

# 血塞通无忧，天眩清提速

## 买入首次评级

目标价格：15元

### 投资要点：

- 📖 **血塞通受益基本药物扩容，高增长态势可维持3-5年**
- 📖 **天眩清今年增速将超过去年，达40%**
- 📖 **股权激励最后一年，业绩增长动力充足**

### 报告摘要：

- **血塞通粉针受益基本药物仍将维持高增长。**血塞通市场目前供不应求，主要源自基本药物扩容，尤其是社区医院、县医院和农村医疗保险需求急剧增长，预计50%的高增长态势还可维持3-5年。粉针产能达到极限，3000万支新产能预计2011年9-10月通过GMP认证。
- **血塞通软胶囊。**血塞通软胶囊去年收入几千万，同比增长104%。目前有两家生产（昆明圣火制药）。由于公司制定的标准较高，做到了注射用的标准，1粒软胶囊含人参皂苷剂量约200mg，导致在三七价格较高时，成本压力大。未来三七价格回归时将成为利润又一爆发点。
- **天眩清今年增速将超过去年。**2010年由于销售重心在血塞通，天眩清增速仅27%，今年公司实施营销激励，预计增速40%。天眩清是神经衰弱和偏头痛的中成药，也是医保乙类品种，市场较广阔。
- **昆明中药厂销售费用有压缩空间。**昆明中药厂历史悠久，有大量优质品种，但销售体系和模式的不足蒙蔽了许多优良品种，目前公司已梳理出一些独家品种，今年销售费用还有较大压缩空间。
- **三七涨价压力仍存在。**由于三七是3年生药材，由于09年干旱造成的减产可能要在3年内恢复，因此今明两年价格不会出现大幅下降，到2013年下降幅度会大一点。另外公司的原料是剪口三七（三七中最贵的部分），价格波动幅度小。
- **股权激励助推业绩。**股权激励的触发条件是2009-2011年净利润分别达到5000万，7500万和11250万元，前两年已超额实现，2011年业绩增长动力十分充足。
- **盈利预测与估值。**预测2011~2013年EPS分别为0.43/0.58/0.76元，对应PE27/20/15，给予“买入”评级，目标价15元。

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收	1,817	2,337	2,986	3,808
增长率	27%	29%	28%	28%
归母净利润	86	134	181	239
增长率	47%	56%	35%	32%
EPS（元）	0.27	0.43	0.58	0.76
P/E	42	27	20	15

### 医药研究组

#### 分析师：

孙伟娜 (S1180511010011)

电话：010-88085269

Email: sunweina@hysec.com

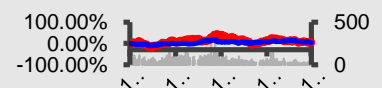
#### 联系人：

吴洋

电话：010-88085967

Email: wuyang@hysec.com

### 市场表现



成交金额

昆明制药

上证综合指数

### 主要指标

收盘价	11.44
一年内最高/最低	17.5/8.9
总股本 (万股)	31417.6
流通 A 股 (万股)	31417.6

数据来源：Wind

**表 1: 财务报表预测**

资产负债表					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	200	287	367	468	营业收入	1817	2337	2986	3808
应收票据	76	103	132	168	营业成本	1228	1557	1979	2509
应收账款	258	358	481	635	营业税金及附加	10	13	16	21
预付款项	65	90	121	161	销售费用	338	427	540	688
其他应收款	50	64	82	104	管理费用	111	142	181	231
存货	331	418	531	674	财务费用	7	5	7	10
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	12	19	25	34
长期股权投资	3	3	3	3	投资收益	0	0	0	0
固定资产	266	221	173	124	汇兑收益	0	0	0	0
在建工程	12	9	8	7	营业利润	111	175	238	315
工程物资	0	0	0	0	营业外收支净额	6	5	5	6
无形资产	24	19	17	16	税前利润	117	180	244	321
长期待摊费用	0	0	0	0	减: 所得税	19	27	37	48
资产总计	1416	1710	2059	2511	净利润	99	153	207	273
短期借款	111	179	244	327	减: 少数股东损益	13	19	26	34
应付票据	69	88	111	141	归属于母公司的净利润	86	134	181	239
应付账款	173	233	296	375	基本每股收益	0.27	0.43	0.58	0.76
预收款项	67	97	136	185	稀释每股收益	0.27	0.43	0.58	0.76
应付职工薪酬	29	29	29	29	<b>财务指标</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
应交税费	34	34	34	34	成长性				
其他应付款	65	72	79	87	营收增长率	26.6%	28.6%	27.8%	27.5%
其他流动负债	14	19	26	35	EBIT增长率	21.4%	53.0%	36.4%	32.6%
长期借款	20	20	20	20	净利润增长率	46.7%	56.5%	35.5%	31.8%
负债合计	596	784	989	1247	盈利性				
股东权益合计	820	926	1070	1264	销售毛利率	32.4%	33.4%	33.7%	34.1%
<b>现金流量表</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	销售净利率	4.7%	5.7%	6.1%	6.3%
净利润	99	153	207	273	ROE	10.4%	14.5%	17.0%	18.9%
折旧与摊销	36	60	61	59	ROIC	11.29%	14.81%	17.05%	18.76%
经营活动现金流	65	85	101	122	估值倍数				
投资活动现金流	-85	-13	-16	-16	PE	41.9	26.7	19.7	15.0
融资活动现金流	26	15	-5	-6	P/S	1.5	1.2	0.9	0.7
现金净变动	5	87	80	101	P/B	4.37	3.87	3.35	2.83
期初现金余额	195	200	287	367	股息收益率	1.3%	1.3%	1.8%	2.2%
期末现金余额	200	287	367	468	EV/EBITDA	19.7	14.5	11.6	9.4

资料来源: 宏源证券

### 分析师简介:

孙伟娜: 宏源证券研究所医药行业研究员, 清华大学工学博士, 2008 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 贵州百灵、汉森制药、天士力、同仁堂、福瑞股份、天方药业、亚宝药业、精华制药、九州通、红日药业等。

### 机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@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。