

规划建设医药科技园整合资源

买入 维持

投资要点:

- 📖 1-9月实现EPS为0.50元,净利润同比增长40.89%
- 📖 规划20亿元建设医药科技园,整合现有药物品种资源
- 📖 三七价格下降趋势加快,维持买入评级

报告摘要:

- **1-9月实现EPS为0.50元,净利润同比增长40.89%**。公司今日发布公告,1-9月实现营业收入为25.99亿元,同比增长14.11%。实现归母净利润1.59亿元,同比增长40.89%,实现EPS为0.50元,单季度实现EPS为0.14元,低于市场预期。
- **规划20亿元建设医药科技园公司,整合现有品种资源**。公司同时公告:拟在昆明高新技术产业开发区建设“昆药生物医药科技园”,包括制造中心整体搬迁、全资子公司昆明中药厂有限公司整体搬迁和分厂建设。
- **三季度受行业影响较大,三七价格下行速度加快,维持买入评级**。三季度增速较低,主要受到两方面影响,一方面是行业整体受到反商业贿赂影响,三季度销售压力增加,另一方面竞争对手做的渠道下沉工作对公司销售也产生一定压力。而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。而三七价格下行强烈,自九月高点以来,三七价格已回调30%以上。公司恢复软胶囊生产和销售抢占市场,冻干粉针对住院病人,血塞通软胶囊供患者口服,二者协同互补作用较强,同时在部分地区如云南、河北等地提价20%,血塞通软胶囊毛利润水平大幅提升已过盈亏平衡点,未来3年有望成长为公司新的增长点。预计2013到15年EPS分别为0.72、0.97和1.24,对应PE分别为33、25和19倍,公司整体经营管理和激励体制都在向民营企业靠拢,短期波动不改长期投资价值,维持买入评级。

主要经营指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	2434.01	3016.02	3770.03	4599.43	5657.30
增长率(%)	33.94	23.91	25.00	22.00	23.00
归母净利润(百万)	130.12	181.75	244.77	330.79	421.86
增长率(%)	52.05	39.68	34.67	35.14	27.53
每股收益	0.381	0.533	0.718	0.970	1.237
市盈率	62	45	33	25	19

医药研究组

分析师:

卫雯清(S1180512080003)

电话: 010-88085985

Email: weiwending@hysec.com

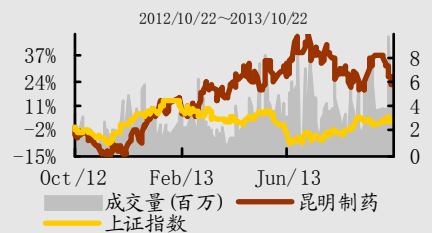
研究助理:

王晓锋

电话: 010-88085990

Email: wangxiaofeng@hysec.com

市场表现

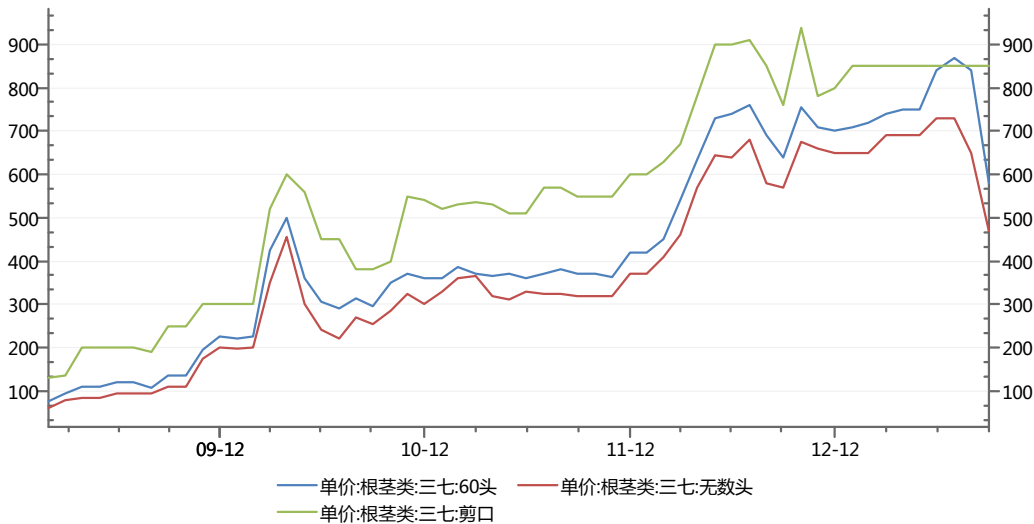


相关研究

- 《常山药业: 制剂高增长, 费用压力较大》
2013/10/20
- 《精华制药: 引入战略投资者, 品种渠道双扩大》
2013/10/16
- 《泰格医药: 定向增发对核心人员进行激励》
2013/9/18
- 《福瑞股份: 业绩见底, 向医疗服务转型》
2013/9/9
- 《常山药业: 由点到面, 构筑长期业绩支撑》
2013/9/8
- 《人福医药: 着力多个细分行业的多元化》
2013/8/27

由于干旱、需求扩大、游资囤货等原因，三七的价格曾在过去的几年中价格暴涨 10 倍，种植面积随着价格的上涨也出现了明显增加，2013 年三七主产地云南文山公布今年种植面积达 30 万亩，比 2012 年的 15 万亩增长一倍，创下历史新高。据推算，13 年三七产新 6 万亩，产量 10000 吨，14 年产新面积 20 万亩，产量不低于 20000 吨。而市场需求则一直保持在约 7000 吨左右，三七价格下行预期强烈，自九月高点以来，三七价格已回调 30% 以上。

图 1: 三七价格走势

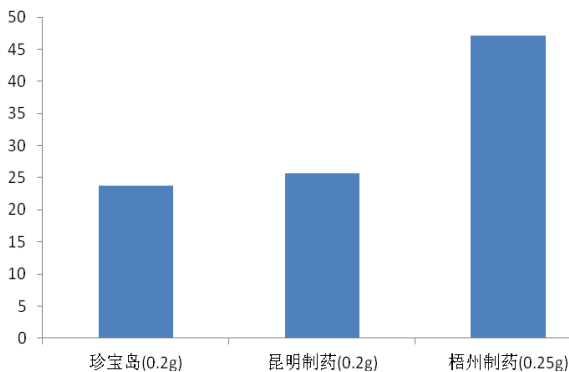


数据来源:Wind资讯

资料来源:宏源证券

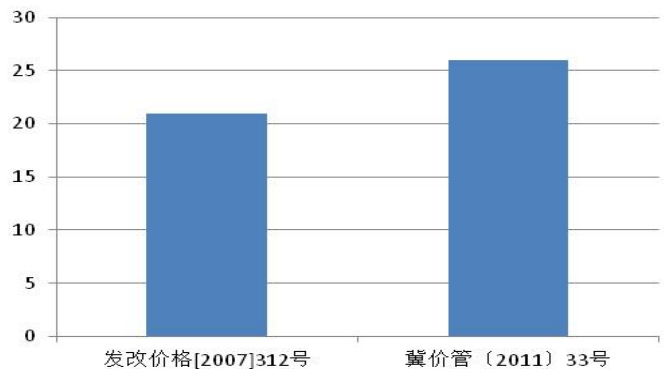
公司每年三七的采购都是在产新期的 9 月份到第二年的 4 月，13 使用的三七是去年 9 月份开始采购的，平均成本 800 元左右，现在三七价格是 600 元左右，预计价格还会持续下跌。但由于公司的三个生产车间之一要在年底关闭，三车间明年二季度才会正式投入使用，因此公司计划在一车间关闭之前将明年一季度的粉针备齐，预计今年无法享受三七价格下行带来的大幅利润，而明年下半年开始三七价格的下降将体现在公司业绩中。

图 2: 注射用血塞(栓)通(冻干)北京中标价格



资料来源:宏源证券

图 3: 血塞通软胶囊(0.1g*24粒/盒)最高零售价



资料来源:宏源证券

随着三七价格的下降，公司也在恢复软胶囊生产和销售。由于血塞通软胶囊是地方医保，因此提价权在各省发改委，去年以来血塞通软胶囊在部分地区例如云南、河北等地提价 20%，毛利润水平大幅提升。软胶囊和冻干粉针可以形成互补作用，冻干粉针针对住院

病人，血塞通软胶囊供患者口服，二者协同互补作用较强，未来3年有望成长为5亿量级的大品种，成为公司新的增长点。

表 1: 三七降价对公司业绩的增厚

企业	中恒集团	昆明制药	众生药业
主要以三七为原料的产品	血栓通注射液	血塞通	复方血栓通胶囊
三七使用量(吨)	500	300	460
股本(亿股)	10.92	3.41	3.6
节省成本下降, 单位: 万元)	200	10000	9200
	300	15000	13800
	400	20000	18400
增厚 EPS (单价每下降)	200	0.09	0.26
	300	0.14	0.38
	400	0.18	0.51

资料来源: 宏源证券

公司销售队伍一直都在改善, 营销改革也在深化。公司采取自营队伍和省级代理相结合的模式, 根据每个省的就诊率和平均就诊使用金额占比进行销售量化, 定期淘汰老代理商和招商经理, 空白市场找代理做。天眩清上半年有大量学术推广和科室推广费用, 就是保证在未来的时期上量。

公司拥有4个独家品种, 10个保护品种。灯银脑通胶囊, 露水草胶囊都是独家产品。公司正在做天眩清、灯盏花素片都在进行基药的补充目录工作。未来的产品梯队将是: 母公司血栓通粉针和天眩清, 第二梯队是口服制剂和血塞通软胶囊, 第三梯队是灯盏花素片等中药品种和十几个仿制药以及青蒿素。

子公司中药厂和母公司一样有激励, 销售能力加强。今年上半年中药厂销售表现抢眼, 主要是这几年加强了激励, 和公司高管一样两期的奖励计划(超值奖励和现金激励), 今年配备了更多的销售人员。今年净利润目标2800, 要求复合增长率20%。上半年精品中药做了1000万元收入。

利润表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1817.24	2434.01	3016.02	3770.03	4599.43	5657.30
减: 营业成本	1228.24	1712.68	2058.26	2591.23	3161.30	3888.40
营业税金及附加	9.92	14.77	22.30	27.87	34.00	41.82
营业费用	338.38	394.49	541.39	637.13	735.91	887.07
管理费用	111.11	133.28	157.59	192.27	236.87	294.18
财务费用	6.68	9.43	11.83	11.74	9.55	5.44
资产减值损失	11.78	6.18	2.49	2.49	2.49	2.49
营业利润	111.21	163.19	222.17	307.29	419.31	537.90
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	318.75	430.78	549.37
减: 所得税	18.69	29.69	40.79	47.81	64.62	82.40
净利润	98.68	145.46	201.18	270.94	366.16	466.96
减: 少数股东损益	13.10	15.33	19.43	26.17	35.36	45.10
归属母公司股东净利润	85.58	130.12	181.75	244.77	330.79	421.86
资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	175.96	206.01	286.70	312.11	541.07	797.06
应收和预付款项	448.52	500.89	582.20	764.79	825.85	920.49
存货	330.69	387.72	602.72	548.94	600.62	695.51
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	2201.35	2512.63	2907.03
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	748.48	791.90	844.69
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	26.06	26.06
负债合计	533.41	630.44	1014.33	946.44	989.85	1042.65
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	597.10	829.60	1126.10
归属母公司股东权益	735.24	818.18	938.68	1110.72	1343.22	1639.72
少数股东权益	84.91	99.34	118.02	144.19	179.56	224.66
股东权益合计	820.15	917.52	1056.70	1254.91	1522.77	1864.38
负债和股东权益合计	1353.56	1547.96	2071.03	2201.35	2512.63	2907.03
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	251.33	386.19	419.82
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	-170.66	-101.97	-123.58
现金流量净额	2.34	41.95	56.89	25.41	228.96	255.98

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

机构销售团队					
公 募	北京片区	李 倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗 云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	奚 曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴 蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵 越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
机 构	上海保险/私募	周 迪	0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com
		赵 佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	北京保险/私募	李 岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
		王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	银行/信托	张 瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
		朱 隼	010-88013612	18600239108	zhusun@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。