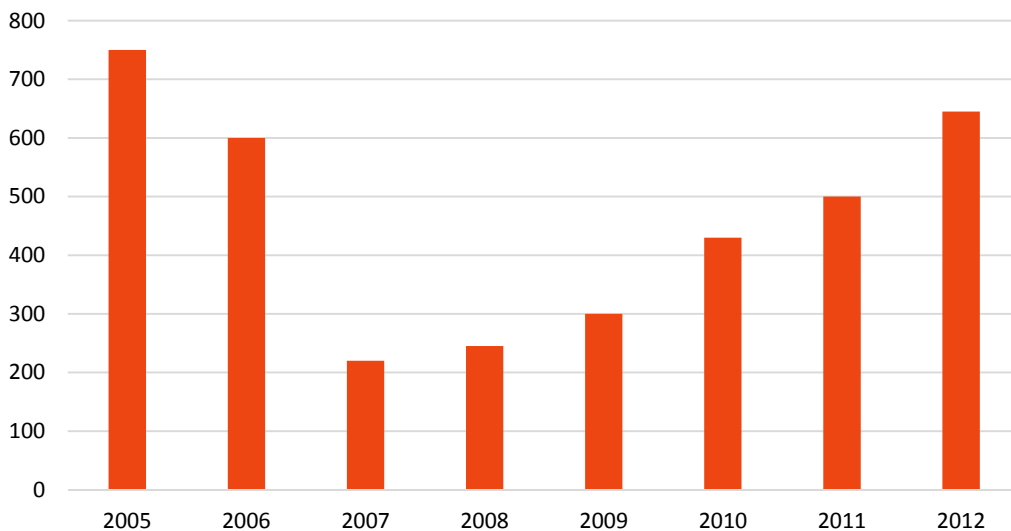
公司的天麻素类产品包括：天麻素注射液、天麻素胶囊、乙酰天麻素片、天麻素片。主要成分为天麻素或乙酰天麻素。公司天麻类产品在镇静催眠药物的市场份额 08-11 年也是稳定上升，份额分别为 4.51%、4.59%、4.84%、4.87%，今年全年增速保持 40%，依旧保持快速稳定增长。天麻类的药品 2012 年营收预计为 1.7 亿，在镇静催眠市场的近百亿市场中份额还较小，未来有很大的发展潜力。公司产品优质优价，我们比较了近期的各地中标价格，没有发生太大变化，可见公司产品价格体系得到了较好的维护。另外国家卫生部将全面推开重症精神病等重大疾病纳入大病医保，部分城市将开展免费治疗，未来市场更加可期。

三、青蒿素类产品

作为国内蒿甲醚注射液唯一获得生产批准文号的企业，昆明制药的蒿甲醚注射液疗效明显、品质可靠、认知度较高，截止 2012 年蒿甲醚注射液等抗疟疾系列产品已在全球 33 个国家注册销售，累计销售额超过 1.96 亿美元。

昆明制药符合国际标准的蒿甲醚原料生产车间的企业，拥有丰富的通过 GMP、WHO、澳大利亚 TGA 以及美国 FDA 的 GMP 认证经验，这为生产符合国际标准的制剂创造了有利条件；二是蒿甲醚注射液生产工艺要求较高，现有生产厂家较少，同质及恶性竞争相对较低；三是拥有一定的国际市场基础，在海外的非口服抗疟药市场占有率高的国家中可达 70%，低的国家中也有 10%；四是蒿甲醚注射液价格具有较强的竞争能力，仅从目前定价策略来看处于中等位置上，低于欧洲厂家的定价。

图 6：青蒿素出口价格走势(美元/公斤)



资料来源：SFDA 南方所，宏源证券

四、股权激励计划彰显公司业绩高速增长信心

表 4: 股权激励计划的部分指标

指标	2013	2014	2015
基本触发基数(含本数): 经审计主营业务净利润(万元)	20,000	24,400	29,280
股本总额(万股)	31,417.60	31,417.60	31,417.60
基本期望每股收益(EPS)	0.64	0.78	0.93
基本期望市盈率	35倍	35倍	35倍
各考核年度基本期望股价(年均价)	22.4	27.3	32.55

资料来源: 公司公告, 宏源证券

公司新的激励计划规定 2013 年、2014 年和 2015 年激励触发基数分别为: 主营业务净利润不低于 2 亿、2.44 亿和 2.928 亿, 同比分别增长 35.75%、22% 和 20%, 其中同时要求毛利率不低于 48%、46% 和 46%。激励对象为董事长等 6 个核心高管, 新增加了副总裁林钟展, 其它中高层人员实施绩效现金奖励方案。同时以每 500 百万元为一单位区间, 设定分段累进制奖励提取比例。这将有利于稳固管理层和业务骨干, 推动公司业绩保持快速增长势头。

五、维持买入评级

维持买入评级。预计 2013 年至 2015 年每股收益分别为 0.782、1.012 和 1.282 元, 同比分别增长 35.10%、29.43% 和 26.77%。对应 PE 分别为 30、23 和 19 倍。公司产品线市场空间大, 极具高增长潜力, 公司股权激励更是增强了业绩的快速发展的确定性, 推动公司进入良性发展通道。

利润表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1817.24	2434.01	3016.02	3731.13	4730.12	5756.35
减: 营业成本	1228.24	1712.68	2058.26	2564.50	3251.13	3956.48
营业税金及附加	9.92	14.77	22.30	27.58	34.97	42.56
营业费用	338.38	394.49	541.39	626.83	789.93	932.53
管理费用	111.11	133.28	157.59	189.91	238.87	299.33
财务费用	6.68	9.43	11.83	11.52	10.32	9.76
资产减值损失	11.78	6.18	2.49	2.49	2.49	2.49
加: 投资收益	0.08	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
营业利润	111.21	163.19	222.17	308.29	402.41	513.21
加: 其他非经营损益	6.15	11.96	19.79	11.47	11.47	11.47
利润总额	117.36	175.15	241.97	319.76	413.87	524.67
减: 所得税	18.69	29.69	40.79	47.96	62.08	78.70
净利润	98.68	145.46	201.18	271.80	351.79	445.97
减: 少数股东损益	13.10	15.33	19.43	26.25	33.98	43.07
归属母公司股东净利润	85.58	130.12	181.75	245.54	317.82	402.90
资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	175.96	206.01	286.70	327.25	471.74	493.98
应收和预付款项	448.52	500.89	582.20	750.89	884.94	1197.96
存货	330.69	387.72	602.72	537.06	645.17	673.66
其他流动资产	0.00	11.57	16.48	16.48	16.48	16.48
长期股权投资	3.02	3.02	3.02	3.02	3.02	3.02
固定资产和在建工程	278.91	310.55	305.79	254.72	202.15	133.09
无形资产和开发支出	115.79	125.16	271.85	299.80	322.75	340.70
其他非流动资产	0.69	3.03	2.29	1.49	0.69	0.69
资产总计	1353.56	1547.96	2071.03	2190.70	2546.93	2859.57
短期借款	111.00	116.00	241.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	374.71	475.94	725.37	737.21	836.09	822.47
长期借款	20.00	10.00	21.90	171.90	171.90	171.90
其他负债	27.70	28.50	26.06	26.06	26.05	26.06
负债合计	533.41	630.44	1014.33	935.17	1034.04	1020.43
股本	314.18	314.18	314.18	314.18	314.18	314.18
资本公积	199.45	199.39	199.44	199.44	199.44	199.44
留存收益	221.62	304.61	425.06	597.64	821.02	1104.19
归属母公司股东权益	735.24	818.18	938.68	1111.26	1334.64	1617.81
少数股东权益	84.91	99.34	118.02	144.28	178.25	221.33
股东权益合计	820.15	917.52	1056.70	1255.54	1512.89	1839.14
负债和股东权益合计	1353.56	1547.96	2071.03	2190.70	2546.93	2859.57
现金流量表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	91.12	141.04	217.18	266.53	298.48	184.62
投资性现金净流量	-63.86	-42.56	-204.90	-55.25	-55.25	-40.25
筹资性现金净流量	-24.91	-56.53	44.62	-170.72	-98.73	-122.13
现金流量净额	2.34	41.95	56.89	40.55	144.50	22.24

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	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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。