

昆明制药 (600422.SH)

中药行业

评级: 买入 上调评级

公司研究

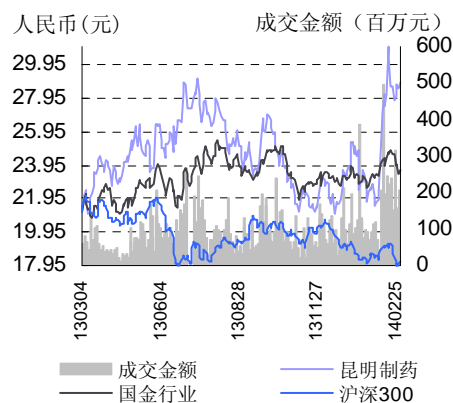
市价(人民币): 28.90元

血塞通稳健两翼齐飞, 外延发展值得期待;

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	340.57
总市值(百万元)	98.59
年内股价最高最低(元)	31.02/21.00
沪深300指数	2178.97
上证指数	2056.30



相关报告

- 《核心品种收入增速放缓, 子公司业绩加速》, 2013.8.23
- 《业绩超预期, 主导品种持续高增长》, 2013.4.25
- 《业绩超预期, 子公司盈利显著改善》, 2013.3.12

燕智 分析师 SAC 执业编号: S1130513080009
(8621)60230222
yanz@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)60230220
huangting@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.414	0.578	0.676	0.905	1.205
每股净资产(元)	2.60	2.99	3.57	4.41	5.56
每股经营性现金流(元)	0.45	0.68	1.22	1.26	1.42
市盈率(倍)	35.86	33.66	34.88	31.92	23.98
行业优化市盈率(倍)	29.03	28.31	40.26	40.99	40.99
净利润增长率(%)	52.05%	39.68%	26.95%	33.86%	33.10%
净资产收益率(%)	15.90%	19.36%	20.56%	22.31%	23.52%
总股本(百万股)	314.18	314.18	341.13	341.13	341.13

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **我们预计公司主导产品血塞通仍有望保持 25%-30% 的较快增长:** 我们认为血塞通虽然在基层市场渗透率已经很高, 但仍留有较大空白市场空间可以拓展: (1) 二三级医院占据全国用药规模 85% 以上, 但目前仅占公司血塞通销售 30%, 随着二三级医院使用基药比例上升, 将成为新增增长点 (2) 血塞通目前还有 6 个省份没有进入基药将成为下一轮基药招标后的增量市场; (3) 公司去年经过渠道和经销商整治, 目前渠道库存已经明显改善。
- **三七价格下降能够抵消血塞通降价的负面影响。** 从药材价格数据看, 三七价格从 2013 年 10 月至今已经下降 40%, 根据公司 2013 年三七原材料成本假设计算, 将为 2014 年大幅节省成本。因此在下一轮医保招标过程中, 即便对血塞通降价进行悲观情况降幅假设, 我们预计三七降价可以抵消药品降价带来的影响。
- **天眩清和中药厂两翼齐发力, 将成为公司新看点:** 天眩清是公司优质优价品种, 目前受制于医院覆盖率有限放量速度有限, 预计在新一轮医保招标过后仍将保持 40% 以上的高速增长; 公司全资子公司昆明中药厂拥有众多独家品种, 2013 年更换经营团队, 全面升级经营理念推出盈利能力极强的精品昆中药系列, 获得较大成功, 我们预计将推动未来 3 年中药厂实现 40% 以上的复合增长。目前天眩清和中药厂利润合计占比预计 35% 左右。
- **公司 2014 年提出: 夯实发展基础, 加快并购步伐。** 公司 2013 年完成增发后资金充裕, 在 2014 年会上明确表示将兼并收购纳入到 2014 年的工作计划当中, 公司在保证主业健康发展的同时可能将涉足外延式发展路径, 预计据此分享医药行业整合和健康产业大发展的行业盛宴。

投资建议

- 我们保守假设三七降价收益与血塞通降价抵消, 预计 2013-2015 年 EPS 分别为 0.67 元、0.90 元、1.20 元, 同比增长 26%, 34%, 33%。若血塞通在招标中价格维系较好, 则存在业绩超预期可能。

估值

- 公司目前股价对于 2014 年 32 倍, 考虑到业绩超预期可能以及加快并购步伐战略带来的溢价, 给予“买入”评级, 目标价 36 元。
- 风险提示: 产品降价超预期风险; 基层放量低于预期; 外延扩张进程;

内容目录

血塞通注射液：稳定较快增长仍可期待	3
心脑血管用药是大领域，中药注射剂受追捧	3
三七总皂苷制剂寡头格局确定	4
三七价格下跌足以抵消血塞通降价对业绩的影响	6
精品昆中药发力，利润持续高增长	8
昆中药独家品种丰富	8
营销改革终获成功，迈上高速增长快车道	8
天麻素系列：享受优质优价将持续高增长	9
镇静安定药物市场快速增长，天麻素定位独特	10
天眩清系列享受优质优价，尚存大量空白市场待开发	11
盈利预测：	13
附录：三张报表预测摘要	14

图表目录

图表 1：公司三七总皂苷系列产品列表	3
图表 2：全国九大城市心脑血管中成药金额	3
图表 3：心脑血管中成药市场中成药注射剂占据主要市场份额	4
图表 4：心脑血管主导中成药产品市场份额与竞争情况	4
图表 5：公司三七类产品 2010-2012 年销量统计	5
图表 6：公司三七类产品增速	5
图表 7：昆明制药注射用血塞通中标价格统计	6
图表 8：三七价格（云南 120 头春七）	7
图表 9：公司独家产品和中药保护品种统计	8
图表 10：昆中药品牌 LOGO 和新产品包装	9
图表 11：昆明中药厂各系列产品利润贡献	9
图表 12：公司天麻素系列产品批文	10
图表 13：神经安定类药物子行业增速	10
图表 14：神经安定类药物子行业市场份额	10
图表 15：精神安定类药物 TOP10 产品	11
图表 16：天麻素注射液（2ml）不同厂家的平均中标价	11
图表 17：天麻素片和乙酰天麻素片价格比较	11
图表 18：天麻系列产品市场份额统计	12
图表 19：公司天麻类产品销售收入统计	12
图表 20：公司产品线拆分预测	13

血塞通注射液：稳定较快增长仍可期待

- 昆明制药及其子公司金泰得拥有丰富的三七总皂苷系列产品，三七总皂苷类产品属于活血通脉药，能够活血化瘀，通脉活络，具有拟制血小板凝集和增加脑血流量的作用，用于治疗中风偏瘫，瘀血阻络及脑血管后遗症，冠心病、心绞痛等具备显著的临床疗效。

图表1：公司三七总皂苷系列产品列表

	产品名称	进入医保的情况	竞争格局
昆明制药 (母公司)	络泰血塞通粉针	基本药物，医保甲类	2家企业获得批文，昆明制药是原研和国家标准的制定者
	络泰血塞通软胶囊	16省市地方医保乙类	2家企业获得批文，圣火药业是原研
	络泰血塞通注射液	基本药物，医保甲类	16家企业获得批文，竞争激烈，昆明制药是原研和国家标准制定者
金泰德 (控股57.39% 子公司)	三七总皂苷原料药	-	13家企业获得批文
	血塞通滴丸	乙类	4家企业获得批文，百祥制药、神威、金泰得，金不换
	血塞通颗粒	乙类	3家企业获批文：金泰得、维和、特安呐
	血塞通片	乙类	5家企业获得批文，竞争激烈

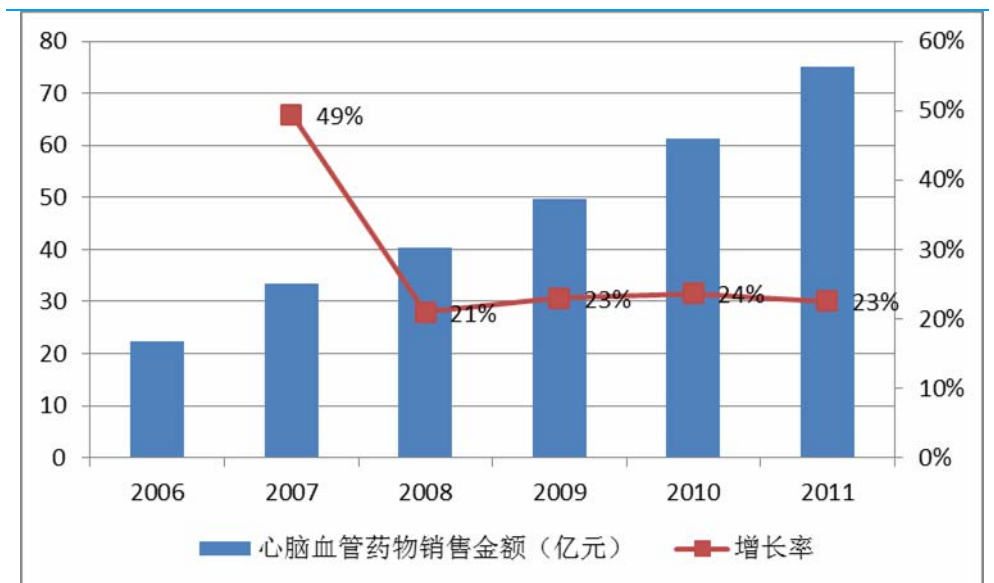
来源：国金证券研究所

- 在公司三七总皂苷系列产品中血塞通冻干粉针和血塞通软胶囊只有 2 个企业生产，竞争格局相对稳定。
- 公司三七系列产品目前销售主要以注射用血塞通为主，该产品 2009 年进入国家基本药物目录，在随后几年在基层市场实现了快速放量。
- 公司还拥有血塞通软胶囊和血塞通注射液两个支线产品，虽然销售规模较小但增速非常快，在三七降价的大背景下，未来可能加大推广力度。

心脑血管用药是大领域，中药注射剂受追捧

- 心脑血管疾病随着人口老龄化的加速，发病率成逐年上升趋势，推动了相关临床用药实现了 20% 以上的复合增长，增速超过行业平均水平。其中中成药以其更擅长慢性病和长期治疗的优势，在临床上得到广泛认可，实现了快于化学药的增长。

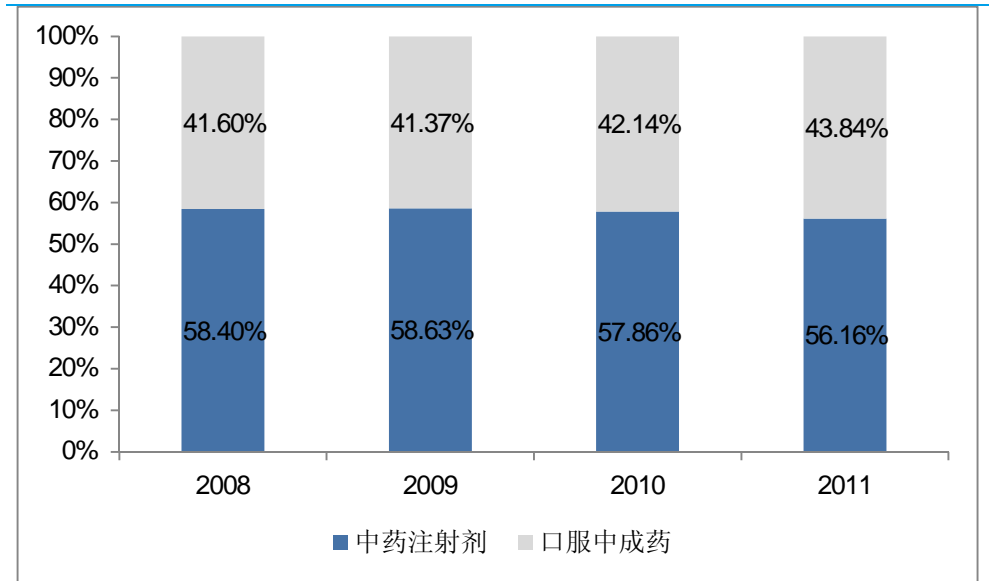
图表2：全国九大城市心脑血管中成药金额



来源：米内网、国金证券研究所

- 中药注射剂更是由于其确切和快速的疗效，以及灵活的临床推广方式，占据了心脑血管中成药过半市场份额，并诞生了众多重磅炸弹级的大品种。

图表3: 心脑血管中成药市场中中药注射剂占据主要市场份额



来源: 米内网、国金证券研究所

- 公司所生产的血塞通注射液及冻干粉针主要成分为三七，多用于缓解脑梗塞，动脉粥样硬化，脑栓塞，视网膜静脉阻塞症状，是脑血管用药领域的一线用药。

图表4: 心脑血管主导中成药产品市场份额与竞争情况

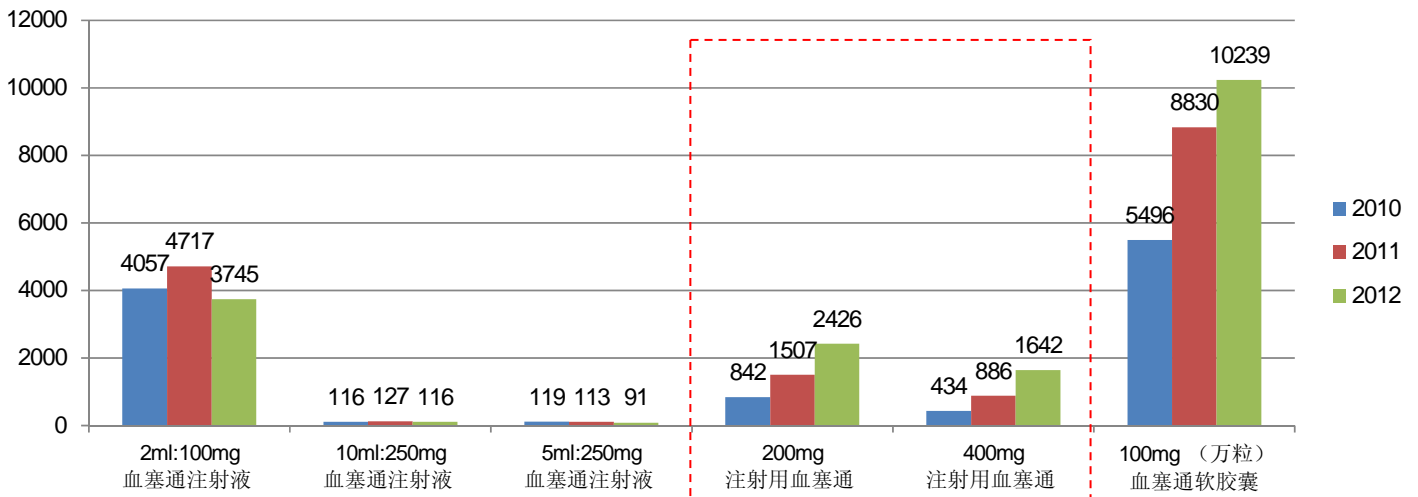
排名	产品名称	市场份额	适应症领域	生产企业	主要原料
1	银杏叶注射液	8.94%	心血管	神威药业等9家	银杏叶
2	疏血通注射液	4.80%	脑血管	牡丹江友博药业(独家)	水蛭、地龙
3	丹红注射液	4.23%	心血管	步长制药(独家)	丹参、红花
4	醒脑静注射液	3.85%	脑血管	山禾药业、天地药业、大理药业	麝香、栀子、郁金、冰片
5	血栓通注射液	3.77%	脑血管	梧州制药(冻干独家), 水针	三七
6	丹参川芎嗪注射液	2.98%	心血管	贵州拜特制药、万生联合制药	丹参、川芎嗪
7	银杏叶片	2.77%	心血管	大于10家	银杏叶
8	血塞通注射液	2.34%	脑血管	昆明制药和珍宝岛(冻干2家), 水针	三七
9	脑心通胶囊	2.31%	脑血管	步长制药(独家)	黄芪、赤芍、丹参、当归、川芎、桃仁、红花、地龙、全蝎
10	红花黄色素注射液	2.30%	心血管	华辉凯德制药(独家)	红花黄色素

来源: 米内网、国金证券研究所

三七总皂苷制剂寡头格局确定

- 在心脑血管中成药中，三七的活血化瘀通经活络效果确切，目前已经培养出血栓通、血塞通、复方血栓通胶囊、三七通舒胶囊等一些列三七总皂苷药物占据脑血管用药的重要位置。
- 其中三七总皂苷的冻干粉针只有三个批文，即注射用血栓通（梧州制药独家）和注射用血塞通（2家，昆明制药和珍宝岛制药），寡头竞争的格局为产品临床推广和培养市场打下良好基础。

图表5: 公司三七类产品 2010-2012 年销量统计



来源: 公司公开增发公告、国金证券研究所

- 公司注射用血塞通是 2009 年国家基本药物目录品种, 受益于基药市场的快速放量, 我们认为注射用血塞通未来 3 年仍将有望保持 25%-30% 的复合增长, 市场空间主要来自于 2 个方面:

图表6: 公司三七类产品增速



来源: 公司定增公告、国金证券研究所

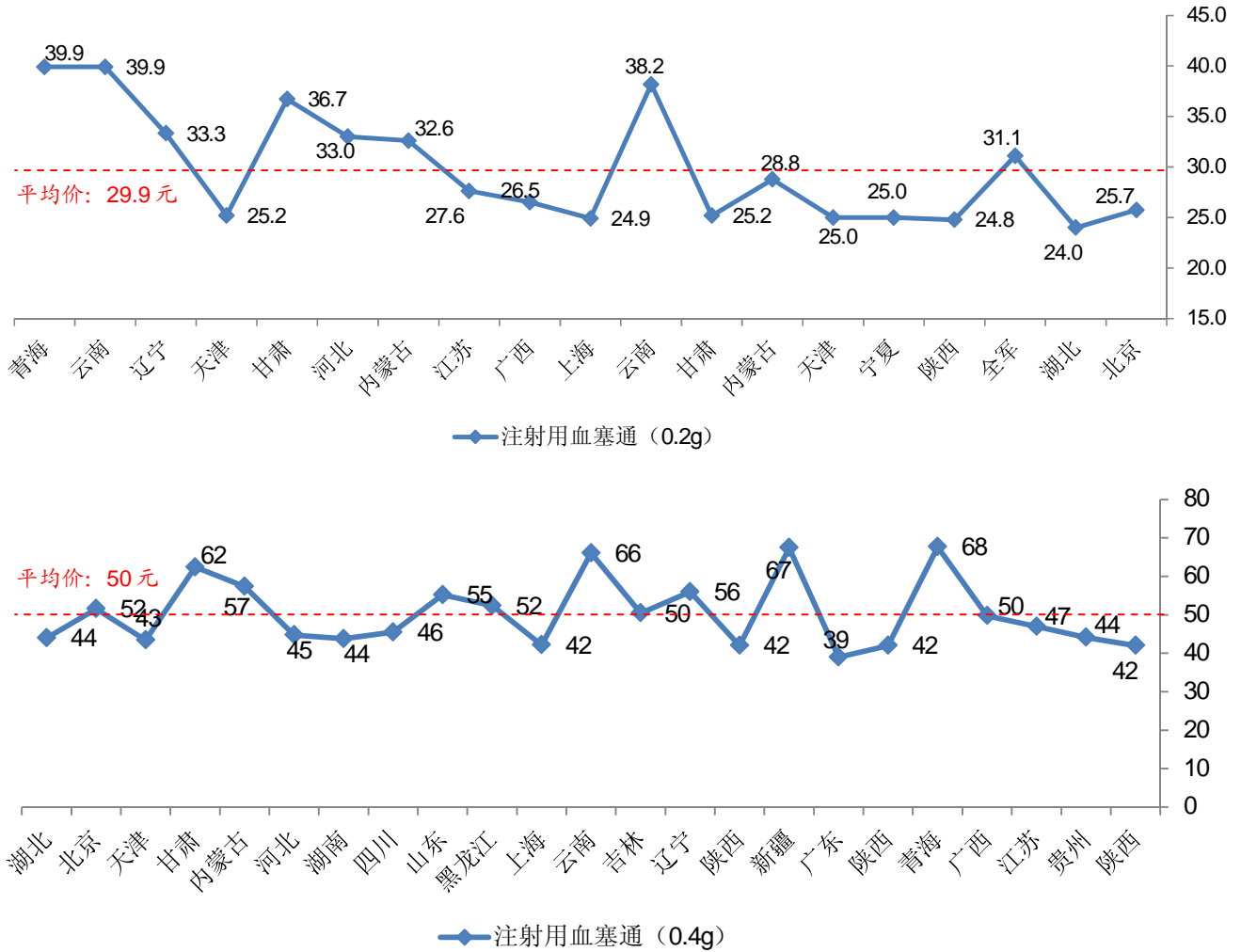
- **二三级医院的拓展:** 目前公司注射用血塞通基层销量的比例是 70% 左右, 只有 30% 的业务来自于二三级医院。在新版基药正式实施以后, 政策要求二级医院基本药物使用量和销售额都应达到 40% 至 50%, 三级医院基本药物销售额要达到 25% 至 30%。注射用血塞通作为基本药物市场的强势品种将有机会跟随政策在二三级医院实现部分放量。我们相信公司产品在占用药市场 15% 的基本药物市场挖掘出 70% 的收入, 未来在占比 85% 的二三级医院市场再挖掘出与目前等大的市场空间并非难事。
- **未中标省份的进入:** 上一轮基药招标中没有中标的省份包括浙江、安徽、山西、福建、海南、江西等, 我们预计在新的一轮基药和医保招标中公司血塞通将顺利进入以上空白省份, 为公司带来 15%-20% 的空白市场增量。

- 公司去年集中整顿了部分缺乏临床推广能力的经销商，并对渠道库存进行了清理，因此对去年增长产生短期负面影响，但从今年开始血塞通将重新步入正常增长轨道，并将获得更加健康的成长性。

三七价格下跌足以抵消血塞通降价对业绩的影响

- 由于在新一轮医保招标中，各省采用“左右联动”，即参考其他省份上轮中标价格的较低者作为招标限价将成为趋势，而昆明制药直销加代理的混合模式导致各省中标价格有一定差异，为此轮招标价格存在部分下降的风险。

图表7：昆明制药注射用血塞通中标价格统计



来源：招标信息网、国金证券研究所

- 我们按照最悲观情况，假设注射用血塞通经过本轮中标价平均下降20%。0.2g注射用血塞通平均价格从目前的29.9元中标均价，下降至24元/支；0.4注射用血塞通平均价格从目前的50元中标均价，下降至40元/支。
- 假设按照注射用血塞通占公司利润贡献50%计算，假设单支利润随中标价下降20%，则预计2014年降价可能对当期利润产生3000万元负面影响。
- 但另外一方面，公司三七类制剂的原材料成本有望大幅下降。从2010年开始三七价格经历了一轮大幅上涨，三七价格从2009年的100元/公斤最高涨至2013年7月的750元/公斤。根据我们的测算，若假设公司2014

年三七采购均价下降 30%，公司在原材料成本方面将有较大节省。（详细可见模拟假设）

- 综上所述，虽然 2014 年公司主导产品注射用血塞通将承受招标降价压力，但在原材料三七已经出现大幅降价的背景下，我们预计将得到缓冲。事实上，目前三七降价已经兑现，甚至超出预期，若血塞通降价幅度低于预期，则公司业绩将产生超预期可能。

图表8:三七价格（云南 120 头春七）



来源：中药材天地网,国金证券研究所

精品昆中药发力，利润持续高增长

昆中药独家品种丰富

- 公司下属全资子公司昆明中药厂、版纳药业和母公司拥有超过 20 个独家品种和中药保护品种，其中大多数是具有云南当地特色的民族药。昆明制药厂组建之初合并了当时昆明地区的数个名医馆，并传承了他们所拥有的独家秘方，才形成了目前拥有丰富品种资源的昆中药。

图表9：公司独家产品和中药保护品种统计

	产品名称	功能	进入医保	处方药/OTC	其他厂家
昆明制药(母公司)	灯银脑通胶囊	行气活血、散瘀通络	——	处方药	独家
	银芩胶囊	解风热毒邪、止咳、补益	地方医保乙类(云南、广东)	OTC	独家
	露水草胶囊	天然植物降糖药	地方医保乙类(云南)	处方药	独家
	草乌甲素胶丸	天然单体植物镇痛、消炎药	国家乙类	处方药	剂型独家
昆明中药厂(全资子公司)	肥儿疳积颗粒	健脾和胃，平肝杀虫	地方医保乙类(云南)	OTC	云南白药
	阮氏上清丸	清热降火，生津止渴	地方医保乙类(云南)	OTC	独家
	癫痫宁片	豁痰开窍，息风安神	地方医保乙类(云南)	处方药	独家
	参苓健脾胃颗粒	补脾健胃，利湿止泻	地方医保乙类(云南)	OTC	云南白药
	天麻祛风补片	温肾养肝，除湿止痛	地方医保乙类(云南)	OTC	独家
	感冒疏风丸	辛温解表，宣肺和中	国家乙类	OTC	独家
	清肺化痰丸	降气化痰，止咳平喘	地方医保乙类(云南)	OTC	独家
	金花消痈丸	清热泻火，解毒消肿	地方医保乙类(云南)	OTC	独家
	舒肝颗粒	舒肝理气，散郁调经	国家乙类	OTC	独家
	止咳丸	降气化痰，止咳定喘	国家乙类	OTC	独家
	感冒疏风片	辛温解表，宣肺和中	国家乙类	OTC	腾冲制药
	暖胃舒乐颗粒	温中补虚，调和肝脾	地方医保乙类(云南)	处方药	独家
	止泻利颗粒	收敛止泻，解毒消食	地方医保乙类(云南)	处方药	独家
	板蓝清热颗粒	清热解毒，疏散风热，利咽消肿	地方医保乙类(云南)	处方药	独家
	感冒消炎片	散风清热，解毒利咽	地方医保乙类(云南)	OTC	独家
	版纳药业(全资孙公司)	珠子肝泰胶囊	清热利湿，益气健肝	地方医保乙类(云南、内蒙古)	处方药

来源：公司网站、国金证券研究所

营销改革终获成功，迈上高速增长快车道

- 昆明中药厂由于是从国企改制而来，经营理念老旧，虽然在云南省当地依托积累的口碑实现稳定的自然销售，但在省外一直未能打开知名度。
- 2010 年公司开始对昆中药进行营销改革，收缩了全国 2/3 省份的营销团队，启用代理模式，但仍未取得理想的效果。
- 2012 年 9 月，公司聘请了原太极集团绵阳制药有限责任公司总经理徐胜担任昆明中药厂总经理，对昆中药的经营理念进行了全方位的改革。
 - 昆中药原有的经营思路是“质优价廉”，虽然这一策略能够维系原有的本土消费者，但对于渠道的激励不足，品牌力也无法在其他省份复制。
 - 为了扭转这一局面，公司于 2013 年推出了精品昆中药系列，重新制定了昆中药的品牌战略，升级包装，并调整了精品系列的价格体系，通过高密度的整合式营销成功推动昆中药精品系列产品在云南省外地区的销售，药店和经销商热情高涨。

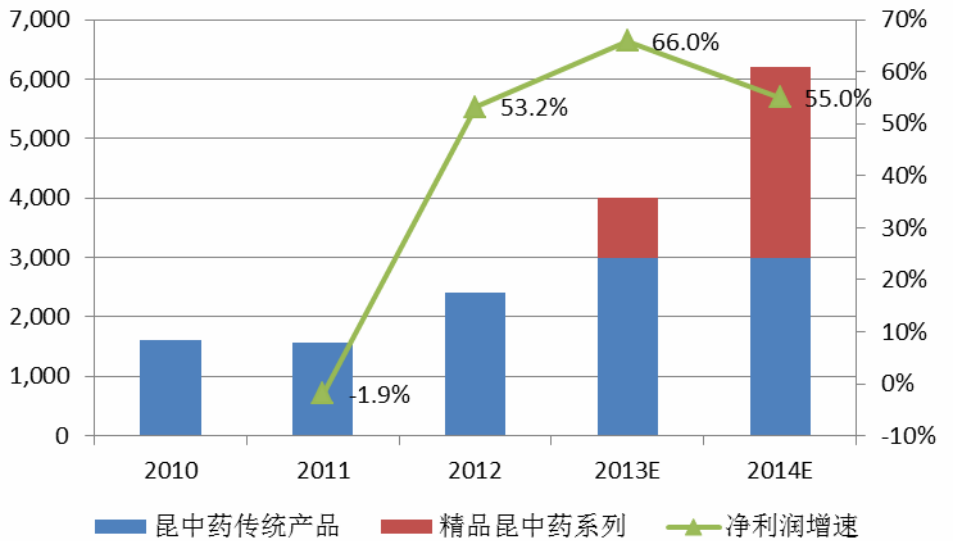
图表10: 昆中药品牌 LOGO 和新产品包装



来源: 公司网站、国金证券研究所

- 2013 年昆明中药厂收入实现 30% 增长，而利润实现了 70% 左右的高增长，主要贡献就是来自于精品系列的推动。
- 我们预计 2014 年昆明中药厂收入仍将保持 30% 的增长，而其中增量主要由精品系列贡献，而昆明中药厂利润增速将达到 50% 以上，拉动中药厂占公司利润比重上升到 25%，未来随着精品系列的持续热卖，昆明中药厂将成为推动公司持续增长的重要推动力之一。

图表11: 昆明中药厂各系列产品利润贡献



来源: 公司年报、国金证券研究所

天麻素系列: 享受优质优价将持续高增长

- 公司拥有天麻素系列产品“天眩清”，包括天麻素注射液、天麻素片、天麻素胶囊和乙酰天麻素片等，其中公司天麻素注射液拥有唯一优质优价资质，定价具有优势，乙酰天麻素片为公司独家品种。
- 天麻素系列具有较好的镇静和安眠作用，对神经衰弱、失眠、头痛等症状具有缓解作用。其能扩张脑血管、提高脑细胞抗缺氧能力、增加脑血管流量，且天麻素注射液(天眩清)对美尼尔氏症具有良好作用。

图表12: 公司天麻素系列产品批文

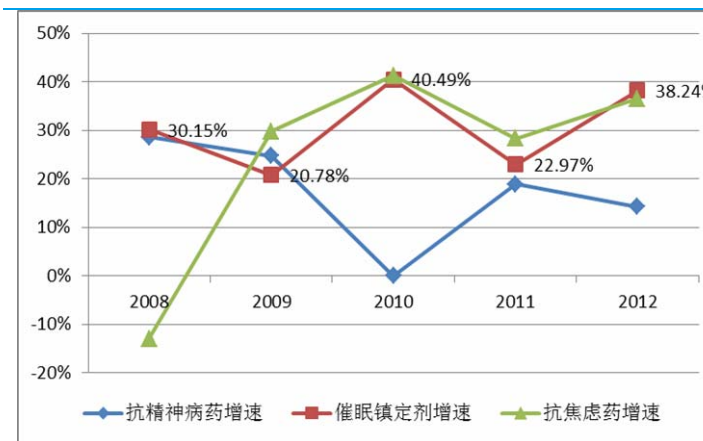
产品名称	进入医保的情况	竞争格局
天麻素注射液(天眩清®)	国家乙类	30家企业获得批文, 昆明制药是唯一享有优质优价的
天麻素片(天眩清®)	地方乙类(黑龙江、陕西、云南、重庆)	43家企业获得批文, 竞争激烈
天麻素胶囊(天眩清®)	地方乙类(黑龙江、陕西、云南、重庆)	11家企业获得批文, 竞争激烈
乙酰天麻素片(精和®)	地方乙类(黑龙江、陕西、云南、重庆)	独家

来源: 国金证券研究所

镇静安定药物市场快速增长, 天麻素定位独特

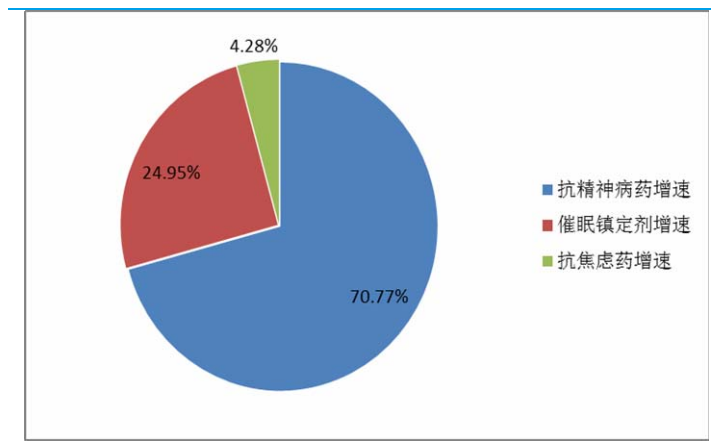
- 催眠镇静类药物是神经安定类药物的重要分支, 近年来随着居民生活压力加大, 老年化进程的加快, 失眠焦虑人群大幅增加。因此催眠镇定和抗焦虑药物近几年保持了 30% 以上的复合增长, 远高于行业平均水平, 参考国外发达国家该领域药物的销售规模和市场占有率, 预计未来将长期保持高速增长。

图表13: 神经安定类药物子行业增速



来源: 米内网、国金证券研究所

图表14: 神经安定类药物子行业市场份额



- 精神安定类用药是近年来市场增长最快的细分领域, 天麻素注射液是其中主导品种之一。天麻素原料药是通过化学合成的方法获得, 在理化性质上与天然来源天麻素完全一致, 源于自然, 高于自然, 安全性上没有传统中药注射剂的隐忧, 且成本价格稳定, 是兼具中药注射剂和化学药特性的药物。

图表15: 精神安定类药物 TOP10 产品

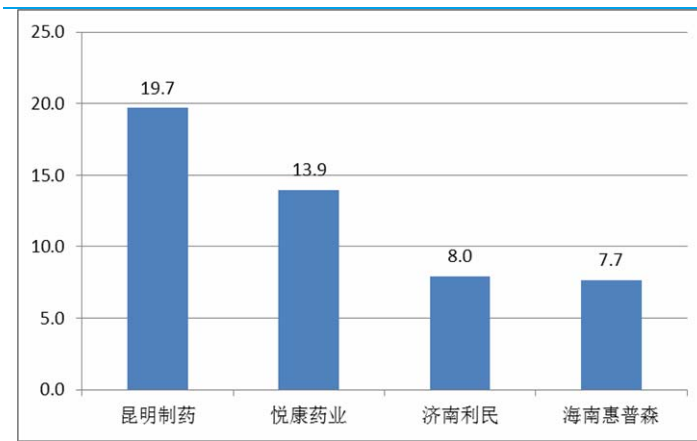
排序	品牌	2008	2009	2010	2011	2012
1	奥氮平(礼来)	19.10%	18.15%	17.11%	16.10%	15.15%
2	奥氮平(江苏豪森)	4.45%	8.49%	10.75%	13.10%	11.72%
3	右美托咪定(江苏恒瑞)	0.00%	0.05%	2.15%	3.72%	8.71%
4	喹硫平(阿斯利康)	10.67%	10.32%	9.65%	7.94%	7.47%
5	利培酮(西安杨森)	12.74%	10.33%	8.79%	7.93%	6.60%
6	咪达唑仑(恩华药业)	7.95%	7.27%	6.61%	6.17%	5.91%
7	氟哌噻吨美利曲辛	9.28%	8.18%	6.94%	5.97%	5.88%
8	天麻素(昆明制药)	5.00%	4.70%	4.90%	4.97%	4.50%
9	帕利哌酮(西安杨森)	0.00%	0.98%	1.75%	2.70%	3.79%
10	阿立哌唑(大家制药)	0.78%	1.23%	1.75%	1.80%	2.66%

来源: 米内网、国金证券研究所

天眩清系列享受优质优价，尚存大量空白市场待开发

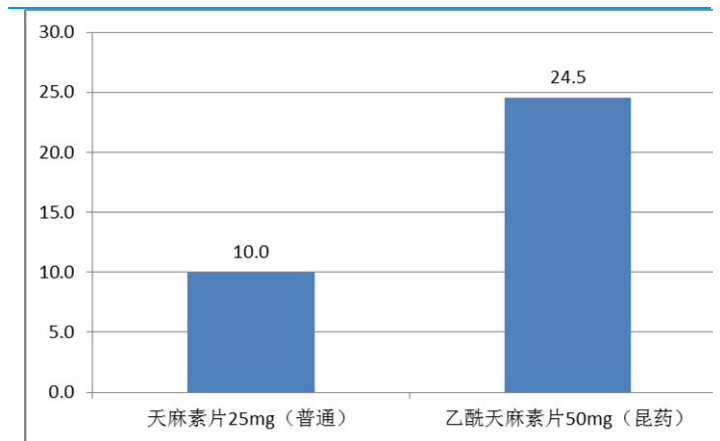
- 公司所生产的天麻素注射液享受国内唯一优质优价资格，定价较普通天麻素注射液高出一倍，这为产品在临床推广提供了先天优势。此外，公司乙酰天麻素片为独家品种，能够与普通的天麻素片形成定价差异。

图表16: 天麻素注射液(2ml)不同厂家的平均中标价



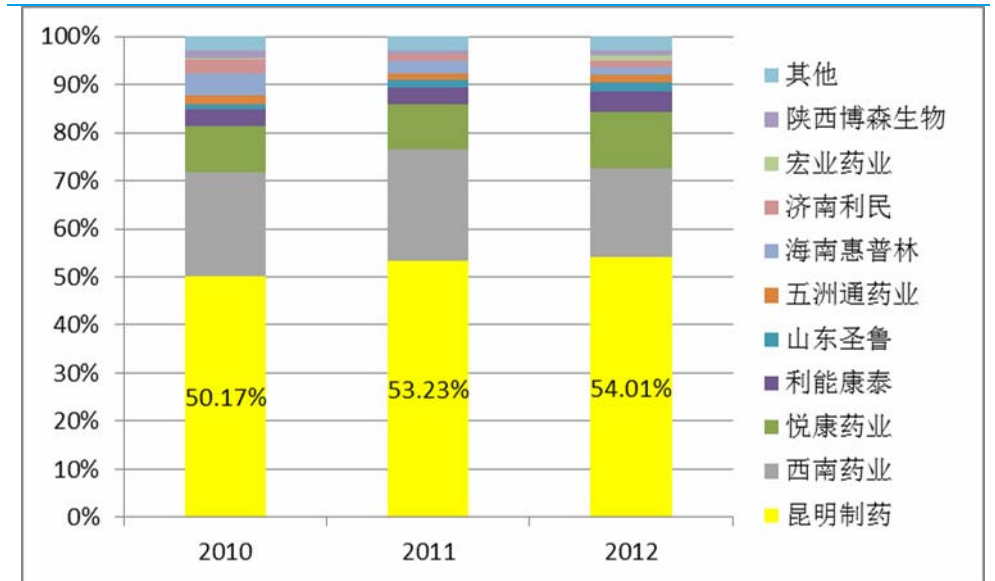
来源: 搜搜医药网、国金证券研究所

图表17: 天麻素片和乙酰天麻素片价格比较



- 目前公司天眩清系列产品占据天麻类用药市场 54%的市场份额，已经成为市场的绝对领导者。然而，我们判断天眩清系列仍将具有极大的市场潜力。
- 公司天麻素注射液目前虽然已在全国大多数省份以医保乙类中标，但实际医院覆盖数量非常低，随着新一轮医保招标，天眩清有望顺势进入更多医院，为未来增长提供新的空间。

图表18: 天麻系列产品市场份额统计



来源: 米内网、国金证券研究所

■ 综上所述, 受益于细分领域的持续高增长和医院覆盖率的提升, 我们预计天眩清系列仍将保持 40% 以上的高增长, 成长为公司另一大利润来源。

图表19: 公司天麻类产品销售收入统计



来源: 公司定向增发公告、国金证券研究所

盈利预测:

- 假设公司三七类产品保持 30%增长, 且毛利率受益于三七降价略有提升。
- 天麻类产品受医保招标推动, 保持 40%高增长
- 其他中成药(昆中药)保持 30%收入增长, 利润率受益于精品系列放量显著提升。
- 公司其他产品都保持稳定增长。

图表20: 公司产品线拆分预测

项目(万元)	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
三七类	28,532	46,359	70,341	91,443	118,876	154,539
增速		62.5%	51.7%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	50.98%	50.99%	54.15%	53.00%	54.00%	56.00%
毛利占比	25.12%	33.46%	40.72%	42.35%	43.16%	44.48%
天麻类	9,153	11,540	16,053	20,869	29,216	40,903
增速		26.1%	39.1%	30.00%	40.0%	40.0%
毛利率	87.36%	87.67%	88.33%	88.30%	88.30%	88.30%
毛利占比	13.81%	14.32%	15.16%	16.10%	17.35%	18.57%
蒿甲醚类	10,467	15,668	27,007	32,408	35,649	39,214
增速		49.7%	72.4%	20.00%	10.00%	10.00%
毛利率	38.08%	36.86%	20.29%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利占比	6.88%	8.17%	5.86%	5.66%	4.79%	4.03%
其他中成药	21,671	22,432	25,859	33,099	42,367	55,077
增速		3.5%	15.3%	28.00%	28.00%	30.00%
毛利率	57.56%	50.44%	55.23%	63.00%	70.00%	73.00%
毛利占比	21.54%	16.01%	15.27%	18.22%	19.94%	20.67%
化学药	38,736	34,481	36,733	38,937	41,273	43,749
增速		-11.0%	6.5%	6.00%	6.00%	6.00%
毛利率	41.03%	51.89%	52.40%	52.00%	52.00%	52.00%
毛利占比	27.45%	25.32%	20.58%	17.69%	14.43%	11.69%
工业收入合计	108,560	130,481	175,993	216,757	267,382	333,483
增速		20%	35%	23.2%	23.4%	24.72%
毛利率	50.57%	52.68%	51.87%	52.81%	55.44%	58.01%
医药商业合计	67,655	111,491	123,299	138,095	154,666	173,226
增速		64.79%	10.59%	12.00%	12.00%	12.00%
毛利率	2.95%	2.76%	3.25%	3.20%	3.20%	3.20%

来源: 国金证券研究所

- 保守假设三七降价与血塞通降价抵消, 预计 2013-2015 年 EPS 分别为 0.67 元、0.90 元、1.20 元, 同比增长 26%, 34%, 33%。若血塞通在招标中价格维系较好, 则存在业绩超预期可能。

风险分析:

- 血塞通降价幅度超预期
- 外延式进程低于预期
- 基药放量低于预期

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	1,817	2,434	3,016	3,525	4,204	5,053	货币资金	200	243	317	200	405	713
增长率		33.9%	23.9%	16.9%	19.2%	20.2%	应收款项	384	437	460	582	692	829
主营业务成本	-1,228	-1,713	-2,058	-2,381	-2,712	-3,109	存货	331	388	603	585	591	678
%销售收入	67.6%	70.4%	68.2%	67.5%	64.5%	61.5%	其他流动资产	65	75	138	145	165	189
毛利	589	721	958	1,144	1,492	1,944	流动资产	979	1,143	1,518	1,512	1,853	2,408
%销售收入	32.4%	29.6%	31.8%	32.5%	35.5%	38.5%	%总资产	69.1%	70.2%	70.6%	64.7%	67.9%	72.6%
营业税金及附加	-10	-15	-22	-22	-26	-32	长期投资	4	4	4	5	4	4
%销售收入	0.5%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	279	311	306	466	516	546
营业费用	-338	-394	-541	-642	-841	-1,096	%总资产	19.7%	19.1%	14.2%	19.9%	18.9%	16.4%
%销售收入	18.6%	16.2%	18.0%	18.2%	20.0%	21.7%	无形资产	116	128	273	354	356	357
管理费用	-111	-133	-158	-183	-231	-293	非流动资产	437	486	634	827	877	909
%销售收入	6.1%	5.5%	5.2%	5.2%	5.5%	5.8%	%总资产	30.9%	29.8%	29.4%	35.3%	32.1%	27.4%
息税前利润 (EBIT)	130	179	236	297	393	523	资产总计	1,416	1,630	2,152	2,339	2,730	3,317
%销售收入	7.1%	7.3%	7.8%	8.4%	9.4%	10.4%	短期借款	125	136	244	50	0	0
财务费用	-7	-9	-12	-10	-5	-2	应付款项	375	476	725	817	946	1,104
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.1%	0.0%	其他流动负债	76	82	81	189	213	241
资产减值损失	-12	-6	-2	-5	-4	-4	流动负债	576	694	1,050	1,056	1,159	1,345
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	20	10	22	22	22	23
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	9	23	0	0	0
%税前利润	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	596	712	1,095	1,078	1,181	1,368
营业利润	111	163	222	282	385	517	普通股股东权益	735	818	939	1,122	1,384	1,748
营业利润率	6.1%	6.7%	7.4%	8.0%	9.1%	10.2%	少数股东权益	85	99	118	138	165	200
营业外收支	6	12	20	20	20	20	负债股东权益合计	1,416	1,630	2,152	2,339	2,730	3,317
税前利润	117	175	242	302	405	537	比率分析						
利润率	6.5%	7.2%	8.0%	8.6%	9.6%	10.6%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-19	-30	-41	-51	-69	-91	每股指标						
所得税率	15.9%	17.0%	16.9%	17.0%	17.0%	17.0%	每股收益	0.272	0.414	0.578	0.676	0.905	1.205
净利润	99	145	201	251	336	446	每股净资产	2.340	2.604	2.988	3.572	4.406	5.564
少数股东损益	13	15	19	20	27	35	每股经营现金净流	0.289	0.446	0.679	1.222	1.261	1.418
归属于母公司的净利润	86	130	182	231	309	411	每股股利	0.150	0.200	0.300	0.150	0.150	0.150
净利率	4.7%	5.3%	6.0%	6.5%	7.3%	8.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	11.64%	15.90%	19.36%	20.56%	22.31%	23.52%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	6.04%	7.98%	8.45%	9.87%	11.31%	12.39%
净利润	99	145	201	251	336	446	投入资本收益率	11.29%	13.96%	14.86%	18.52%	20.78%	22.03%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	48	43	42	55	62	83	主营业务收入增长率	26.64%	33.94%	23.91%	16.89%	19.25%	20.19%
非经营收益	3	4	8	41	-15	-18	EBIT增长率	21.45%	37.98%	32.26%	25.74%	32.31%	32.98%
营运资金变动	-59	-53	-37	38	13	-65	净利润增长率	46.73%	52.05%	39.68%	26.95%	33.86%	33.10%
经营活动现金净流	91	140	213	384	396	445	总资产增长率	13.81%	15.11%	32.02%	8.68%	16.73%	21.49%
资本开支	-64	-43	-123	-272	-89	-90	资产管理能力						
投资	0	0	-82	-1	0	0	应收账款周转天数	47.1	41.4	36.3	36.0	36.0	36.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	89.6	76.6	87.8	90.0	80.0	80.0
投资活动现金净流	-64	-43	-205	-273	-89	-90	应付账款周转天数	49.1	44.4	49.8	50.0	50.0	50.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	53.5	45.1	35.4	36.4	30.5	23.9
债权募资	-1	1	120	-217	-50	1	偿债能力						
其他	-24	-58	-75	-11	-52	-49	净负债/股东权益	-6.70%	-10.61%	-4.80%	-10.13%	-24.72%	-35.40%
筹资活动现金净流	-25	-57	45	-228	-102	-48	EBIT利息保障倍数	19.4	19.0	20.0	29.7	81.4	337.0
现金净流量	2	41	53	-117	205	308	资产负债率	42.08%	43.71%	50.89%	46.11%	43.25%	41.26%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	1	1	7
增持	0	0	1	2	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.33	1.50	1.44

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-05-03	增持	16.00	18.00~22.00
2 2012-08-15	增持	18.90	N/A
3 2012-09-13	增持	18.54	N/A
4 2012-10-30	增持	19.05	N/A
5 2013-01-10	增持	20.19	N/A
6 2013-03-12	买入	21.95	N/A
7 2013-04-25	买入	25.46	N/A
8 2013-08-23	增持	25.12	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD