



## 稳中积极求变，老树再发新芽

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 公司总裁换帅，将重点发展贝克诺顿化药平台、高端生物药及中药口服剂型等，3年后公司中药注射剂的帽子将面临“摘帽”；向控股股东华方定增12.5亿尘埃落定（完成后华方持股比例30.14%），公司的国际化战略、外延式扩张步伐将迈入加快发展阶段。总之，公司处于业绩与估值的共振式提升阶段，为投资公司最佳时机。
- **新战略启动新增长。** 1) 公司未来将发展心血管药物领域为核心、逐步扩展至慢病管理领域的国际化企业；2) 外延并购已提升至战略层面，向大股东定增后解决了外延扩张对控制权稀释的或有影响，并购速度有望加快；3) 营销改革进入第二阶段，为从省总代到精细化招商模式转变，将带动核心产品启动二次增长。综合来看，我们认为公司的净利润即将步入新一轮的高速增长。
- **注射用血塞通稳健增长，血塞通软胶囊与天眩清将释放增长潜力。** 1) 注射用血塞通质量领先，受益营销改革与各级医院基药使用比例上升，且100mg规格即将获批，竞争格局或将重构，预计未来3年收入增速约10%；2) 血塞通软胶囊为类独家产品，正凭借口服制剂的安全性迅速崛起，在营销推广下将释放增长潜力，预计未来3年增速达到30%；3) 天眩清系列获批为化药、适应症广、市场容量大，天麻素注射液（优质优价）、乙酰天麻素片（独家品种）竞争优势突出，随着学术推广力度增加，预计未来3年增速约30%；4) 昆中药多为OTC品种，产品批件丰富，受益药价放开，预计增速保持在20%左右。
- **丰富产品结构，大力布局化药、生物药领域。** 1) 全资子公司贝克诺顿未来将继续发挥其国际背景和600多人学术推广优势，成为外资药企在国内化药平台，预计2017年其净利润很可能超过1亿；2) 3.2类新药富马酸亚铁叶酸片准备现场检查，预计年内将获批。其主要用于孕妇补血补铁，市场空间超过5亿元。后续可拓展保健品适应症；3) 进军糖尿病创新药领域。合作开发长效降糖药GLP-1（胰高血糖素样肽-1）融合蛋白做临床前的研究，预计2016年申报临床；对外投资Rani项目，其开发的生物口服制剂（糖针胶囊）将注射药物转为药丸，具有广阔市场前景，公司将独享中国市场。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2015-2017年摊薄后EPS分别为1.11元、1.40元、1.75元（考虑定增股本变动，未考虑潜在的外延增长点）。考虑到公司产品结构相对较为完善；全资控股贝克诺顿将打开化药增长空间；在研品种较多，3类新药富马酸亚铁叶酸片、长效降糖药GLP-1都给公司以市值想象空间；且外延扩张预期强烈，进军互联网医疗，我们认为给予其2016年35倍PE较合理，对应目标价为48.98元/股，维持“买入”评级。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	4120.51	4780.18	5596.74	6427.51
增长率	14.96%	16.01%	17.08%	14.84%
归属母公司净利润(百万元)	292.24	436.49	551.85	690.19
增长率	26.17%	49.36%	26.43%	25.07%
每股收益EPS(元)	0.74	1.11	1.40	1.75
净资产收益率ROE	15.01%	12.91%	14.75%	16.63%
PE	40	27	21	17
PB	5.76	3.41	3.10	2.80

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广

执业证号: S1250513070001

电话: 021-68413530

邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 何治力

执业证号: S1250515090002

电话: 023-67898264

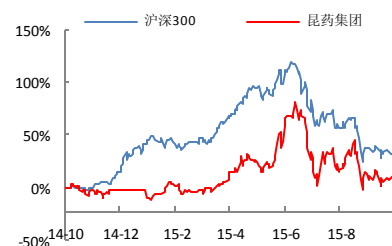
邮箱: hzl@swsc.com.cn

联系人: 张肖星

电话: 021-68415020

邮箱: zxxing@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	3.41
流通A股(亿股)	3.4
52周内股价区间(元)	23.59-51.5
总市值(亿元)	102.20
总资产(亿元)	33.01
每股净资产(元)	6.10

### 相关研究

1. 昆药集团(600422): 主营业务高速增长, 外延扩张有望加速 (2015-08-28)
2. 昆药集团(600422): 建设医患入口, 进军互联网医疗 (2015-08-06)
3. 昆药集团(600422): 管理层与实际控制人相继增持彰显信心 (2015-07-13)
4. 昆药集团(600422): 或将100%控股贝克诺顿, 开启化药增长新空间 (2015-07-10)

## 投资要件

### 关键假设

- 1) 新一轮营销变革初见成效，销售费用率短暂上升后呈下降趋势；
- 2) 贝克诺顿 50% 少数股东权益收回；
- 3) 随着公司精细化招商营销模式的推进及 100mg 规格获批，注射用血塞通仍将维持约 10% 左右增长；
- 4) 血塞通软胶囊作为口服制剂将凭借其安全性崛起，随着公司营销推广的加强，估计 3 年后注射用血塞通在公司植物药系列的占比约 30%（目前为约 50%）；
- 5) 贝克诺顿有望成为外资药企在中国市场的化药平台，预计 2017 年利润规模达到 1 亿元。

### 我们区别于市场的观点

市场认为中药注射剂为辅助用药，安全性饱受争议，受医保控费影响降价趋势明显。我们认为：虽然中药注射剂最好的发展时机已过去，但经过近 2~3 年，利空释放已基本结束。随着公司精细化招商营销模式的推进及 100mg 规格获批，三七注射剂竞争格局或将重构，注射用血塞通仍将维持稳定增长；与此同时，血塞通软胶囊作为口服制剂将凭借其安全性崛起，随着公司营销推广的加强将逐渐释放增长潜力。

市场强化了对公司中药注射剂产品的关注，忽视了化药、中药口服及生物药的快速发展。我们认为：随着国内对商业贿赂的打击，全资子公司贝克诺顿很可能成为外资药企在中国市场的化药平台；天麻素注射液为化药批准文号，基本不属于中药注射剂，现年增速超过 20%；生物药已进军糖尿病创新药，并通过参与美国 Rani 公司 C 轮融资进军新型生物口服制剂，后续发展值得期待。

市场认为公司过去两年并购活动较少，执行力差。但我们认为随着公司定增方案的实施，大股东持股比例将由目前的 18.9% 提升至约 30%，股权集中度得以进一步提升。此举将有助于解决了外延扩张对控制权稀释的或有影响，外延并购速度有望加快。

### 股价上涨的催化因素

- 1) 外延式扩张预期逐个兑现；
- 2) 新药获批；
- 3) 糖尿病项目进入临床等。

### 估值和目标价格

我们预测公司 2015-2017 年摊薄后 EPS 分别是 1.11 元、1.40 元、1.75 元，2015 年 9 月 30 日收盘价对应 2015-2017 年动态 PE 分别为 27 倍、21 倍和 17 倍。

我们分别采用了绝对估值和相对估值两种方法对公司股价进行了估计。

绝对估值方面，公司股价在 18.79 元/股~43.38 元/股范围内不等。但是，由于绝对估值对各系数的敏感性太大，估值结果易受主观影响。且该模型仅反映公司现有业务的价值，并未反映市场对公司未来外延扩张的预期，公司在 2015 年定增的 12.5 亿元与发行的 3 亿元债券的未来价值也均未在模型中体现。因此，为了提高估值结果的客观性，我们选取相对估值法对公司进行估值。

相对估值方面，我们选取了与公司存在可比业务的中恒集团、珍宝岛、众生药业、以岭药业和品牌中药企业云南白药、贵州百灵、益佰制药作为可比公司，2016 年可比公司的 PE 均值为 25 倍。考虑到公司产品结构相对较为完善；全资控股贝克诺顿将打开化药增长空间；在研品种较多，3 类新药富马酸亚铁叶酸片、长效降糖药 GLP-1 都给公司以市值想象空间；且外延扩张预期强烈，进军互联网医疗，我们认为给予其 2016 年 35 倍 PE 较合理，对应目标价为 48.98 元/股，维持“买入”评级。

## 投资风险

中药注射剂政策风险；三七价格止跌回升风险；药品降价幅度超预期风险；外延式扩张或不达预期风险；汇率波动风险。

## 目 录

<b>1. 欲打造慢病领域国际化企业，新战略将启动新增长</b> .....	<b>1</b>
1.1 股东定位：立足慢病管理，主攻处方药 .....	1
1.2 业务构成：天然植物药是利润增长的主动动力 .....	2
1.3 外延并购+营销变革，步入新一轮高速增长期.....	3
<b>2. 植物药与中成药增长动力依然长足</b> .....	<b>6</b>
2.1 血塞通市场规模仍在攀升，受益于成本下降 .....	6
2.2 天眩清主推医院市场，增速或超 30%.....	10
2.3 特色中成药产品批件丰富，增速或超 20%.....	13
2.4 乘诺贝尔奖东风，蒿甲醚备受世界瞩目 .....	15
2.5 天然植物药小结：预计未来 3 年增速在 10%以上.....	16
<b>3. 后备产品丰富，大力布局生物药及化药领域</b> .....	<b>17</b>
3.1 贝克诺顿或将引进跨国药企高端的仿制药/专利药.....	17
3.2 后备产品丰富，富马酸亚铁叶酸片有望于 15 年下半年获批 .....	19
3.3 生物药已进军糖尿病创新药，后续发展值得期待 .....	20
<b>4. 盈利预测与估值</b> .....	<b>22</b>
4.1 未来 3 年盈利预测 .....	22
4.2 绝对估值.....	23
4.3 相对估值.....	25
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>26</b>

## 图 目 录

图 1: 昆药集团股权结构（定增完成后）	1
图 2: 公司收入构成情况	3
图 3: 公司毛利构成情况	3
图 4: 昆药集团发展历程	3
图 5: 公司 2000 年以来营业收入及增速	4
图 6: 公司 2000 年以来扣非后归母净利润及增速	4
图 7: 公司毛利率与净利率	4
图 8: 公司期间费用率	4
图 9: 我国心脑血管疾病发病率和死亡率逐年攀升	6
图 10: 心脑血管中成药市场用药规模	6
图 11: 样本医院三七皂苷类药品增长情况	7
图 12: 我国心脑血管中药口服药与注射剂销售额及增速	8
图 13: 心脑血管中成药中口服药占比不断上升	8
图 14: 三七总皂苷样本医院格局（2014）	9
图 15: 公司三七皂苷占样本医院份额逐年攀升	9
图 16: 公司三七皂苷类药品样本医院销售额及增速	9
图 17: 目前三七市场供需失衡严重（顿）	10
图 18: 三七价格呈下滑趋势（元/公斤）	10
图 19: 临床用镇静催眠药物市场规模及增速	10
图 20: 天麻素占国内镇静催眠类药物市场比例约 8%	11
图 21: PDB 样本医院天麻素类药品规模及增速	11
图 22: 镇静催眠类药品主要厂家市场份额	12
图 23: 公司天麻素占样本医院份额（2014）	12
图 24: 公司天麻素类药品样本医院销售额及增速	12
图 25: 昆中药净利润及增速	14
图 26: 公司天然植物药收入及增速	16
图 27: 公司天然植物药毛利率	16
图 28: TEVA 在各药品细分市场的销售额及市占率（百万美元，2013 年）	18
图 29: 硫酸亚铁样本医院销售额及增速	19
图 30: 叶酸样本医院医院销售额及增速	19
图 31: 公司化学合成药收入及增速	20
图 32: 公司化学合成药毛利率	20
图 33: 全球糖尿病患者人数及增速	21
图 34: 全球抗糖尿病药物市场规模及增速	21
图 35: 中国是世界上糖尿病患者人数最多的国家（百万人）	21

## 表 目 录

表 1: 华立集团医药产业布局.....	2
表 2: 公司主要子公司及其业务领域.....	2
表 3: 2011 年前九名心脑血管中成药主要成分及市场份额.....	7
表 4: 昆药集团及其子公司金泰得的三七总皂苷制剂品种.....	7
表 5: 血塞通&血栓通对比.....	8
表 6: 公司天麻素系列产品.....	11
表 7: 公司及子公司独家特色中成药.....	13
表 8: 昆中药产品梯队建设.....	14
表 9: 贝克诺顿主要产品及简介.....	17
表 10: TEVA 部分重点产品.....	18
表 11: 处于审评过程中药品.....	19
表 12: 公司各项业务盈利预测.....	22
表 13: 绝对估值关键假设.....	24
表 14: 绝对估值结果.....	24
表 15: 绝对估值估值结果对各系数敏感性较大（以 FCFF 为例）.....	25
表 16: 可比公司估值表.....	25
附表: 财务预测与估值.....	27

## 1. 欲打造慢病领域国际化企业，新战略将启动新增长

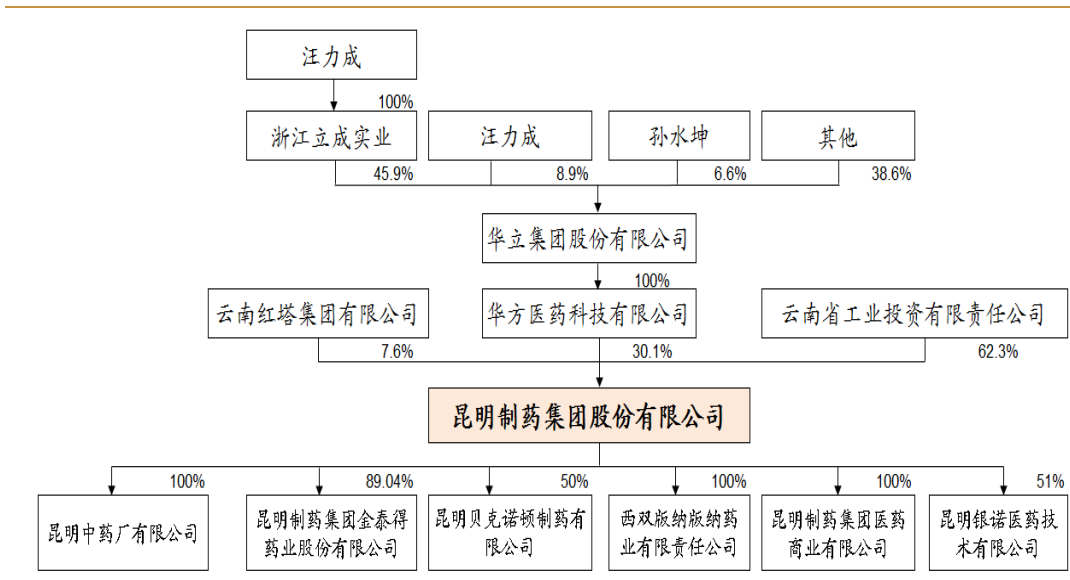
昆药集团股份有限公司成立于 1951 年 3 月，于 2000 年 12 月在上海证券交易所上市。公司拥有深厚的专业制药经验，是国家重点高新技术企业、中国医药工业百强企业。自有品牌络泰®、天眩清®Artemedine®、Artem®、Arco®等享誉国内外。

### 1.1 股东定位：立足慢病管理，主攻处方药

公司大股东华立医药作为华立集团的医药产业平台，控股了昆药集团（600422）和健民集团（600976）两家上市公司。华立集团是一家为以大健康医疗产业为核心主业、多元化投资发展的企业集团，为民营企业 500 强之一，总资产与年营业收入均超百亿，实力雄厚。

此外，公司拟向大股东定向增发 12.5 亿元，用于收购北京华方科泰 100% 股权等三个项目，该事项已于 2015 年 8 月 19 日获证监会审核通过，定增完成后，大股东持股比例将由目前的 18.9% 提升至 30.1%，股权集中度得以进一步提升。

图 1：昆药集团股权结构（定增完成后）



数据来源：公司公告，西南证券

按照华立集团的战略规划，昆药集团（600422）定位于心血管治疗领域为核心、逐步扩展至慢病领域的国际化企业，主攻处方药领域。

**表 1：华立集团医药产业布局**

	平台定位	主导产品
昆药集团	植物药、化学药创新平台	目前有三七系列、天麻素系列、青蒿素系列及特色中药和特色民族药等 40 多个具有国内外先进水平的天然药物新产品； 未来定位为以心脑血管要为核心具备慢病管理特色的处方药企业。
武汉健民	中药平台	重点开发市场急需的小儿用药，老年用药和重大疑难病症用药； OTC 市场为主。
北京华方科泰	国际化学药平台	以抗疟疾药物、抗生素为主导。
华立生命科技	保健品平台	主导产品有生命维他多种维生素系列、巴玛益百（火麻仁）和铁皮枫斗口服液等系列保健食品。
上海华方科泰	化学原料药平台	主要研发和生产治疗心血管疾病、抗病毒（包括抗艾滋病）的原料药及医药中间体。

数据来源：华立集团官网，西南证券

## 1.2 业务构成：天然植物药是利润增长的主动力

昆药集团集药物研发、生产、销售、商业批发和国际营销为一体，形成了以自主天然植物药为主，涵盖中药、化学药和医药流通领域的业务格局。旗下拥有昆明中药厂有限公司、金泰得药业股份有限公司、昆明贝克诺顿制药有限公司、西双版纳版纳药业有限责任公司、昆药集团医药商业有限公司、昆明银诺医药技术有限公司、北京华方科泰医药有限公司等参控股公司。

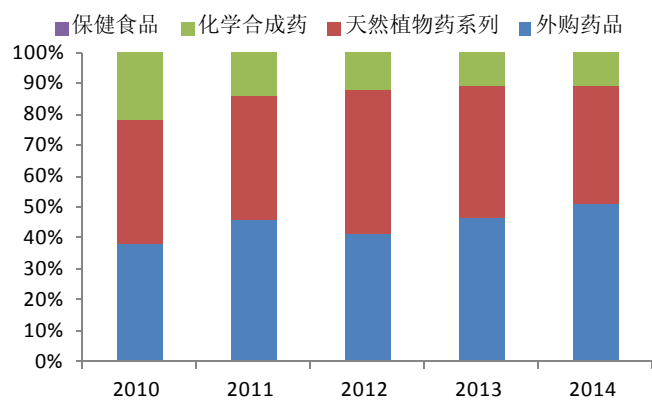
**表 2：公司主要子公司及其业务领域**

	持股比例	业务领域	2014 年净利润（万元）	2014 年净利润增速
昆明中药厂	100%	我国五大中药老号之一，现有 10 个剂型近 150 个批准文号，其中全国独家生产或原研的品种达到 58 个，先后拥有国家中药保护品种 15 个，为全国单厂第一。	5182	21%
金泰得	89%	云南省较早开发和利用三七生物资源进行药品生产、研究及销售的企业之一，血塞通制剂药品全国主要生产厂家。	474	—
贝克诺顿	100%	昆药集团与美国爱华克斯公司合资成立，产品定位高端，在国内抗生素及骨关节领域享有专业品牌知名度。	2698	28%
版纳药业	100%	利用地域优势，与独家傣医院合作，整合自有及傣医院获批的傣药品种，目前共 35 个国药准字生产文号，其中 5 个为独家傣药品种。	436	14%
商业公司	100%	在云南省内构建了完善的医药分销网络，进入中国医药商业百强企业。	723	14%
银诺医药	51%	旨在开发拥有国际和中国自主知识产权的糖尿病一类创新药——长效降糖药 GLP-1（胰高血糖素样肽-1）融合蛋白，创建具有国际领先研发水平和生产能力的生物制药领军企业。	—	—
华方科泰	定增项目	从事青蒿素类抗疟药、品牌仿制药和医疗器械的国际销售，已在非洲和东南亚近四十个国家建立了销售网点。	—	—

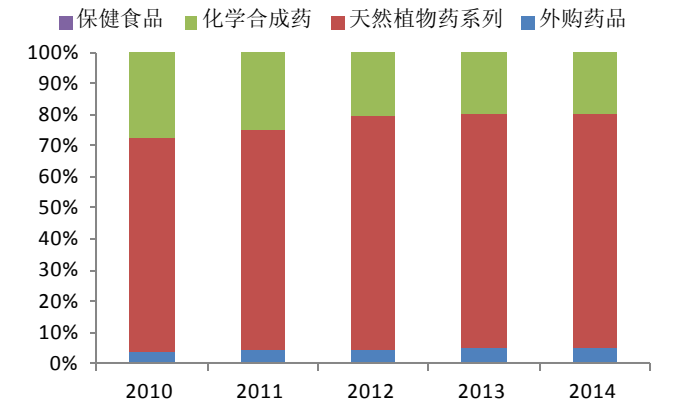
数据来源：公司公告，西南证券



从收入和毛利构成上看，医药商业增长带来了公司销售规模的扩张，而高毛利的天然植物药业务是公司利润快速增长的主动力。依托云南丰富的植物资源，昆药集团先后开发了青蒿系列、三七系列、天麻系列及特色中药、特色民族药等 40 多个具有国内外先进水平的天然植物药新产品，拥有多项国家发明专利，填补了多项国内外空白，在心脑血管、神经系统、疟疾等疾病治疗领域拥有较高的知名度与美誉度。

**图 2: 公司收入构成情况**


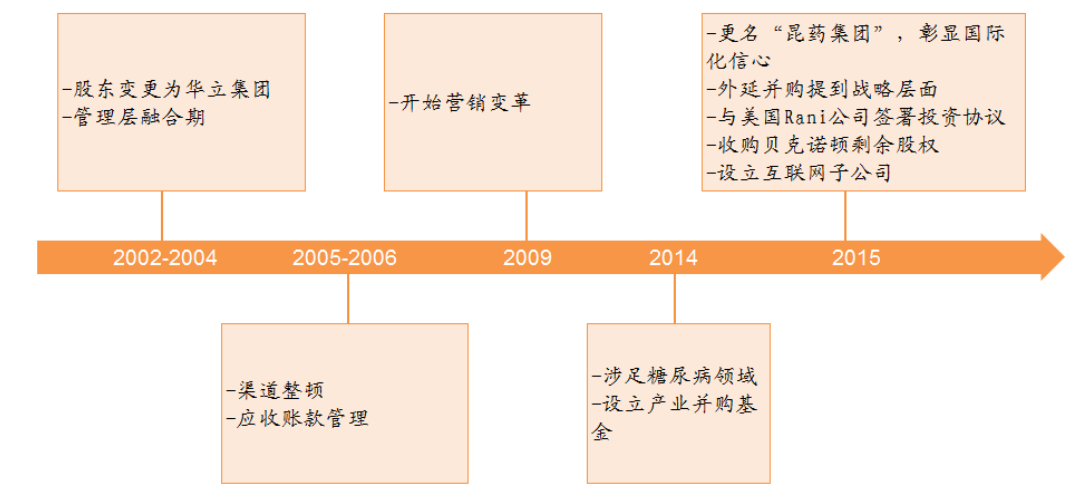
数据来源: 公司公告, 西南证券

**图 3: 公司毛利构成情况**


数据来源: 公司公告, 西南证券

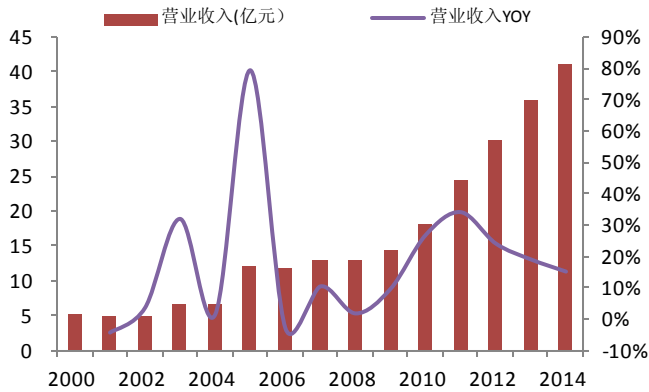
### 1.3 外延并购+营销变革，步入新一轮高速增长期

从发展历程来看，公司在 2002-2004 年经历了大股东变更后的管理层融合期，2005 扣非后归母净利润重拾增长，2009 年启动营销变革后公司步入第一轮高速增长期，2009-2014 年收入复合增速为 23.5%，扣非后归母净利润复合增速为 35.5%。

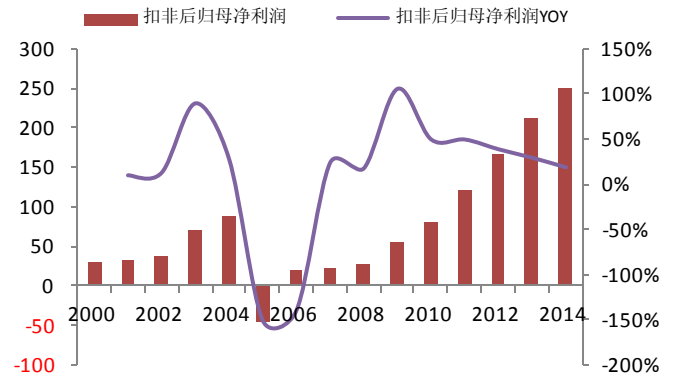
**图 4: 昆药集团发展历程**


数据来源: 公司公告, 西南证券

受内部销售架构调整及促销活动影响，公司 2013、2014 年销售收入增速有所放缓，步入 2015 年，销售考核步入正轨，销售收入有望恢复高速增长。

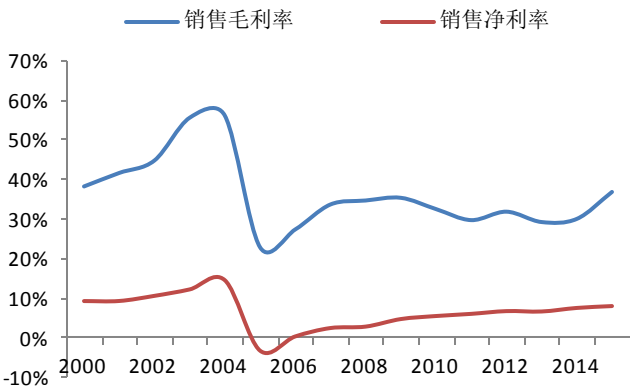
**图 5: 公司 2000 年以来营业收入及增速**


数据来源: 公司公告, 西南证券

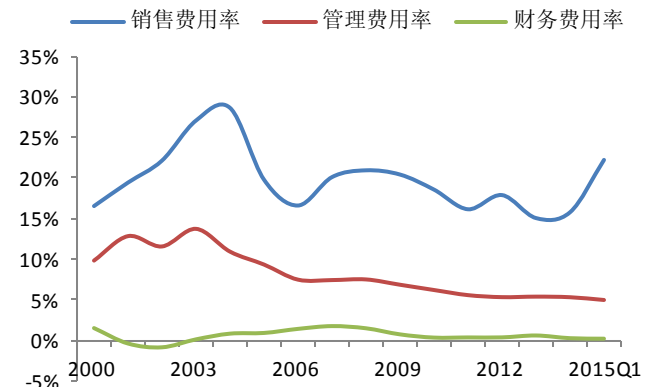
**图 6: 公司 2000 年以来扣非后归母净利润及增速**


数据来源: 公司公告, 西南证券

从盈利能力来, 公司 2015 年第一季度的毛利率 36.7%, 处于上升趋势, 主要系公司主打产品之一的血塞通原材料三七价格下跌所致; 2015 年第一季度销售费用率为 22.3%, 呈上升趋势, 主要是 2014 年推进内部销售架构调整及精品中药战略推广过程中带来相应销售费用增加所致; 管理费用率和财务费用率保持稳中有降的趋势。整体来看, 公司净利率保持稳步提升的状态。预计随着原材料价格的进一步下降和营销架构调整步入正轨, 公司的盈利能力将继续保持上升态势。

**图 7: 公司毛利率与净利率**


数据来源: 公司公告, 西南证券

**图 8: 公司期间费用率**


数据来源: 公司公告, 西南证券

步入 2014 年, 公司稳中求变, 制定了新的发展战略, 未来将发展治疗领域为核心, 逐步扩展至慢病领域的国际化企业。2015 年 4 月, 原“昆明制药集团股份有限公司”正式更名为“昆药集团股份有限公司”, 更名打破了地域的限制, 彰显公司朝国际化目标发展的决心, 新一轮的高速发展值得期待。

具体来看, 公司的发展战术主要体现在以下几点:

### ➤ 并购整合

公司自 2014 年起已开始推行外延并购战略。2014 年 4 月, 公司与平安证券、兴业银行以有限合伙形式成立昆明诺泰医药产业并购基金, 致力于挖掘优质投资、并购标的资源。在 2015 年预算计划安排中, 明确提出 6.87 亿元用于投资并购项目。外延并购将成为 2015 年

的主旋律，有望打造更多利润增长点。此外，向大股东定增后，解决了外延扩张对控制权稀释的或有影响，外延并购速度有望加快。

### ➤ 营销改革

公司的营销改革可分为两个阶段：

第一阶段为 2009-2013 年，公司通过与经销商广泛合作、迅速扩大“血塞通系列”及“天眩清系列”的销售覆盖面，核心品种实现全国大部分省份的全中标，这成为血塞通和天眩清享受基药红利、获得跨越式发展的基础。

2013 年至今公司迈入了营销结构变革的第二阶段。此阶段公司的营销变革分为内外两部分：一方面，对内调整销售架构，设立五个销售事业部，并完善激励机制；另一方面，精细化招商取代省代，将销售渠道扁平化，积极调整营销模式，让产品真正下沉到终端。我们认为此轮营销变革将有助于公司在广覆盖基础上进一步挖掘核心产品的销售潜力。

### ➤ 业务拓展

2015 年 7 月，公司收购贝克诺顿少数股权，欲打造国际化化药平台。2014 年 10 月，公司首次涉足糖尿病领域，与王庆华教授、以王庆华教授为法人代表香港医韵医药技术有限公司组建中外合资公司，共同开发长效降糖药 GLP-1（胰高血糖素样肽-1）融合蛋白，首次涉足糖尿病领域；2015 年参与 Rani 公司 C 轮融资进军新型生物口服制剂领域。可见公司的产业边界扩张已经正式拉开序幕。

此外，公司还与 2015 年 9 月公告聘任戴晓畅先生为公司总裁，戴晓畅先生曾任云大科技董事长、沃森生物董事长、贝克诺顿总经理，且学术背景丰富，为生物与化药领域专家。我们认为本次人事变动或意味着中药注射剂在公司地位的逐渐弱化，昆药集团发展成为化药、生物药及中药多点齐发、业绩全面开花的局面，前景值得期待。

### ➤ 进军国际市场

公司启动了征战欧美主流市场的计划。旗下主打产品血塞通软胶囊有望获得美国 FDA 的批准，同时公司正在筹备德国、日本开设办事处等事宜；目前已投资 500 万美元参与美国 Rani 公司 C 轮融资，并与 Rani 的控股公司 InCube 公司达成战略合作协议；全资控股贝克诺顿后有望将贝克诺顿打造成国际合作、并购平台，为整个集团的国际化发展提供资源和基础。

### ➤ 涉足互联网医疗

公司于 2015 年 7 月公告称计划投资 1000 万元在北京成立一家全资新媒体子公司，实际投资将根据业务推进情况分批注入，全力孵化“医生社群”、“患者社群”两大项目。这意味着公司正式吹响进军互联网医疗的号角。我们认为公司产品线以心脑血管疾病治疗用药为主，在医院及零售终端有较好的客户基础，“互联网+”优势突出，拟设立的互联网子公司将着力于孵化“医生社群”、“患者社群”，从医生和患者流量建设入手的盈利模式可变现性较强，后期或在该平台逐渐布局移动医疗、慢病管理等，发展前景值得期待。

综合来看，公司稳中求变，外延并购已提到战略层面，营销变革进入第二阶段，业务拓展已有进展，国际化战略正在推进，互联网建设正在进行，销售收入有望恢复高速增长；在原材料价格下跌和营销架构调整步入正轨的共同作用下，公司的盈利能力将继续走强；随着定增的完成，或将进入外延式扩张最佳时期。因此，我们认为公司的净利润即将步入新一轮的高速增长。

## 2. 植物药与中成药增长动力依然长足

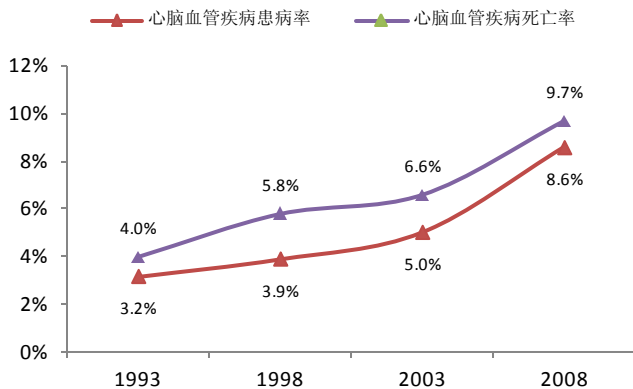
公司主打产品品种主要有三大天然植物药（血塞通系列、天眩清系列、蒿甲醚系列）、中成药（以昆中药为主体）。其中，血塞通受益于营销体制改革、100mg 规格的获批及原材料三七价格的下跌；天眩清受益于医院市场的放量；蒿甲醚受益于收购华方科泰后自营能力的增强；昆中药受益于药价放开政策、产品梯队建设和省外市场开拓。

### 2.1 血塞通市场规模仍在攀升，受益于成本下降

#### 2.1.1 心血管发病率带动心脑血管中成药市场用药规模攀升

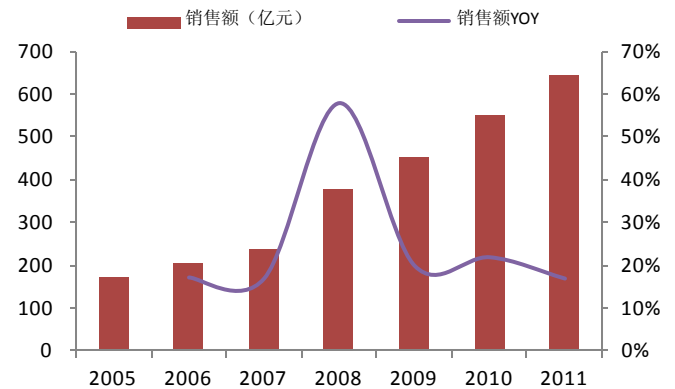
随着人口老龄化和饮食结构改变，我国心脑血管疾病患病率和死亡发病率上升趋势，带动心脑血管药物市场规模不断扩大。心脑血管疾病属于慢性病范畴，需要长期用药，中成药副作用小，优势突出。近年来随着化学药物对许多心脑血管疾病表现乏力以及毒副作用较大的情况下，植物提取类制剂以其多靶点的治疗效果和优于化学药的安全性，在对心脑血管疾病的治疗上发挥着越来越重要的作用。

图 9：我国心脑血管疾病发病率和死亡率逐年攀升



数据来源：米内网，西南证券

图 10：心脑血管中成药市场用药规模



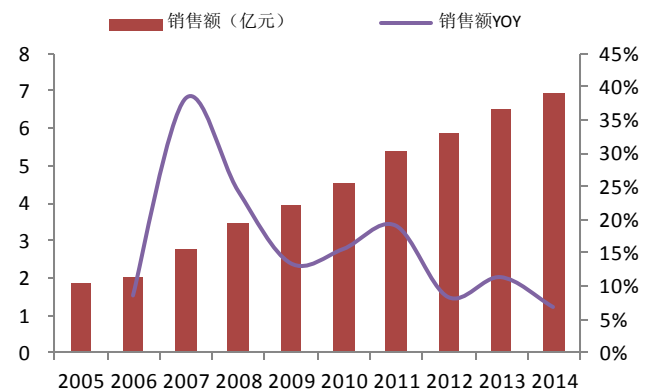
数据来源：米内网，西南证券

在心脑血管中成药中，三七的活血化瘀，通经活络效果明显。在 2011 年销售额前九名的心脑血管中成药中，三七皂苷类药物就占据了两位。近年来三七皂苷类药物呈现快速增长，2005-2014 年样本医院三七皂苷类药物市场的复合增速为 16%。

**表 3：2011 年前九名心脑血管中成药主要成分及市场份额**

	主要成分	占心脑血管中成药份额
银杏叶注射液	银杏叶提取物	8.9%
疏血通注射液	水蛭、地龙	4.8%
丹红注射液	丹参、红花	4.2%
醒脑静注射液	麝香、郁金等	3.9%
血栓通注射液	三七皂苷	3.8%
丹参川芎嗪注射液	丹参、盐酸川芎嗪	3.0%
血塞通注射液	三七皂苷	2.3%
		2.3%
红花黄色素注射液	红花黄色素	2.2%

数据来源：公司公告，西南证券

**图 11：样本医院三七皂苷类药品增长情况**


数据来源：PDB，西南证券

### 2.1.2 核心剂型呈寡头格局，公司市占率逐步攀升

公司的三七皂苷系列品种丰富，包含目前上市的几乎所有品类。在注射剂领域，冻干针剂的稳定性和安全性优于水针，在口服药领域，软胶囊剂型的生物利用度好于胶囊和片剂，因此，公司的络泰®注射用血塞通（冻干）和络泰®血塞通软胶囊为核心剂型。从产品批件情况来看，这两个剂型均呈寡头竞争格局。

**表 4：昆药集团及其子公司金泰得的三七总皂苷制剂品种**

	产品名称	昆药产品上市时间	进入医保的情况	竞争情况
昆药集团 (母公司)	络泰®注射用血塞通(冻干)	1996	基药，医保甲类	昆药集团、珍宝岛
	络泰®血塞通软胶囊	2004	16省市地方医保乙类	昆药集团、圣火药业
	络泰®血塞通注射液	1985	基药，医保甲类	16家
金泰得	三七总皂甙原料药	2002	—	
	血塞通滴丸	2007	乙类	神威药业、金泰得、金不换、百祥药业
	血塞通颗粒	2002	乙类	金泰得、维和药业、特安呐
	血塞通片	2002	乙类	维和药业、特安呐、金泰得等 5 家

数据来源：西南证券

#### ➢ 血塞通注射液：质量领先，受益营销改革与各级医院基药使用比例上升

中药注射液的安全性在市场上饱受关注，据 CFDA 不良反应报告显示，中药不良反应 75% 左右都由中药注射剂引起，中成药不良反应报告数量排名前 20 位的品种均为中药注射剂。政策面也一直在强调推进中药注射剂安全性。在 2015 年 8 月 18 日国务院印发的《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》中明确提出提高中成药质量水平，积极推进中药注射剂安全性再评价工作。在整个中药注射剂行业政策收紧的背景下，公司的中药注射剂或将受到影响有所放缓。

但是，基于以下几方面的判断，我们认为公司的血塞通注射液还将保持 10% 左右的增速：

从产品质量来看，公司的血塞通注射液稳定性较强，且是国标制定者，质量水平为国内领先。在三七皂苷冻干针剂中，全国目前仅有 3 个批文，即血栓通冻干（梧州制药独家）和

血塞通冻干（2家：昆药集团、黑龙江珍宝岛），相对梧州制药的血栓通来说，昆药集团研发生产的络泰®注射用血塞通冻干粉针剂具有稳定性好、有效期长的特点，有效解决了三七皂苷口服制剂生物利用度低和水针剂产品稳定性差的问题，并最大限度的保持了有效成分的生物活性。而在血塞通市场上，公司为原研单位，无论是地方标准还是国家标准均由公司提出，且公司内控标准均高于国家标准。此外，公司的 100mg/支剂型目前正在审批中，若能顺利获批则三七皂苷冻干针剂竞争格局或将重构。

**表 5: 血塞通&血栓通对比**

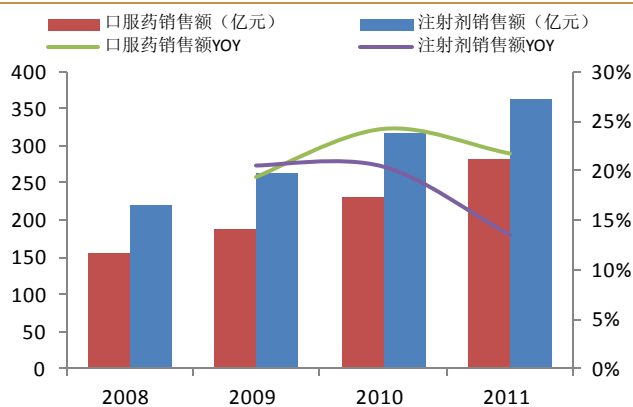
	血塞通		血栓通
	昆药集团	珍宝岛	
医保目录	甲类、基药		甲类、基药
用药部位	三七剪口（总皂苷含量高达 10—12%）		三七主根（总皂苷含量 5—8%）
规格	200mg/支；400mg/支 部分省市重点推 400mg	200mg/支；400mg/支 部分省市重点推 200mg	150mg；250mg
有效期	36 个月		18 个月

数据来源：西南证券

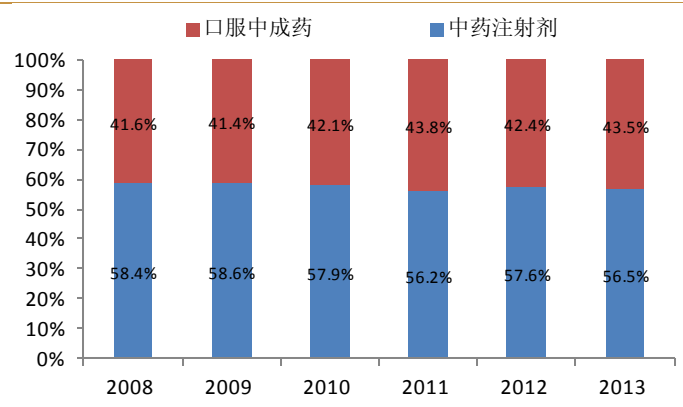
从市场开拓来看，各级医院基药使用比例的上升和公司营销改革的推进将为血塞通注射液带来增长动力。公司的注射用血塞通（冻干）入选 2012 版基药目录，基层销量的比例约 70%。应卫计委对基药的使用要求“二级医院基本药物使用量和销售额都应达到 40%~50%，三级医院基本药物销售额要达到 25%~30%”，随着公司营销改革的推进，我们认为注射用血塞通将受益于基本药物在二三级医院的使用比例提高。

#### ➢ 血塞通软胶囊：异军突起，随着营销改革推进将继续释放增长潜力

在中药注射液饱受争议的同时，中药口服制剂凭借其安全性迅速崛起，2008~2011 年我国心脑血管口服药销售额增速均保持在 20%以上，并逐步与注射剂增速拉开差距。口服药市场占有率也逐步攀升，2013 年占比达到 43.5%，我们判断该趋势仍将延续。

**图 12: 我国心脑血管中药口服药与注射剂销售额及增速**


数据来源：米内网，西南证券

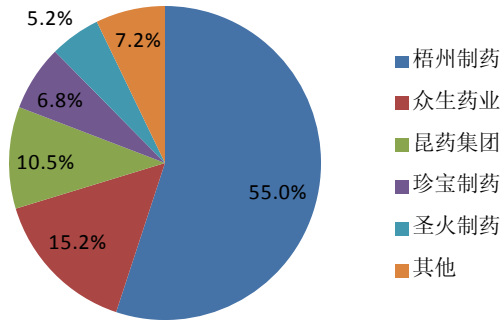
**图 13: 心脑血管中成药中口服药占比不断上升**


数据来源：米内网，西南证券

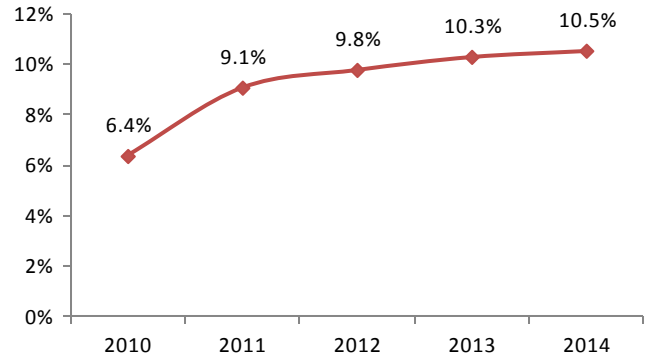
在此背景下，公司血塞通的产品结构也逐渐向口服药方向倾斜，软胶囊在公司 2009 年开始推行的大品种战略中被列为重点推广的品种。公司的血塞通软胶囊同样拥有质量领先的竞争优势，为中药二级保护品种，总皂苷含量高达 85%以上，远远高于国家标准 10 个百分

点。目前已进入 16 省市地方医保乙类，2014 年销量同比增长 16%。80% 的市场都主要集中在北京、昆明、江苏、广东等，在其它省份还有较多空白待开发。我们认为血塞通软胶囊将随着营销改革与公司战略性的产品结构调整保持较高增速，预计 2015 年增速为 30% 左右。

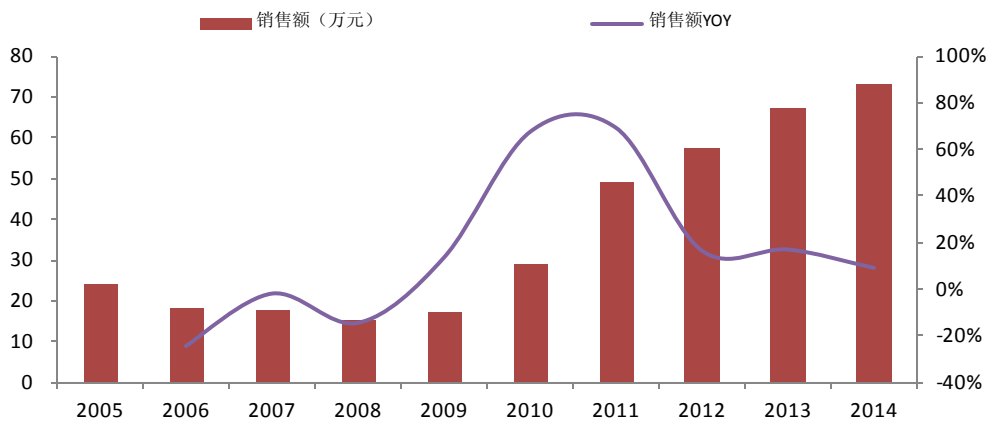
在两大核心剂型的带动下，公司三七皂苷类药品市场保持稳定增长。据 PDB 的统计，样本医院增速保持在 10% 左右，市场占有率逐年攀升，2014 年的市占率为 10.5%。

**图 14：三七皂苷样本医院格局（2014）**


数据来源：公司公告，西南证券

**图 15：公司三七皂苷占样本医院份额逐年攀升**


数据来源：PDB，西南证券

**图 16：公司三七皂苷类药品样本医院销售额及增速**


数据来源：PDB，西南证券

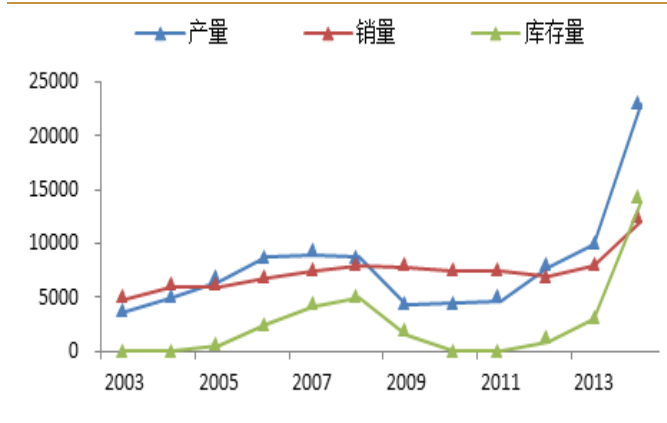
综合来看，我们认为：在下游需求旺盛、公司竞争优势突出、各级医院基药使用比例上升和公司营销改革持续推进的共同作用下，预计注射用血塞通 2015 年的增速约 10%；血塞通软胶囊收入增速约 30%。

### 2.1.3 三七原材料价格下跌，减轻成本压力

血塞通的原材料三七处于供过于求状态。2014 年底，三七产量达到了 2.3 万吨的历史最高点，远远超出 1.2 万吨的年需求量。供需失衡导致三七价格急速下降，以 120 头为例，2013 年 7 月以来三七价格由 7 月份的 760 元/公斤下降到近期的 140 元/公斤，下降幅度超过 80%。由于 2012-2014 年种植的三七产新期集中到来，我们预计短期内触底回升的可能性极小，我

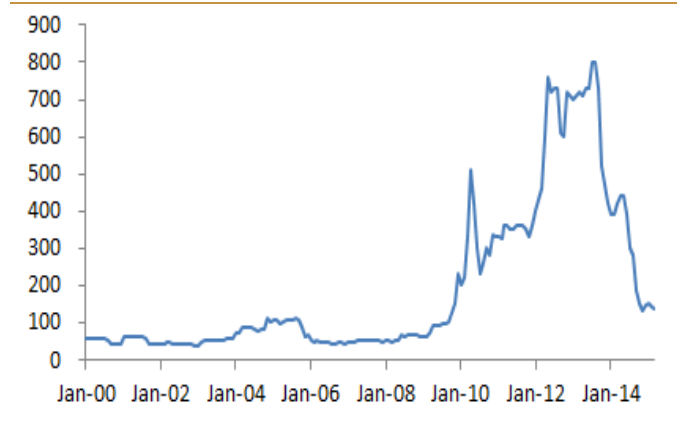
们预计未来 3 年内三七价格将在 100 元-150 元/公斤附近低位徘徊。考虑到去库存仍需一段时间，预计最早也要 2018 年才可能回暖。

图 17: 目前三七市场供需失衡严重(吨)



数据来源: 公开资料, 西南证券

图 18: 三七价格呈下滑趋势(元/公斤)



数据来源: 药通网, 西南证券

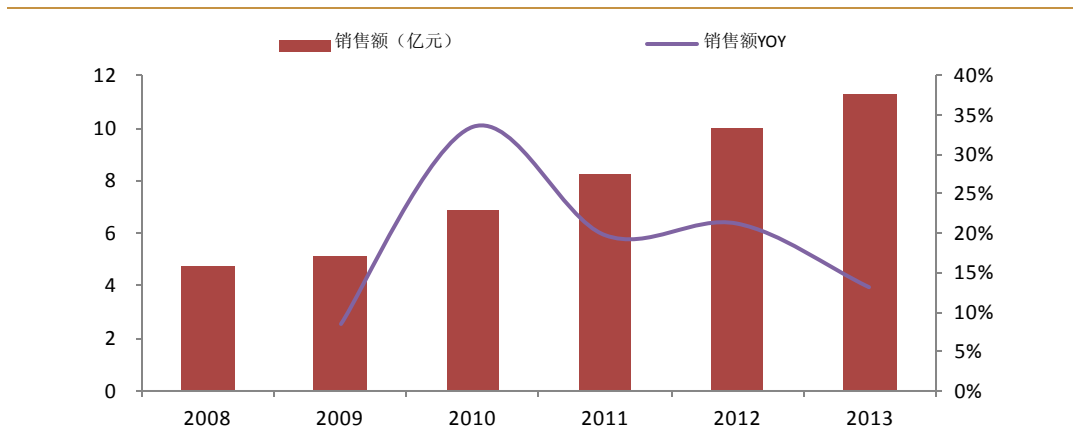
我们认为: 在医改“降药保医”的背景下, 药品招标降价趋势明显, 原材料市场的低迷有助于减轻公司的成本压力, 三七价格的下跌将有助于缓冲血塞通降价对业绩的影响。预计 2015 年还将给公司带来约 3000 万左右成本节约。

## 2.2 天眩清主推医院市场, 增速或超 30%

### 2.2.1 天麻素为镇静催眠中药代表, 医院市场潜在容量大

天麻素系列主打镇静催眠市场。造成失眠的原因有多, 如升学、就业、工作、家庭等压力。对于住院患者来说, 受精神压力、疾病、住院环境及药物不良反应的影响, 失眠的发生率更高。国内住院患者失眠发病率高达 60%。因此, 镇静催眠类药物在医院市场的发展空间十分广阔, 据南方所统计, 2008-2013 年我国临床用镇静催眠类药物市场复合增速达 19%。

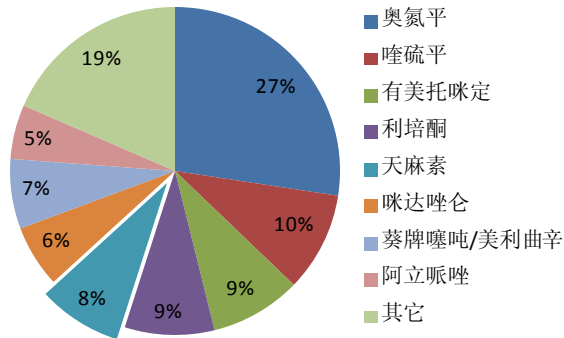
图 19: 临床用镇静催眠药物市场规模及增速



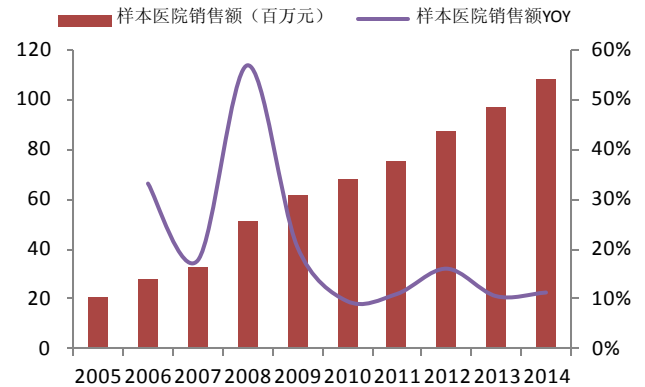
数据来源: 南方所, 西南证券



目前市场上用于镇静催眠的药物大部分是化学药，但中药在不良反应方面小于西药，更具有竞争优势。在中药方面，用于镇静催眠的代表药物主要有天麻素、刺五加等，其中天麻素占国内镇静催眠类药物市场比例约 8%，市占率排名第五，为中药之首。天麻素由中药天麻中提取出来，具有镇静、抗惊厥、抗炎、抗衰老、改善学习记忆等作用，对由神经衰弱引起的失眠又一定的治疗作用。近几年样本医院天麻素类药品市场保持 10%左右的稳定增长。

**图 20: 天麻素占国内镇静催眠类药物市场比例约 8%**


数据来源: 南方所, 西南证券

**图 21: PDB 样本医院天麻素类药品规模及增速**


数据来源: PDB, 西南证券

公司天麻素产品为天眩清系列，产品获批的适应症十分广阔，可用于神经衰弱、神经衰弱综合症及血管神经性头痛等症（如偏头痛、三叉神经痛、枕骨大神经痛等），亦可用于脑外伤性综合症、眩晕症如美尼尔病、药性眩晕、外伤性眩晕、突发性耳聋、前庭神经元炎、椎基底动脉供血不足等。甚至可以不夸张地说所有存在睡眠问题的住院病人都能用得上。潜在医院市场空间十分广阔。目前销售额主要集中在江苏、陕西、北京、云南等省，其它省份仍有较大空白待开发。

### 2.2.2 天眩清竞争优势明显，增速有望超 30%

公司天眩清产品线包括天麻素注射液、天麻素片、天麻素胶囊和乙酰天麻素片等，其中天麻素注射液为优质优价产品，乙酰天麻素片为公司独家品种，竞争优势突出。此外，公司的天麻素原料药是通过化学合成的方法获得，获批类别为化学药，安全性上没有传统中药注射剂的隐忧。

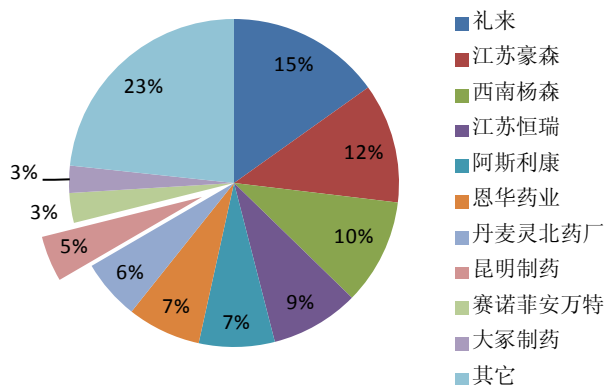
**表 6: 公司天麻素系列产品**

产品名称	进入医保的情况
天麻素注射液(天眩清®)	国家乙类
天麻素片(天眩清®)	地方乙类(黑龙江、陕西、云南、重庆)
天麻素胶囊(天眩清®)	地方乙类(黑龙江、陕西、云南、重庆)
乙酰天麻素片(精和®)	地方乙类(黑龙江、陕西、云南、重庆)

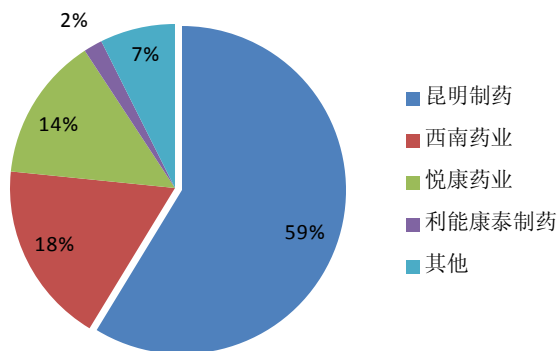
数据来源: 公开信息, 西南证券

天麻素注射液优质优价，乙酰天麻素片独家优势较为明显，公司未来将加强医院市场的学术推广强度，市场份额或将持续扩大。在国内镇静催眠整体市场上，凭借天麻素的中药优势及天眩清的优质竞争优势，公司的市占率达到 5%，为中药翘楚；在天麻素细分市场上，

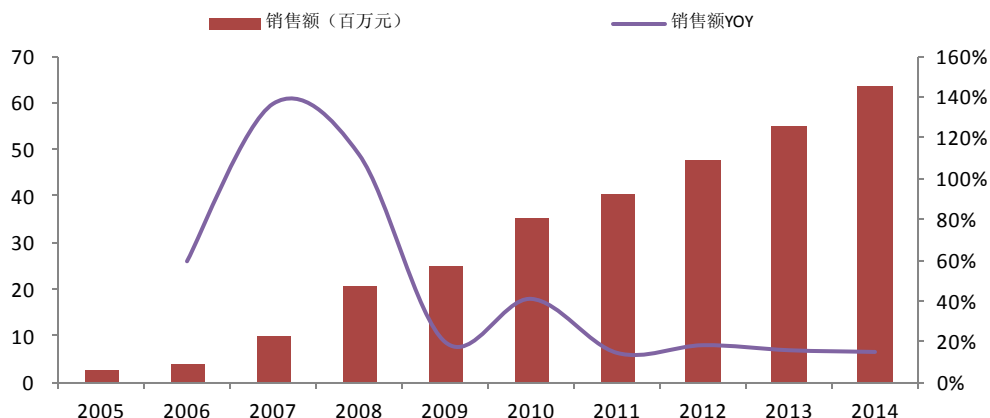
公司的市占率为 59%，是市场的绝对领导者。据 PDB 的统计，公司天麻素类药品过去几年在样本医院的销售额增速稳定在 20% 左右。

**图 22: 镇静催眠类药品主要厂家市场份额**


数据来源: 南方所, 西南证券

**图 23: 公司天麻素占样本医院份额 (2014)**


数据来源: PDB, 西南证券

**图 24: 公司天麻素类药品样本医院销售额及增速**


数据来源: PDB, 西南证券

我们认为: 天麻素作为镇静催眠类药物的中成药代表, 在医院细分市场的发展空间十分广阔, 公司在天麻素领域具有优质优价竞争优势, 且天眩清系列获批类型为化药、适应症较广, 看好其市场前景。未来随着公司营销改革的学术推广推进, 天眩清将实现在医院市场的加速放量, 预计 2015 年天眩清系列产品增速或将超过 30%。

## 2.3 特色中成药产品批件丰富，增速或超 20%

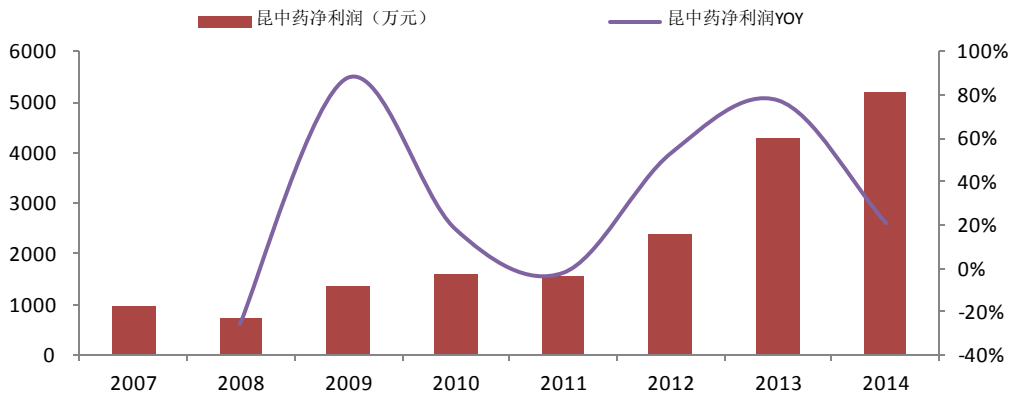
依托云南丰富的植物资源，公司及子公司开发了 40 余个具有国内外先进水平的天然植物药新产品，拥有 20 余类独家特色中成药，产品批件丰富。

**表 7：公司及子公司独家特色中成药**

	药品名	适应症	进入医保情况
昆药集团 (母公司)	银苓胶囊	外感风热所致的上呼吸道感染、扁桃体感染、咽炎	地方乙类（云南、广东）
	露水草胶囊	阴虚内热所致的消渴，II 型糖尿病见上述证候者	国家乙类
	复方青蒿喷雾剂	痔疮的预防及治疗	
	灯银脑通胶囊	缺血性脑血管病预防及恢复	地方医保乙类（重庆、陕西、云南、内蒙古等）
	草乌甲素胶丸	骨关节炎及类风湿性关节炎	国家乙类
昆明中药厂 (全资子公司)	止眩安神颗粒	肝肾不足，气血亏损所致眩晕，耳鸣，失眠，心悸	地方乙类（云南）
	止泻利颗粒	胃肠道疾病用药	地方乙类（云南）
	止咳丸	风寒入肺，肺气不宣引起的咳嗽痰多，喘促胸闷，周身酸痛或久咳不止，以及老年支气管炎咳嗽	国家乙类
	益气健肾膏	气阴两虚，脾肾不足所致的乏力气短，自汗盗汗，口干咽燥，头晕耳鸣等症	
	天麻祛风补片	肝肾亏损所致的头昏、头晕，耳鸣，畏寒肢冷，四肢关节疼痛，腰酸膝软，手足麻木	地方乙类（云南、宁夏）
	熟三七丸	贫血，失血虚弱	
	舒肝颗粒	抑郁焦虑、乳腺增生、月经不调、黄褐斑等	国家乙类
	生三七丸	跌扑肿痛	
	桑菊银翘散	外感风热，发热恶寒，头痛咳嗽，咽喉肿痛	
	阮氏上清丸	咽喉肿痛，牙疳口疮，津液不足，口干舌燥	地方乙类（云南）
	清肺化痰丸	肺热咳嗽，痰多气喘，痰涎壅盛，肺气不畅	地方乙类（云南）
	暖胃舒乐颗粒	脾胃虚寒及肝脾不和型胃溃疡，十二指肠溃疡，慢性胃炎	地方乙类（云南）
	和胃疝疝颗粒	脾胃失和所致不思饮食，消化不良，面黄肌瘦，虫积腹痛	
	感冒消炎片	感冒发热，咳嗽，咽喉肿痛，扁桃体炎，目赤肿痛	地方乙类（云南）
	感冒疏风丸	风寒感冒，发热咳嗽，头痛，鼻流清涕，骨节酸痛	
	板蓝清热颗粒	板蓝根颗粒的升级产品	地方乙类（云南）
百宝丹搽剂	关节炎及软组织损伤引起的局部疼痛		
版纳药业 (全资子公司)	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)

数据来源：公司官网，西南证券

其中，全资子公司昆明中药厂有限公司（简称“昆中药”）是公司的 OTC 业务平台。昆中药历史悠久，是“中华老字号”企业，也是中国中药五大老字号之一，解放后由 82 家昆明地区的老药铺合并而来。其“昆中药传统中药制剂”源于明洪武十四年（1381 年），传承 630 多年，流传于云南省昆明地区。作为老厂，“昆中药”在云南老百姓心中有“放心药”的美誉，品牌价值极高，近几净利润增速保持在 20% 以上。

**图 25: 昆中药净利润及增速**


数据来源: 公司公告, 西南证券

昆中药现有品种近 150 个, 其中全国独家生产的品种 21 个, 先后拥有国家中药保护品种 15 个。2014 年实现主营收入、净利润分别为 4.0 亿元、0.52 亿元, 其中净利润同比增长 21%。其未来的成长动力主要有:

- **主打 OTC 市场, 受益药价放开政策。**国家发改委近期出台药品价格文件, 从 2015 年 6 月 1 日起放开药品的零售价格。对于 OTC 药物来说, 由于其不需经过药品招标环节, 价格上调变动对利润影响将更为快速和直接。
- **加强产品梯队建设, 深挖各品种市场。**公司制定了 3 个黄金单品、7 个重点产品、10 个潜力产品、15 个战略储备产品的产品梯队建设计划。黄金单品中, 舒肝颗粒的年销售额在 1 亿元左右, 清肺化痰丸、板蓝清热颗粒的年销售额分别在 5000 万元左右。我们认为产品梯队建设有助于实现对各品种市场的深度挖掘, 多层次、多品种循序渐进, 昆中药长期增长动力充足。

**表 8: 昆中药产品梯队建设**

梯队	产品
黄金单品	舒肝颗粒、清肺化痰丸、板蓝清热颗粒
重点产品	金花消瘿丸、参苓健脾胃颗粒 (10g)、感冒消炎片、梅苏颗粒、止咳丸、感冒疏风系列、香砂平胃颗粒
潜力产品	暖胃舒乐颗粒/片、金匮肾气片、止眩安神颗粒、丹栀逍遥丸、天麻祛风补片、阮氏上清丸、益气健肾膏、生熟三七丸、百宝丹胶囊/搽剂、养血安神颗粒
战略储备产品	和胃疔疔颗粒、藿香正气颗粒、癫痫宁片、灯盏细辛胶囊、黄疸肝炎丸、肥儿疳积颗粒、止泻利颗粒、轻身消胖丸、桑菊银翘散、抗骨质增生丸、郑氏女金丹、再造丸、宁神丸、通宣理肺片/颗粒、妇舒丸

数据来源: 昆中药官网, 西南证券

- **着力开拓省外市场。**为增加国内市场覆盖, 计划打破省内、外均衡发展的态势, 在确保省内市场“绝对领导品牌”地位及稳步增长的基础上, 公司正在大力促进昆中药“优势区位品牌”在省外市场份额的快速增长。估计 2015 年省外销售额占比将提升至 50% 左右 (2014 年为 40% 左右)。

我们认为: 在药品零售价格放开的背景下, 公司 OTC 产品极具提价预期。昆中药精品系列市场认可度高, 目前正在逐渐挖掘独家品种市场、开拓省外市场, 预计收入及利润增长或超过 20%。

## 2.4 乘诺贝尔奖东风，蒿甲醚备受世界瞩目

公司蒿甲醚属青蒿药物，青蒿药物是目前抗击疟疾的最有效药物。其发明带动了国际抗疟领域工作的新进展，为当前中国被国际承认的唯一创新药物，当前已经成为国际抗疟(疟疾)首选药。

据诺贝尔奖官网公布，屠呦呦女士与另外两名海外科学家分享了 2015 年的诺贝尔生理学或医学奖。屠呦呦女士多年从事中药和中西药结合研究，突出贡献是创制新型抗疟药——青蒿素和双氢青蒿素。屠呦呦女士在诺贝尔奖上的成就向世界证明了中国在全球抗疟事业上做出的贡献，也为公司打破目前在青蒿素市场上的窘境提供了希望。

### 2.4.1 全球抗疟市场约 4 亿美元

根据 WHO 统计，全球约 32 亿人处于罹患疟疾的危险中，2013 年约有 1.98 亿疟疾病例和 58.4 万死亡病例，90% 疟疾死亡发生在非洲。

非洲地区的青蒿素类药物主要由 WHO 统一采购发放。若按 2013 年疟疾病例数计算，复方青蒿素药品需求量约 2 亿人份（一人份即一位患者 5 天的用药量），按平均每人份 2 美元成本计算，我们估计全球青蒿素类药物市场容量约 4 亿美元。

但 WHO 表示，随着疟疾防控措施的增强，疟疾防控已取得显著进步。自 2000 年以来，疟疾死亡率在全球已降低 47% 以上，世卫组织非洲区域降低了 54%。撒哈拉以南非洲地区的人口增加了 43%，但每年感染疟疾人数反而减少，从 2000 年的 1.73 亿减少到 2013 年 1.28 亿。因此我们预计全球青蒿素类药物市场容量处于收缩状态。

### 2.4.2 国内原料药市场承压，制剂放量是当前重点

WHO 采购为青蒿素类药物放量的主要途径。但由于历史原因，国内在相当一段时间内都没有企业通过 WHO 的 PQ 认证，青蒿素类药物市场目前被诺华和赛诺菲垄断。

国内企业在青蒿素领域的市场主要集中在原料药，全球原料药提供商主要来自于中国、印度等地。其中，昆药集团占国内市场份额约 60%-70%。

近几年，由于原料药供过于求与印度企业的低价竞争，国内市场正在逐步萎缩。以蒿甲醚为例，我们估计目前全球蒿甲醚原料药的需求量在 150 吨左右，而仅中国地区的产能就有近 200 吨。2013 年中国蒿甲醚原料药出口量为 32 吨，出口额约 3000 万美元，仅占全球需求量的 20% 左右，产能利用率严重不足。

除了来自印度等地区的低价竞争外，国内原料药厂商或还面临着来自化学合成领域的压力。2013 年 4 月的《Nature》报道中，海外科学家已成功运用合成生物学合成青蒿素，赛诺菲获许制造青蒿素的化学前躯体，该产品已于 2014 年 8 月上市。尽管该产品目前还未大规模放量，但也意味着国内企业欲在青蒿素领域获得突破，就必须实现制剂的放量。

### 2.4.3 公司青蒿素产业链完善，制剂放量在即

公司是国内青蒿素领域龙头之一。形成了青蒿素种植、生产、市场开拓的完整体系，拥有青蒿素领域的完整产业链。目前公司的蒿甲醚原料药生产线已通过世界卫生组织（WHO）、

美国食品药品监督管理局 (FDA)、以及澳大利亚治疗商品管理局 (TGA) 三重国际 GMP 质量认证。

公司已于 2015 年 9 月完成华方科泰的收购, 在原料药领域, 其青蒿素的种植面积达到 10 万亩, 青蒿素、蒿甲醚产能均超过 100 吨, 将会形成全球最大的抗疟药原料药生产基地和种植青蒿素原料的最大组织者和管理者。华方科泰下属的全资子公司重庆华方武陵山制药的双氢青蒿素原料药、蒿甲醚原料药的 WHO 现场 GMP 检查均已通过, 预计双氢青蒿素原料药 PQ 认证将于 2015 年年底通过, 蒿甲醚 PQ 认证将于 2016 年 6 月底通过。

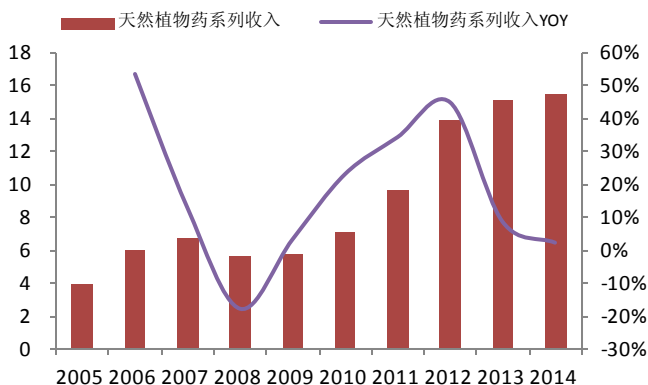
然而, 国内青蒿素类原料药市场承受多方压力, 公司的原料药产品线放量亦受制约。以蒿甲醚为例, 按照市占率 60%-70% 估计, 公司的产能利用率仅 20% 左右。因此, 实现制剂放量, 以此拉动原料药的产能利用率对昆药集团来说尤为重要。

在制剂领域, 公司的蒿甲醚注射液为国内独家, 华方科泰还拥有口服制剂双氢青蒿素哌嗪片。这两个产品目前都已申请 WHO 的 PQ 认证, 我们预计蒿甲醚注射液将于 2015 年年末接受 WHO 现场检查, 有望在半年内通过认证。口服制剂双氢青蒿素哌嗪片的 PQ 认证工作也在进行中。若审核通过, 公司将成为国际抗疟药市场上唯一一家注射剂和口服剂都通过认证的企业, 在青蒿素及其衍生物原料药、制剂的放量都将不再受制于海外企业。

## 2.5 天然植物药小结: 预计未来 3 年增速在 10% 以上

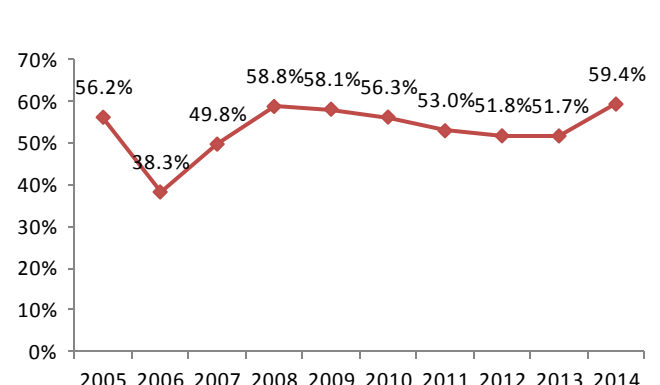
2014 年公司天然植物药系列收入增速出现下滑, 主要原因为 2013 年底“血塞通粉针”促销和公司内部销售架构进行了调整的影响。步入 2015 年, 一方面以上两个影响因素将减弱或消失, 另一方面天然植物药各品种的增长动力依然充足, 我们预计公司的天然植物药系列将出现恢复性增长。但由于注射用血塞通目前占公司植物药收入比例较大, 相对血塞通软胶囊、天眩清等产品增速较低, 我们保守估计未来 3 年天然植物药整体增速保持在 10% 以上, 且随着营销变革及收入结构的调整呈上升趋势。同时, 受三七价格下降的影响, 2014 年公司天然植物药系列的毛利率为 59.4%, 同比提高了 7.7 个百分点, 我们认为三七价格下跌的影响仍将持续, 预计未来 3 年天然植物药系列的毛利率维持在 65% 以上。

图 26: 公司天然植物药收入及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 27: 公司天然植物药毛利率



数据来源: 公司公告, 西南证券

### 3. 后备产品丰富，大力布局生物药及化药领域

#### 3.1 贝克诺顿或将引进跨国药企高端的仿制药/专利药

昆明贝克诺顿制药有限公司是公司的化药平台，由昆药集团与世界著名的跨国制药企业-美国爱华克斯公司（IVAX）于1992年合资成立。2005年，全球最大的非专利药企业-以色列梯瓦制药工业有限公司（Nasdaq: TEVA）通过并购IVAX为贝克诺顿的外方股东。近年来，由于国内政策层面对商业贿赂的监管日趋严格，为免涉及到商业贿赂，TEVA主动退出合资公司。2015年7月，公司公告称拟出资2.94亿元收购TEVA持有的昆明贝克诺顿49%股权，收购完成后公司拥有昆明贝克诺顿99%的股权，在未来三个月内将继续通过旗下的美国子公司KBN国际收购余下1%股权。

**从产品类别来看：**贝克诺顿利用国际背景和市场网络优势，筛选、引进和推广国际知名品牌的药品，主要产品有抗生素类、骨科类、药妆类、药械类、儿科类和妇科类。产品覆盖领域较广，大部分为海外引进。

**表 9：贝克诺顿主要产品及简介**

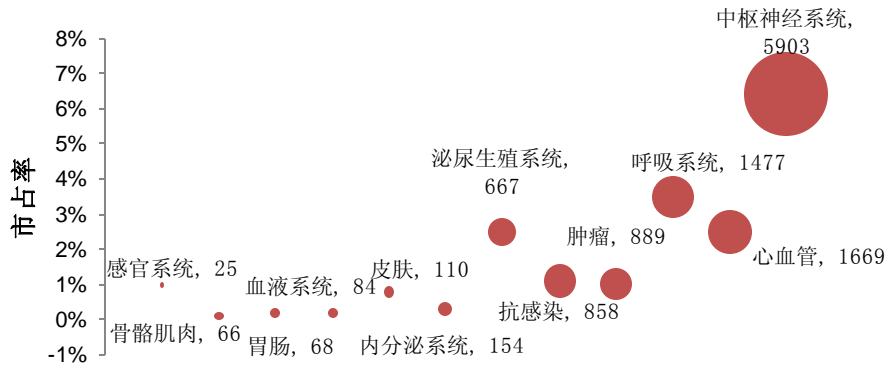
	产品	产品简介
抗生素类	阿莫西林	1993年从IVAX引进，中国最早上市的阿莫西林品牌,治疗轻中度社区细菌感染。
	头孢克洛	1993年从IVAX引进，用于呼吸系统感染、泌尿系统感染、耳鼻喉科感染、皮肤科及软组织感染。
	舒美特	2010年从克罗地亚普利瓦（Piva）公司引进，对上、下呼吸道感染、皮肤软组织感染及性传播疾病具有显著疗效。
骨科类	阿尔治	1997年从日本生化学工业株式会社（SKK）引进的原研产品，用于变形性膝关节炎，肩关节周围炎。
	阿法迪三	1993年从TEVA引进，为骨质疏松防治的基础用药，并用于治疗肾性骨病、甲状腺功能减退症。
	活血风湿膏	用于祛风散寒，活血止痛。
药妆类	OC E18HT	从美国芬戴尔（FERNDAL）公司引进，用于面部油光、T区油腻、黑头、白头、面部脱妆、痘痘痤疮、酒渣鼻、脂溢性皮炎、脂溢性脱发。
药械类	吉娜舒润剂	1993从美国引进，适用于各年龄阶段由于阴道干涩等病症导致的性生活不协和性交疼痛，对绝经期妇女及各种因素引起的雌激素低下造成的阴道干涩有湿润作用。
儿科类	舒美特	2010年从克罗地亚普利瓦（Piva）公司引进，治疗常见呼吸道感染。
	头孢克洛干混悬剂	1993年从IVAX引进，用于儿童常见社区获得性感染。
	阿莫西林干混悬剂	1993年从IVAX引进，用于儿童各类呼吸系统、泌尿系统、消化系统、耳鼻喉科及皮肤、软组织感染。
妇科类	更宝芬	2012年从TEVA集团旗下摩纳哥赛若美公司引进，用于外阴、前庭部及阴道环部的萎缩性病变，因雌激素不足导致的阴道萎缩，宫颈、阴道和外阴的粘膜部分因分娩、局部手术等引起损伤的迁延不愈，结痂延迟。
	可宝净	2012年从TEVA集团旗下摩纳哥赛若美公司引进，用于除淋球菌感染外任何原因引起的白带增多。
	松奇	2012年从TEVA集团旗下摩纳哥赛若美公司引进，用于治疗妇女绝经期或绝经后期出现的绝经症状。

数据来源：贝克诺顿官网，西南证券

**从外方背景来看：**TEVA是全球排名前20位的制药公司，也是世界上最大的非专利药制药公司，2013年在全球药品市场的销售额为187亿美元，市占率约2.5%。产品覆盖领域全面，尤其在中枢神经系统与呼吸系统领域市占率分别达到了6.4%、3.5%。拳头产品Copaxone（格拉替雷）用于治疗多发性硬化症，2013年销售额达到43亿美元，二线产品Treanda（盐酸苯达莫司汀）、ProAir HFA（沙丁胺醇）、QVAR（二丙酸倍氯米松 HFA）等

销售额均在 4 亿美元以上。我们认为强大的外方背景为贝克诺顿的国际化之路打下了坚实的基础。

**图 28: TEVA 在各药品细分市场的销售额及市占率（百万美元，2013 年）**



数据来源: Evaluate Pharma, 西南证券

**表 10: TEVA 部分重点产品**

	治疗领域	首次上市日	2013 销售额 (百万美元)
Copaxone (格拉替雷)	用于多发性硬化症	1996 年	4328
ProAir HFA (沙丁胺醇)	$\beta_2$ 受体激动剂, 用于哮喘	2004 年	429
QVAR (二丙酸倍氯米松 HFA)	皮质激素类药, 用于哮喘	2000 年	328
Budesonide (布地奈德)	肾上腺皮质激素, 用于鼻炎	2002 年	428
Treanda (盐酸茶达莫司汀)	化疗用药	1990 年	709

数据来源: Evaluate Pharma, 西南证券

**从销售渠道来看:** 贝克诺顿在全国建立了专业学术推广、连锁药店、商业渠道三线并行的商业平台, 拥有 600 余人的学术推广队伍, 在全国 30 个城市设有办事处或分支机构, 产品销到全国各地, 并远销售东盟和非洲地区。

我们认为全资控股贝克诺顿将为公司带来如下几个方面的积极影响:

- **或将陆续引进海外新产品:** 公司收购贝克诺顿剩余股权后 15 年内, TEVA 将指定贝克诺顿作为中国唯一的注册、经销代理, 并建立长期供货协议, TEVA 的后续产品在中国的注册将为公司带来巨大的增长空间。其它跨国外企也或将借力贝克诺顿的销售渠道进入中国市场。估计贝克诺顿 2017 年净利润很可能超过亿元。
- **增强对化药领域的控制力:** 交易完成后, 公司将拥有贝克诺顿 99% 的股权 (整体交易完成后为 100% 控股), 将获得全部控制权, 对贝克诺顿的经营决策更加高效灵活, 有利于公司进一步提升化学药领域的营销能力。
- **为集团的国际化发展提供资源和基础:** 完成对贝克诺顿的收购交易后, 公司可能获得与“贝克诺顿”相关的品牌、商标等无形资产的全球大部分地区的权益, 可利用贝克诺顿海外合作、代理的经验, 将贝克诺顿打造成国际合作、并购平台, 为整个集团的国际化发展提供资源和基础。



### 3.2 后备产品丰富，富马酸亚铁叶酸片有望于 15 年下半年获批

公司后备在研产品十分丰富，后续还有 20 多个仿制药。在 1 类新药领域中，计划 2015 报有两个拿到临床批件，明年预计可以拿到 4 个临床批件。

表 11: 处于审评过程中药品

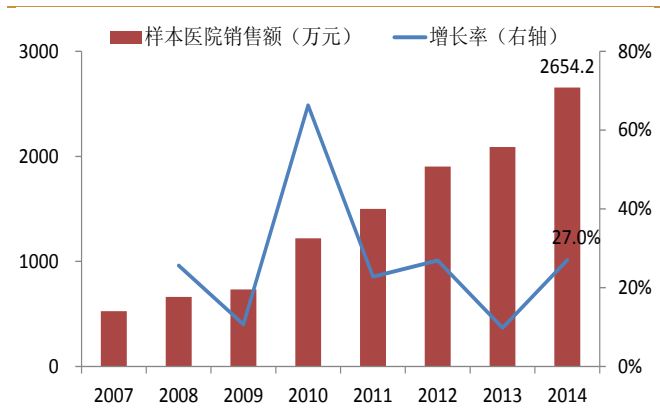
药品	申请类型	注册分类	办理状态	状态开始日
富马酸亚铁叶酸片	新药	3.2	待现场检查	2012/9/13
复方磷酸茶酚喹小丸	新药	5	待审评	2013/11/4
氯氯地平阿托伐他汀钙片	仿制	6	待审评	2015/2/11
阿托伐他汀钙片	仿制	6	待审评	2014/4/18
磷酸茶酚喹	仿制	4	待审评	2014/3/4
盐酸法舒地尔	仿制	6	待审评	2013/3/22
盐酸法舒地尔注射液	仿制	6	待审评	2013/3/22
缬沙坦氯氯地平片	仿制	6	待审评	2013/1/8
双氢青蒿素	仿制	6	待审评	2012/11/20
青蒿琥酯	仿制	6	待审评	2012/11/13
草乌甲素	仿制	6	待审评	2011/11/18

数据来源: 药智网、西南证券

公司的富马酸亚铁叶酸片正在准备现场检查，如果生产环境及生产工艺环节顺利，该产品则有望在 2015 年下半年获批。在国内没有该产品销售，公司是按照新药申报，市场优势明显。

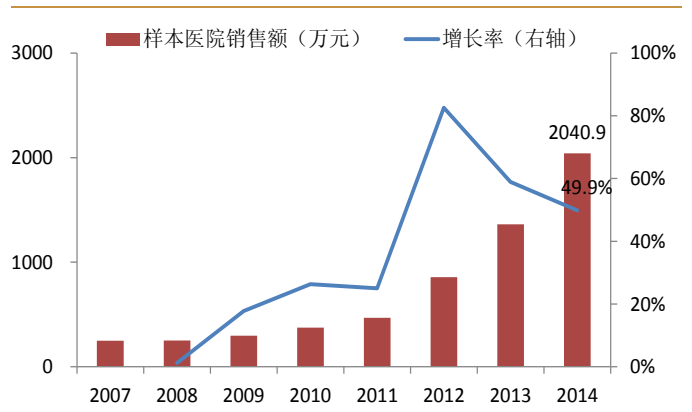
该产品为富马酸亚铁与叶酸复方制剂，其功能在于补血、补充叶酸，适用于孕妇使用。据统计国内的缺铁性贫血孕妇、铁缺乏孕妇的患病率分别为 19%、43%，孕晚期患病率仍较高。如按照 3000 万人的孕妇群体数量，属于缺铁性贫血、铁缺乏的孕妇数量分别约为 570 万人、1300 万人。

图 29: 硫酸亚铁样本医院销售额及增速



数据来源: PDB, 西南证券

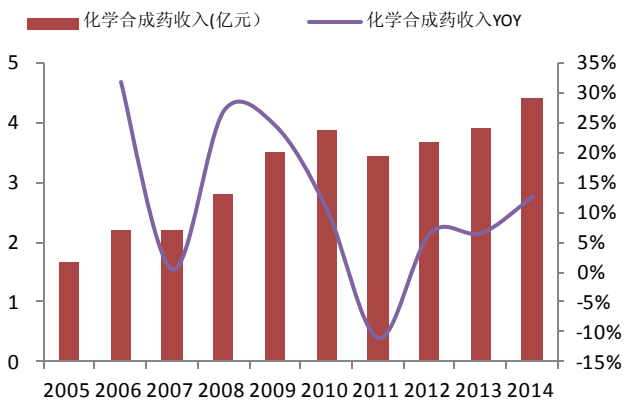
图 30: 叶酸样本医院医院销售额及增速



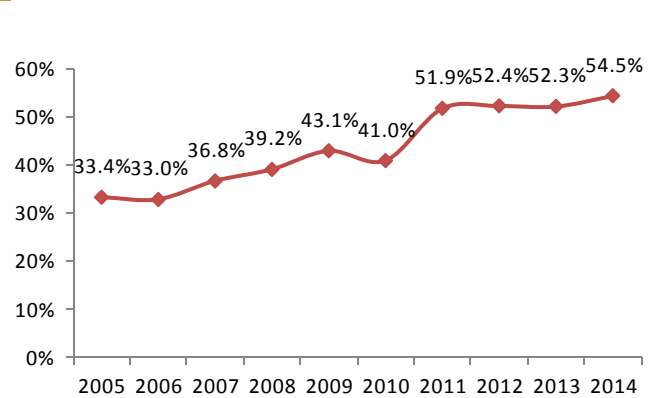
数据来源: PDB, 西南证券

2014年硫酸亚铁、叶酸样本医院销售额分别约为0.26亿元、0.2亿元，2009-2014年复合增长率分别约为29%、47%。如果按照可比药物如硫酸亚铁、叶酸等在血液系统应用的市场空间，我们预计富马酸亚铁叶酸片的市场规模超过5亿元。

公司化学合成药的收入增速及毛利率均保持较平稳的发展状态，近几年收入增速稳定在10%左右，毛利率稳定在50%以上。随着富马酸亚铁叶酸片的投产，公司在化学合成药领域的增速有望加快，毛利率有望提升。我们预计未来3年公司化学合成药的增速在15%以上，毛利率将逐步提升至60%左右。

**图 31: 公司化学合成药收入及增速**


数据来源: 公司公告, 西南证券

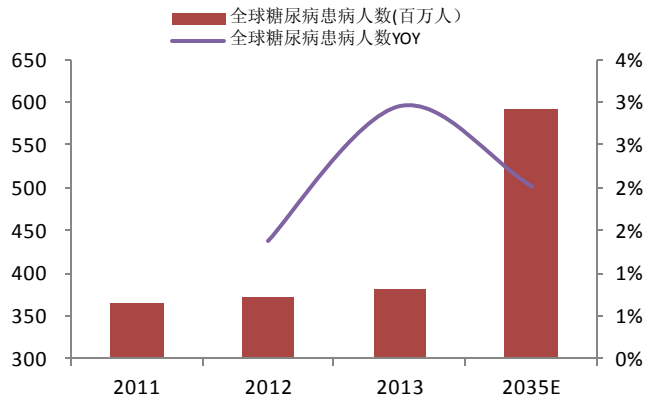
**图 32: 公司化学合成药毛利率**


数据来源: 公司公告, 西南证券

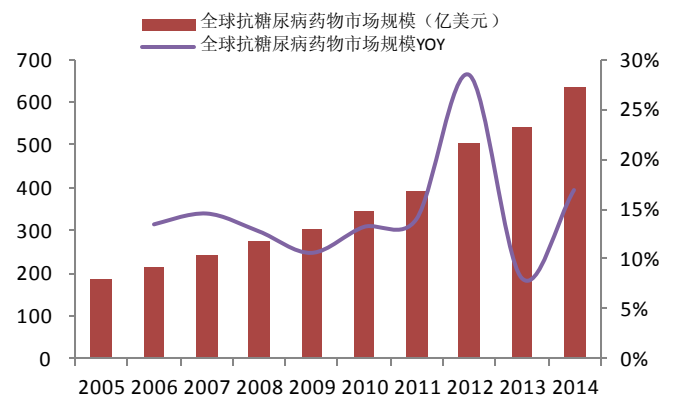
### 3.3 生物药已进军糖尿病创新药，后续发展值得期待

2014年10月，公司与王庆华教授共同签署了Diabegone(长效降糖药)项目合资经营合同，和王庆华教授、以王庆华教授为法人代表香港医韵医药技术有限公司组建中外合资公司，开发长效降糖药GLP-1(胰高血糖素样肽-1)融合蛋白，公司持股比例51%，正式进入糖尿病治疗领域和生物制药领域。2015年6月，公司公告称拟参与美国Rani公司C轮融资项目，Rani公司研发的糖针胶囊为新型生物口服制剂，可将注射药物转为口服药丸，用于治疗慢性疾病，如糖尿病、类风湿性关节炎、肿瘤等疾病领域，具有广阔市场前景。

据IDF统计，2013年全球共有糖尿病患者3.86亿人，患病率为8.33%。到2035年，全球糖尿病患者人数将发展至5.92亿人，患病率达到10%。糖尿病领域用药市场空间非常大，2014年全球抗糖尿病药物市场规模达636亿美元，同比增速达16%。随着生活习惯的改变，糖尿病发病情况逐渐恶化，降糖药物市场空间可观。

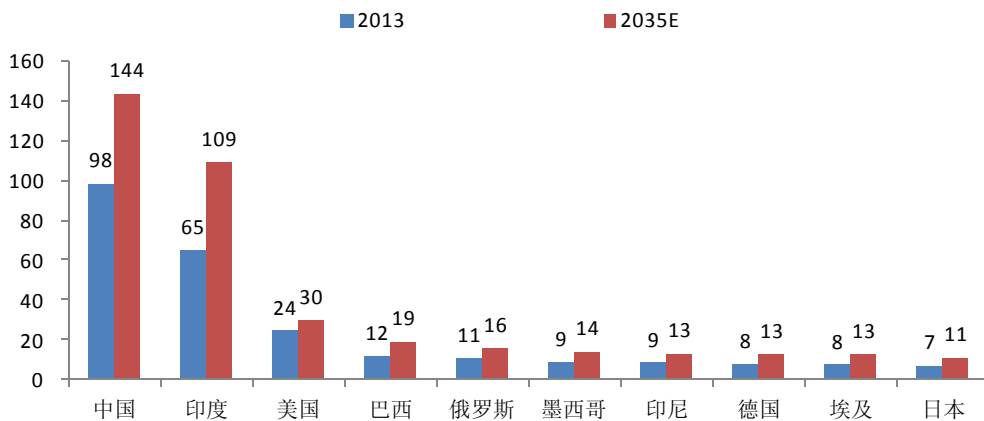
**图 33: 全球糖尿病患者人数及增速**


数据来源: IDF, 西南证券

**图 34: 全球抗糖尿病药物市场规模及增速**


数据来源: wind, 西南证券

由于人口基数大、人口老龄化、饮食结构改变等原因,中国糖尿病患者人数为世界之最,约占全球糖尿病患者人数的 25%,发病率也大大高于全球水平(中国 9.4% vs 全球 8.3%)。然而,根据 IDF 的统计,中国糖尿病治疗的医疗费用总额只达到全球的 7%,人均医疗费用仅达到全球人均医疗费用的 27%。随着健康意识加强和居民实际支付能力的提升,中国糖尿病药物市场将持续之前的高速成长。

**图 35: 中国是世界上糖尿病人数最多的国家(百万人)**


数据来源: IDF, 西南证券

在此背景下,公司切入了糖尿病创新药领域。GLP-1 融合蛋白是国际著名糖尿病药物研究专家王庆华教授实验室研究开发的高效、长效抗糖尿病新药,该新药作用主要在于提升胰岛细胞质量和功能、逆转细胞死亡过程、增加胰岛素分泌、降低外周胰岛素抵抗及减轻肥胖,有望成为全球降糖效果最久的长效降糖药。从进程来看,从去年把公司注册完到工业化可能要 5-8 年,预计明年报临床,但现在药监局有加速迹象,快的话 5 年内应该能完成。公司 Diabegone 项目的目标是争取 5-8 年内在我国上市创新药 GLP-1 融合蛋白,填充中国糖尿病创新药的空白,目前 GLP-1 融合蛋白项目进展顺利,预计将于 2016 年申报临床试验。

此外,Rani公司的糖针胶囊目前处于临床前阶段,成功率已达到了 95%。糖针胶囊的原理如下:采用麦芽糖制做针头,将药物包裹在针头内,针头后方一个气囊里面有两个室,分别放有柠檬酸和氢氧化钠,人服用后,胶囊在肠道的碱性环境中分解打开气囊,

柠檬酸和氢氧化钠发生化学反应产生气体，气体将针头推送到肠壁上，胶囊里面的药和针头同时被肠壁上面的肌肉吸收。该糖针胶囊主要用于大分子注射（如胰岛素），可解决糖尿病患者现有的注射方法操作不方便、皮下脂肪感染等问题。

在 2015 年 5 月公司的“创新求变扬帆起航”的品牌战略发布会上，公司提出未来应该从以植物药、仿制药为主，快速向生物制药领域进军，研发费用所占工业营业收入比例在 2014 年基础上至少增长一倍的发展目标。由此可见，公司在生物药领域的后续发展值得期待。

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1 未来 3 年盈利预测

核心假设如下：

1) 新一轮营销变革初见成效，销售费用率短暂上升后呈下降趋势，2015-2017 年分别为 16%、15.5%、15%；

2) 贝克诺顿 50% 少数股东权益收回；

3) 随着公司精细化招商营销模式的推进及 100mg 规格获批，注射用血塞通仍将维持约 10% 左右增长；

4) 血塞通软胶囊作为口服制剂将凭借其安全性崛起，随着公司营销推广的加强，估计 3 年后注射用血塞通在公司整体收入的占比约 30%（目前为约 50%）；

5) 贝克诺顿有望成为外资药企在中国市场的化药平台，预计 2017 年利润规模达到 1 亿元；

6) 公司各项业务收入、成本、毛利、毛利率情况预测依据：

表 12：公司各项业务盈利预测

	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>外购药品</b>				
营业收入（百万元）	2096.56	2466.04	2835.95	3261.34
营业收入增长率	27.13%	15.00%	15.00%	15.00%
营业成本（百万元）	2038.51	2392.06	2745.20	3147.20
毛利率	2.77%	3.00%	3.20%	3.50%
<b>天然植物药系列</b>				
营业收入（百万元）	1,553.47	1,724.35	1,931.27	2,182.34
营业收入增长率	2.44%	11.00%	12.00%	13.00%
营业成本（百万元）	631.39	569.04	627.66	698.35
毛利率	59.36%	67.00%	67.50%	68.00%
<b>化学合成药</b>				
营业收入（百万元）	441.29	507.48	593.76	712.51
营业收入增长率	12.71%	15.00%	17.00%	20.00%

	2014A	2015E	2016E	2017E
营业成本 (百万元)	200.80	223.29	258.28	306.38
毛利率	54.50%	56.00%	56.50%	57.00%
<b>保健食品</b>				
营业收入 (百万元)	1.92	2.30	2.76	3.32
营业收入增长率	-12.73%	20.00%	20.00%	20.00%
营业成本 (百万元)	1.55	1.84	2.21	2.65
毛利率	19.27%	20.00%	20.00%	20.00%
<b>华方科泰 (预计 2015Q4 并表)</b>				
营业收入 (百万元)		50.00	200.00	230.00
营业成本 (百万元)		31.50	126.00	144.90
毛利率		37.00%	37.00%	37.00%
<b>其它</b>				
营业收入 (百万元)	27.27	30.00	33.00	38.00
营业成本 (百万元)	14.54	15.00	16.50	18.00
<b>合计</b>				
营业收入 (百万元)	4,120.5	4,780.2	5,596.7	6,427.5
营业收入增长率	14.96%	16.01%	17.08%	14.84%
营业成本 (百万元)	2,886.79	3,232.7	3,775.9	4,317.5
毛利率	29.94%	32.37%	32.53%	32.83%

数据来源: 西南证券

根据上述假设, 我们预测公司 2015-2017 年归属于母公司的净利润分别为 4.4 亿元、5.5 亿元、6.9 亿元, 考虑定增后的摊薄 EPS 分别是 1.11 元、1.40 元、1.75 元。

## 4.2 绝对估值

绝对估值关键假设如下:

- 1) 永续增长率为 2.5%;
- 2) 无风险利率为 10 年期国债收益率;
- 3)  $\beta$  值采用申万二级行业分类—中药行业  $\beta$  (最近 3 年, 标的指数沪深 300) 作为公司无杠杆  $\beta$  的近似值;
- 4) 市场收益率的选取: 风险溢价为 7.5%;
- 5) 目标资本结构采用申万二级行业分类—中药行业平均资本结构;
- 6) 税率: 假设实际税率稳定, 为 16.00%。

**表 13: 绝对估值关键假设**

估值假设	数值
预测期年数	3
过渡期年数	5
过渡期增长率	20.00%
永续期增长率	2.50%
无风险利率 $R_f$	3.62%
市场组合报酬率 $R_m$	11.12%
无杠杆 $\beta$	0.73
有杠杆 $\beta$	0.74
债务资本比重 $W_d$	3.45%
债务资本成本 $K_d$	5.00%
有效税率 $T_x$	16.00%
股权资本成本 $K_e$	9.16%
无杠杆成本 $K_u$	9.09%
WACC	8.92%

数据来源: 西南证券, wind

从绝对估值各模型的运算结果来看, 公司股价在 18.79 元/股~43.38 元/股范围内不等。

**表 14: 绝对估值结果**

估值结果	每股价值 (元)
FCFF	43.38
FCFE	38.18
DDM	18.79
EVA	37.92
APV	42.64
AE	28.63

数据来源: 西南证券

但是, 由于绝对估值对各系数的敏感性太大, 估值结果易受主观影响。且该模型仅反映公司现有业务的价值, 并未反映市场对公司未来外延扩张的预期, 公司在 2015 年定增的 12.5 亿元与发行的 3 亿元债券的未来价值也均未在模型中体现。因此, 为了提高估值结果的客观性, 我们选取相对估值法对公司进行估值。

**表 15: 绝对估值估值结果对各系数敏感性较大（以 FCFF 为例）**

WACC \ 永续增长率	7.42%	7.92%	8.42%	8.92%	9.42%	9.92%	10.42%
1.00%	47.13	43.41	40.22	37.43	34.99	32.84	30.93
1.50%	50.05	45.83	42.24	39.15	36.46	34.10	32.01
2.00%	53.51	48.66	44.58	41.11	38.12	35.52	33.23
2.50%	57.68	52.01	47.32	<b>43.38</b>	40.02	37.12	34.61
3.00%	62.78	56.04	50.57	46.03	42.21	38.96	36.16
3.50%	69.20	60.99	54.47	49.17	44.78	41.09	37.95
4.00%	77.49	67.20	59.26	52.95	47.82	43.58	40.01

数据来源: 西南证券

### 4.3 相对估值

我们预测公司 2015-2017 年摊薄后 EPS 分别是 1.11 元、1.40 元、1.75 元，2015 年 9 月 30 日收盘价对应 2015-2017 年动态 PE 分别为 27 倍、21 倍和 17 倍。

我们选取了与公司存在可比业务的中恒集团、珍宝岛、众生药业、以岭药业和品牌中药企业云南白药、贵州百灵、益佰制药作为可比公司，2016 年可比公司的 PE 均值为 27 倍。考虑到公司产品结构相对于中恒集团、珍宝岛等比较完善；全资控股贝克诺顿将打开化药增长空间；在研品种较多，3 类新药富马酸亚铁叶酸片、长效降糖药 GLP-1 都给公司以市值想象空间；且外延扩张预期强烈，进军互联网医疗，我们认为给予其 2016 年 35 倍 PE 较合理，对应目标价约为 48.98 元/股，维持“买入”评级。

**表 16: 可比公司估值表**

代码	简称	最新收盘价 (元)	每股收益(元)				市盈率(倍)			
			2014A	2015E	2016E	2017E	2014A	2015E	2016E	2017E
行业均值							37.98	27.46	22.71	17.53
600252.SH	中恒集团	4.99	0.46	1.69	1.21	1.43	10.88	2.95	4.12	3.49
603567.SH	珍宝岛	36.99	1.12	1.33	1.57	1.81	32.90	27.81	23.56	20.44
002317.SZ	众生药业	10.96	0.30	0.82	1.03	1.28	36.05	13.37	10.64	8.56
000538.SZ	云南白药	64.00	2.71	3.05	3.46	4.22	23.62	20.98	18.50	15.17
002424.SZ	贵州百灵	54.55	0.66	0.80	0.98	1.19	82.65	68.19	55.66	45.84
600594.SH	益佰制药	15.87	0.45	0.62	0.81	2.16	35.27	25.60	19.59	7.35
002603.SZ	以岭药业	14.00	0.31	0.42	0.52	0.64	44.49	33.33	26.92	21.88
600422.SH	昆药集团	29.96	0.74	1.11	1.40	1.75	40.43	27.07	21.41	17.12

数据来源: wind, 西南证券

## 5. 风险提示

**中药注射剂政策风险：**尽管公司核心产品之一注射用血塞通所引起不良反应较轻（多为麻疹），但由于使用人群基数较大，其不良反应例数一直居高不下，在整个中药注射剂行业政策收紧的背景下，或存在增速不达预期风险。

**三七价格止跌回暖风险：**尽管我们判断三七价格将继续低位徘徊，但仍存在由于自然灾害或新需求爆发导致的三七供需格局改善、价格回暖导致公司成本压力加大的风险。

**药品降价超预期风险：**从目前已招标省市的招标结果来看，药品降价趋势已成定局，降价幅度超预期则可能给公司业绩带来较大影响。

**外延式扩张或不达预期风险：**虽然公司也在积极推进外延发展，但整体步伐相对谨慎态度，实际进度可能低于预期。

**汇率波动风险：**随着公司国际化进程的推进，汇率的波动或对公司海外市场产生较大影响。



**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	4120.51	4780.18	5596.74	6427.51	净利润	307.70	447.68	561.39	702.12
营业成本	2886.79	3232.73	3775.86	4317.48	折旧与摊销	58.11	108.69	128.98	141.58
营业税金及附加	26.57	31.54	36.48	41.99	财务费用	12.35	11.90	13.94	13.94
销售费用	652.54	764.83	867.50	964.13	资产减值损失	10.38	12.04	14.10	16.19
管理费用	214.92	239.01	268.64	289.24	经营营运资本变动	226.37	-13.17	-121.78	-105.76
财务费用	12.35	11.90	13.94	13.94	其他	-235.78	-35.38	-42.26	-47.19
资产减值损失	10.38	12.04	14.10	16.19	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>379.13</b>	<b>531.76</b>	<b>554.38</b>	<b>720.89</b>
投资收益	22.58	25.06	27.82	30.88	资本支出	-9.07	-385.11	-150.00	-150.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	57.13	-90.34	27.82	30.88
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>48.05</b>	<b>-475.45</b>	<b>-122.18</b>	<b>-119.12</b>
<b>营业利润</b>	<b>339.54</b>	<b>513.19</b>	<b>648.05</b>	<b>815.42</b>	短期借款	74.40	-104.40	0.00	0.00
其他非经营损益	26.41	22.36	22.92	23.31	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>365.95</b>	<b>535.56</b>	<b>670.96</b>	<b>838.73</b>	股权融资	-7.27	1225.56	0.00	0.00
所得税	58.26	87.88	109.57	136.61	支付股利	-119.40	-150.64	-225.00	-284.46
净利润	307.70	447.68	561.39	702.12	其他	-136.68	262.44	-13.94	-13.94
少数股东损益	15.46	11.19	9.54	11.94	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-188.95</b>	<b>1232.96</b>	<b>-238.93</b>	<b>-298.41</b>
归属母公司股东净利润	292.24	436.49	551.85	690.19	<b>现金流量净额</b>	<b>238.22</b>	<b>1289.27</b>	<b>193.26</b>	<b>303.36</b>
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	564.75	1854.02	2047.28	2350.64	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	712.64	811.38	953.80	1093.52	销售收入增长率	14.96%	16.01%	17.08%	14.84%
存货	488.98	545.85	638.19	730.05	营业利润增长率	27.62%	51.14%	26.28%	25.83%
其他流动资产	136.05	157.83	184.79	212.21	净利润增长率	30.58%	45.49%	25.40%	25.07%
长期股权投资	0.00	9.70	9.70	9.70	EBITDA 增长率	23.05%	54.58%	24.80%	22.75%
投资性房地产	65.66	65.66	65.66	65.66	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	486.70	782.04	825.48	856.32	毛利率	29.94%	32.37%	32.53%	32.83%
无形资产和开发支出	332.97	314.61	292.74	270.88	三费率	21.35%	21.25%	20.55%	19.72%
其他非流动资产	236.32	241.46	240.91	240.35	净利率	7.47%	9.37%	10.03%	10.92%
<b>资产总计</b>	<b>3024.07</b>	<b>4782.55</b>	<b>5258.55</b>	<b>5829.34</b>	ROE	15.01%	12.91%	14.75%	16.63%
短期借款	104.40	0.00	0.00	0.00	ROA	10.17%	9.36%	10.68%	12.04%
应付和预收款项	593.73	737.10	841.27	959.07	ROIC	16.39%	23.05%	25.24%	28.86%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	9.95%	13.26%	14.13%	15.11%
其他负债	276.27	576.54	611.98	647.32	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>974.40</b>	<b>1313.64</b>	<b>1453.25</b>	<b>1606.39</b>	总资产周转率	1.39	1.22	1.11	1.16
股本	341.13	394.34	394.34	394.34	固定资产周转率	10.73	8.09	7.59	8.28
资本公积	846.02	2018.37	2018.37	2018.37	应收账款周转率	10.58	10.62	10.66	10.57
留存收益	733.74	1019.59	1346.44	1752.16	存货周转率	5.46	6.24	6.36	6.30
归属母公司股东权益	1924.25	3432.30	3759.15	4164.87	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	98.36%	—	—	—
少数股东权益	125.41	36.61	46.15	58.09	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2049.67</b>	<b>3468.90</b>	<b>3805.30</b>	<b>4222.96</b>	资产负债率	32.22%	27.47%	27.64%	27.56%
负债和股东权益合计	3024.07	4782.55	5258.55	5829.34	带息债务/总负债	10.71%	22.84%	20.64%	18.68%
					流动比率	2.09	3.55	3.52	3.54
					速动比率	1.56	2.98	2.93	2.95
					股利支付率	40.86%	34.51%	40.77%	41.22%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.74	1.11	1.40	1.75
					每股净资产	5.20	8.80	9.65	10.71
					每股经营现金	0.96	1.35	1.41	1.83
					每股股利	0.30	0.38	0.57	0.72
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	410.00	633.78	790.96	970.94					
PE	40.43	27.07	21.41	17.12					
PB	5.76	3.41	3.10	2.80					
PS	2.87	2.47	2.11	1.84					
EV/EBITDA	22.82	15.51	12.18	9.61					
股息率	1.01%	1.28%	1.90%	2.41%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn