

分析师：涂羚波
执业证书编号：S0050208010103
Tel：010-59355910
Email：tulb@chinans.com.cn
地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



昆明制药 (600422. SH)

公开增发提升公司综合竞争力

投资要点

● **独具特色的天然药物开发企业。**公司产品包括蒿甲醚系列、三七系列、天麻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，拥有 16 项国家发明专利。公司拥有 4 个子分公司：昆明中药厂有限公司、云南金泰得三七产业股份有限公司、西双版纳版纳药业有限责任公司、昆明制药集团医药商业有限公司、1 个合资企业——昆明贝克诺顿制药有限公司、1 个制造中心、1 个药物研究院，1 个博士后工作站。

● **血塞通高速增长，产能瓶颈解决在即。**受益于公司的营销改革和大品种战略，血塞通系列已经连续三年保持高速增长，今年上半年血塞通冻干粉针销量增长 50% 以上，血塞通注射液估计增速也在 30% 左右，目前产能均已负荷。公司新建的冻干粉针扩建车间设计产能 3000 万支，已于上月通过，预计年底左右能获得生产批文，届时粉针产能将达到 4600 万支。公司计划通过公开增幅新增 12000 万支血塞通注射液产能，项目达产后，可由现在的 5000 万支左右的产能达到 17000 万支，产能瓶颈得到解决。

● **天麻素产品竞争激烈。**天麻素生产厂家众多，竞争激烈，但公司的天眩清为优质优价品种，具有单独定价权，竞争优势明显；乙酰天麻素为独家品种。2011 年该产品系列销售量预计在 1600 万支左右，增速 40%。公司募投项目将扩建年产 7500 万支天麻素注射液生产线，为未来的高速增长做好充分准备。

医药生物

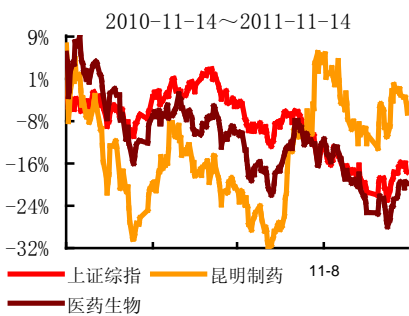
投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	未评级
目标价格：	21

市场数据

市价(元)	14.69
上市的流通 A 股(亿股)	3.14
总股本(亿股)	3.14
52 周股价最高最低(元)	10.55-17.38
上证指数/深证成指	2473.41/10418.93
2010 年股息率	0.00%

52 周相对市场表现



相关研究

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1817	2252	2737	3262
增长率(%)	26.64	23.91	21.56	19.18
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	85.58	130.40	187.08	245.58
增长率(%)	47	52	43	31
毛利率(%)	32	32	32	32
净产收益率(%)	12	15	18	19
EPS(元)	0.27	0.42	0.60	0.78
P/E(倍)	56.21	36.89	25.71	19.59
P/B(倍)	6.54	5.56	4.57	3.70

来源：公司年报、民族证券

● 蒿甲醚制剂意欲进军国际市场

蒿甲醚产品是公司具有自主知识产权的产品，长期以来公司供应全球 90%的原料药，下游厂商主要有安万特和诺华公司等，但国内目前还未有一条通过 WHO 认证的抗疟药制剂生产线，公司将通过公开增发根据 WHO 的 GMP 要求，建成 0.5 毫升 1200 万支以及 1 毫升 4800 万支的蒿甲醚注射液生产线，目标是进军国际的公立采购市场。

● 股权激励彰显信心

公司于 2011 年 6 月正式实施了股权激励方案，共授予激励对象限制性股票供给 270,513 股，激励对象包括何勤、袁平东、徐朝能、董少瑜、熊建民等 5 名高管人员，平均价格 12.69 元/股，激励条件是主营业务净利润达到基本触发基数（见图 4），同时 2010 年到 2012 年毛利率水平分别不低于 49.50%、50%、50%，且应收账款占销售收入的比例不高于上一年度的应收账款占销售收入的比例。

● 给予“增持”评级。

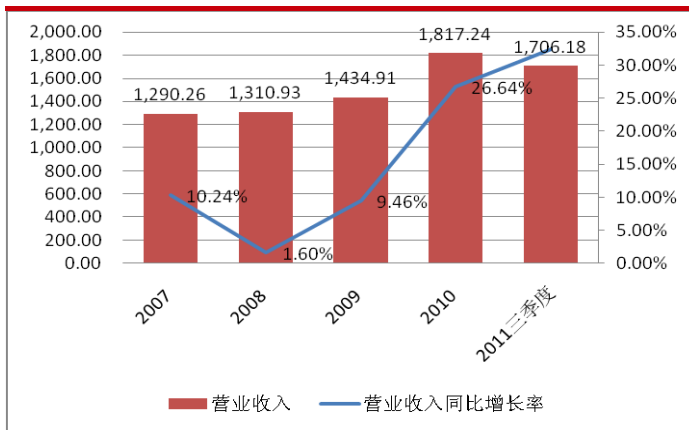
预计公司 2010、2011、2012 年分别实现销售收入 22.52 亿元、27.37 亿元、32.62 亿元，同比增长 23.91%、21.56%、19.18%，实现净利润 1.30 亿元、1.87 亿元、2.46 亿元，同比分别增长 52%、43%、31%，每股收益 0.42 元、0.60 元、0.78 元。对应动态市盈率分别为 37 倍、26 倍、20 倍。考虑到公司增发摊薄的影响，2012 年动态市盈率在 30 倍左右，在医药板块中估值中等偏高，给予“增持”评级，一年期目标价 21 元。

表 1：公司收入和毛利预测

单位：万元	2010	2011E	2012E	2013E
天然植物药物	71363	89204	109721	131665
增长率 (%)	23.58%	25.00%	23.00%	20.00%
毛利率 (%)	56.26%	56.26%	56.26%	56.26%
化学合成药物	38736	46483	54850	63626
增长率 (%)	18.19%	20.00%	18.00%	16.00%
毛利率 (%)	41.03%	40.00%	40.00%	40.00%
外购药品	67655	84569	103174	123809
增长率 (%)	32.79%	25.00%	22.00%	20.00%
毛利率 (%)	2.95%	3.00%	3.00%	3.00%
保健食品	172	207	248	298
增长率 (%)	20.22%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率 (%)	20.81%	20.00%	20.00%	20.00%
总收入	177927	220463	267993	319398
增长率 (%)	25.64%	23.91%	21.56%	19.18%
营业成本率	67.36%	67.63%	67.61%	67.66%
毛利率 (%)	32.64%	32.37%	32.39%	32.34%

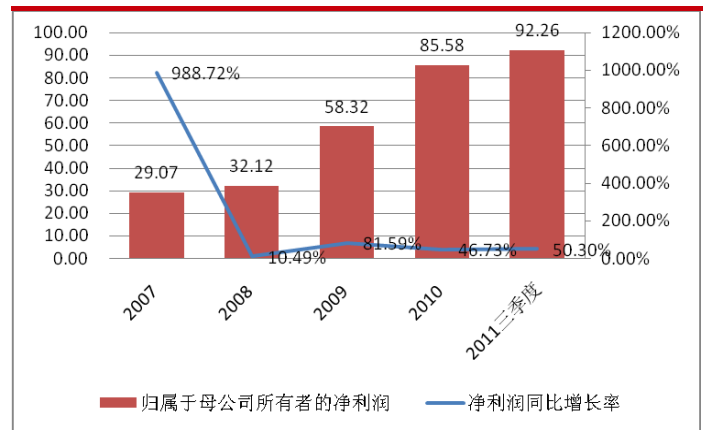
资料来源：民族证券

图 1：公司近年营业收入



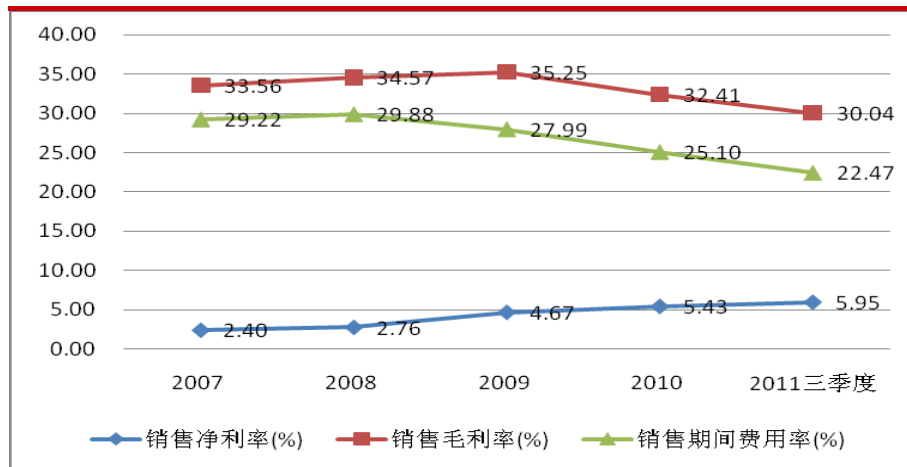
资料来源：公司资料，民族证券

图 2：公司近年净利润



资料来源：公司资料，民族证券

图 3：公司近三年盈利水平



数据来源：公司资料 民族证券

图 4：公司股权激励基金提取条件

项目	2010		2011		2012
净利润基本触发 基数(含本数): 经审计主营业务净利润	7,500		11,250		14,625
分区间超额激励基金计提比 例(按当年经审计净利润)					
区间一: 7,500~8,000(含本数)	12.5%	区间一: 11,250~ 11,750(含本数)	12.5%	区间一: 14,625~ 15,125(含本数)	12.5%
区间二: 8,000~8,500(含本数)	15%	区间二: 11,750~ 12,250(含本数)	15%	区间二: 15,125~ 15,625(含本数)	15%
区间三: 8,500~9,000(含本数)	15%	区间三: 12,250~ 12,750(含本数)	20%	区间三: 15,625~ 16,125(含本数)	22.5%
区间四: 9,000~9500(含本数)	17.5%	区间四: 12,750~ 13,250(含本数)	22.5%	区间四: 16,125~ 16,625(含本数)	37.5%

资料来源：公司资料

图 5：公司限制性股票激励对象

姓名	职务	获授限制性股票 数量占授予限制 性股票数量总额 的比例(%)	实际授予股 份数(单位: 股)	占总股 本比例
何勤	董事长	40.00%	108,205	0.03%
袁平 东	总裁	20.00%	54,103	0.02%
徐朝 能	副总裁 兼董事会秘 书	15.00%	40,577	0.01%
董少 瑜	副总裁	15.00%	40,577	0.01%
熊建 民	党委书记	10.00%	27,051	0.01%
合计		100.00%	270,513	0.09%

资料来源：公司资料

图 6： 拟公开增发项目

序号	项目名称	实施主体	项目总投资额 (万元)
1	国际化制剂提产扩能项目	昆明制药	11,250.90
2	小容量注射液生产线扩产提能 项目	昆明制药	22,950.24
3	技术中心创新能力建设项目	昆明制药	9,657.73
4	中药现代化提产扩能建设项目	昆明中药厂	33,011.26
合计			76,870.13

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	979	1111	1391	1753
现金及等价物	200	145	217	354
应收帐款	334	414	503	599
存货	331	410	498	594
其它流动资产	115	142	173	206
非流动资产	411	425	480	531
长期股权投资	3	3	3	3
固定资产及其他	279	315	356	391
投资性房地产	0	0	0	0
无形资产	90	68	82	98
其它非流动资产	39	39	39	39
资产总计	1416	1549	1884	2297
流动负债	576	559	679	810
短期借款	125	0	0	0
应付帐款	242	300	365	436
其它流动负债	208	258	314	374
非流动负债	20	20	20	20
长期借款	20	20	20	20
其它非流动负债	0	0	0	0
负债合计	596	579	699	830
少数股东权益	85	104	132	169
归属于母公司所有者权益	735	866	1053	1298
负债和股东权益	1416	1549	1884	2297

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	69	119	171	236
净利润	99	150	215	282
资产减值准备	12	0	0	0
折旧和摊销	36	38	44	49
公允价值变动损失	0	0	0	0
财费用	7	9	0	0
营运资本变动	-84	-78	-88	-95
投资收益	0	0	0	0
投资活动现金流	-32	-52	-99	-100
资本支出	-27	-52	-99	-100
其它	-5	0	0	0
融资活动现金流	-25	-134	0	0
权益性融资	-17	0	0	0
负债净变化	-1	-125	0	0
财务费用	-7	-9	0	0
现金净增加额	12	-67	72	136
期初现金余额	200	212	145	217
期末现金余额	212	145	217	354

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1817	2252	2737	3262
营业成本	1228	1523	1850	2207
营业税金及附加	10	12	15	18
销售费用	338	405	479	555
管理费用	111	124	137	147
财务费用	7	9	0	0
资产减值损失	12	0	0	0
公允价值变动净	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	111	178	256	336
营业外收入	8	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	117	178	256	336
所得税	19	28	41	53
净利润	99	150	215	282
少数股东损益	13	19	28	37
归属于母公司所	86	130	187	246
EBITDA	130	187	256	336
EPS (元)	0.27	0.42	0.60	0.78

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	26.6%	23.9%	21.6%	19.2%
营业利润	49.1%	60.3%	43.5%	31.3%
归属母公司净利	46.7%	52.4%	43.5%	31.3%
获利能力				
毛利率	32.4%	32.4%	32.4%	32.3%
净利率	4.7%	5.8%	6.8%	7.5%
ROE	11.6%	15.1%	17.8%	18.9%
ROIC	8.1%	15.9%	17.8%	19.0%
偿债能力				
资产负债率	42.1%	37.4%	37.1%	36.1%
流动比率	1.7	2.0	2.0	2.2
速动比率	1.1	1.3	1.3	1.4
营运能力				
总资产周转率	1.3	1.5	1.5	1.4
应收帐款周转率	5.4	5.4	5.4	5.4
应付帐款周转率	5.1	5.1	5.1	5.1
每股指标(元)				
每股收益	0.27	0.42	0.60	0.78
每股经营现金	0.22	0.38	0.54	0.75
每股净资产	2.34	2.76	3.35	4.13
估值比率				
P/E	56.2	36.9	25.7	19.6
P/B	6.5	5.6	4.6	3.7
EV/EBITDA	60.8	42.1	30.8	23.5

分析师简介

西安交通大学硕士，曾就职于江中制药集团和某大型投资管理公司，具备 8 年医药行业的从业经验，以及 9 年证券行业的研究和投资经验，善于从投资的视角和公司基本面两方面挖掘公司的投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、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接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn