



合作双赢，市场格局继续维持

买入维持评级

目标价格：20 元

事件：

- 公司与黑龙江珍宝岛药业股份有限公司就冻干血塞通注射剂的标准及专利等事宜进行合作签署了框架协议，约定在7年内共享注射用血塞通（冻干）的专利技术，在质量标准、技术研究、市场销售等方面进行合作。

主要观点：

- 专利问题解决达到双赢。**合作双方在血塞通品种上的专利将共享，使得之前的专利纠纷的历史问题得到较为圆满的解决。这对于公司和珍宝岛来说是共赢的。而质量标准方面的合作会使血塞通在未来质量标准制定、进行中药保护和中药注射剂安全在评价方面相对简单容易，而且两家合作还有利于遏制新的竞争者进入，共同做大血塞通的整体市场。
- 销售合作使得市场更加“和谐”。**今年以来，随着血塞通销售的快速增长，终端价格比较稳定，甚至招标价还有提高。这说明公司和珍宝岛之间已经达到了一种“竞争合作”的平衡。此次合作，将使得双方合作更加透明和稳定，市场格局将继续维持，市场竞争都会“和谐”、“有序”，终端价格继续维持。基于此，我们认为未来2-3年血塞通产品有望继续保持40%左右的增长。
- 公开增发激发长期潜力。**公司计划公开增发6800万股，募集资金7亿多元，投入包括国际化制剂、小规模注射剂和中药基地在内的产能扩产和技改项目，预计建成后年利润总额2.2亿元。我们认为公开增发以后，将极大增加公司的产能，以及在研发上和营销上的投入，增加公司长期增长潜力。
- 盈利预测与估值。**预测2011~2013年EPS分别为0.44、0.60、0.79元，分别对应35X、26X、20X PE，考虑到血塞通市场的快速放量增长、股权激励提供的安全边际和公开增发对业绩的长期增长推动，继续维持“买入”评级，目标价20元。

主要指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	1435	1817	2261	2801	3467
EBITDA（百万元）	143	166	226	299	386
净利润（百万元）	58	86	137	188	248
EPS（百万元）	0.19	0.27	0.44	0.60	0.79
P/E	83.66	57.01	35.49	25.95	19.65
P/S	3.40	2.68	2.16	1.74	1.41
P/B	6.61	5.95	5.25	4.45	3.70

分析师

吴洋 (S1180511080005)

电话：010-88085967

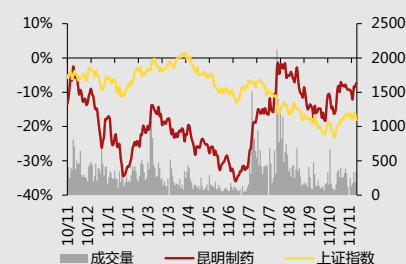
Email: wuyang@hysec.com

孙伟娜 (S1180511010011)

电话：010-88085269

Email: sunweina@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20110930	20188	非常集中
20110630	12799	非常集中
20110331	12775	非常集中

数据来源：港澳资讯

相关研究

宏源证券*公司研究*昆明制药：血塞通无忧，天眩清提速 孙伟娜、吴洋

宏源证券*公司研究*昆明制药：血塞通高增长预计持续3-5年 孙伟娜、吴洋

表 1: 资产负债表 (百万元)

报表科目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	195	200	377	441	523
应收票据	67	76	100	124	153
应收账款	211	258	347	451	578
预付款项	24	65	70	76	84
其他应收款	41	50	62	77	95
存货	272	331	423	525	655
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期股权投资	3	3	-10	-10	-10
固定资产	281	266	223	179	137
在建工程	6	12	13	13	13
工程物资	0	0	0	0	0
无形资产	25	24	21	18	15
长期待摊费用	0	0	0	0	0
资产总计	1244	1416	1716	1991	2347
短期借款	112	111	200	200	200
应付票据	61	69	90	112	139
应付账款	158	173	227	281	350
预收款项	49	67	83	102	127
应付职工薪酬	14	29	29	29	29
应交税费	28	34	34	34	34
其他应付款	40	65	72	79	87
其他流动负债	10	14	18	24	31
长期借款	34	20	20	20	20
负债合计	506	596	786	894	1029
股东权益合计	738	820	930	1097	1318

表 2: 利润表 (百万元)

报表科目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1435	1817	2261	2801	3467
营业成本	929	1228	1517	1881	2341
营业税金及附加	8	10	13	16	19
销售费用	294	338	398	466	542
管理费用	97	111	137	170	210
财务费用	11	7	5	5	4
资产减值损失	21	12	13	17	24
投资收益	0	0	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	75	111	179	246	327
营业外收支净额	5	6	6	6	6
税前利润	80	117	185	252	333
减: 所得税	13	19	28	38	50

净利润	67	99	157	215	283
减：少数股东损益	9	13	19	27	35
归属于母公司的净利润	58	86	137	188	248
基本每股收益	0.19	0.27	0.44	0.60	0.79
稀释每股收益	0.19	0.27	0.44	0.60	0.79

表 3: 现金流量表 (百万元)

报表科目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	67	99	157	215	283
折旧与摊销	36	36	30	30	31
经营活动现金流	154	65	71	106	141
投资活动现金流	-15	-85	69	10	8
融资活动现金流	-81	26	37	-52	-67
现金净变动	59	5	177	64	82
期初现金余额	136	195	200	377	441
期末现金余额	195	200	377	441	523

分析师简介:

吴 洋: 宏源证券研究所医药行业分析师, 中国人民银行研究生部金融学硕士, 3 年医药行业研究经验。主要研究覆盖公司: 上海凯宝、华润三九、昆明制药、信立泰、华海药业、鱼跃医疗、乐普医疗、智飞生物等;

孙伟娜: 宏源证券研究所医药行业分析师, 清华大学工学博士, 3 年医药行业研究经验。主要研究覆盖公司: 贵州百灵、汉森制药、天士力、同仁堂、马应龙、福瑞股份、片仔癀、精华制药、红日药业等。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁 010-88085991 zenglijie@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。