昆明制药(600422.SH)

天时地利人和推动公司高成长

评级：买入　前次：买入

目标价（元）：19.04-20.18

联系人 裘倩倩 CFA 生物医药小组 021-20315202 qiuqq@r.qlzq.com.cn

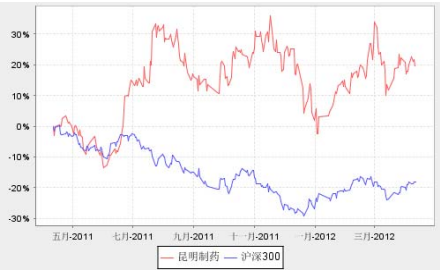
分析师 谢刚 S0740510120005 021-20315178 xiegang@r.qlzq.com.cn

2012 年 4 月 28 日

基本状况

总股本(百万股)	314.18
流通股本(百万股)	313.91
市价(元)	14.78
市值(百万元)	4643.52
流通市值(百万元)	4639.52

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	1,817.2	2,434.0	3,051.6	3,726.7	4,502.3
营业收入增速	26.64%	33.94%	25.38%	22.12%	20.81%
净利润增长率	46.73%	52.05%	44.23%	30.02%	25.33%
摊薄每股收益（元）	0.27	0.41	0.60	0.78	0.97
前次预测每股收益（元）					
市场预测每股收益（元）					
偏差率（本次-市场/市					
市盈率（倍）	50.96	35.85	23.10	17.77	14.18
PEG	1.09	0.69	0.52	0.59	0.56
每股净资产（元）	2.34	2.60	3.00	3.78	4.75
每股现金流量（元）	0.29	0.45	0.03	0.58	0.74
净资产收益率	11.64%	15.90%	19.90%	20.56%	20.49%
市净率	5.93	5.70	4.60	3.65	2.90
总股本（百万元）	314.18	314.18	314.18	314.18	314.18

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **事件：**昆明制药4月28日公布2012年1季度业绩，公司1季度实现净利润32.39百万元，同比增长88.46%，高成长得到逐季度验证。

- **解析：公司1季度业绩增长的质量较高：**由于公司的络泰系列、天眩清系列和蒿甲醚系列都在母公司，所以我们重点解读母公司报表。我们判断公司1季度业绩增长质量较高的两个主要原因是：**（1）**在母公司收入大幅增长88.43%的同时，母公司的应收账款下降28.95%，说明公司对渠道处于强势地位；**（2）**母公司经营性现金流净额同比增加105.06%。

- **点评：我们认为公司的高成长得益于天时地利人和，继续看好公司未来的发展，将公司2012年EPS从0.58元小幅上调至0.60元，2013年EPS从0.75小幅上调到0.78元。**
  - **天时——（1）分享基药放量：**随着基药招投标工作的推进，昆明制药的主导产品之一络泰®血塞通冻干粉针，作为基药目录中的类独家品种，受益于基药在基层医疗使用的推广。**（2）产能瓶颈阶段性解决：**年产3000万支的新建冻干粉针车间2011 年12 月份通过国家GMP 验证并投入使用，阶段性地解决了血塞通冻干的产能瓶颈，支持血塞通冻干粉针2012年销售放量；**（3）血塞通冻干粉针新版国标实行：**血塞通冻干粉针的新版国家标准在3月初开始实行，取消了专用助溶剂。我们认为新版国标的实行将有助于提高血塞通冻干粉针对血栓通冻干粉针的竞争力，并且降低血塞通冻干粉针的成本。从医院终端的调研来看，医生也认为血塞通冻干粉针取消助溶剂使用更加方便。

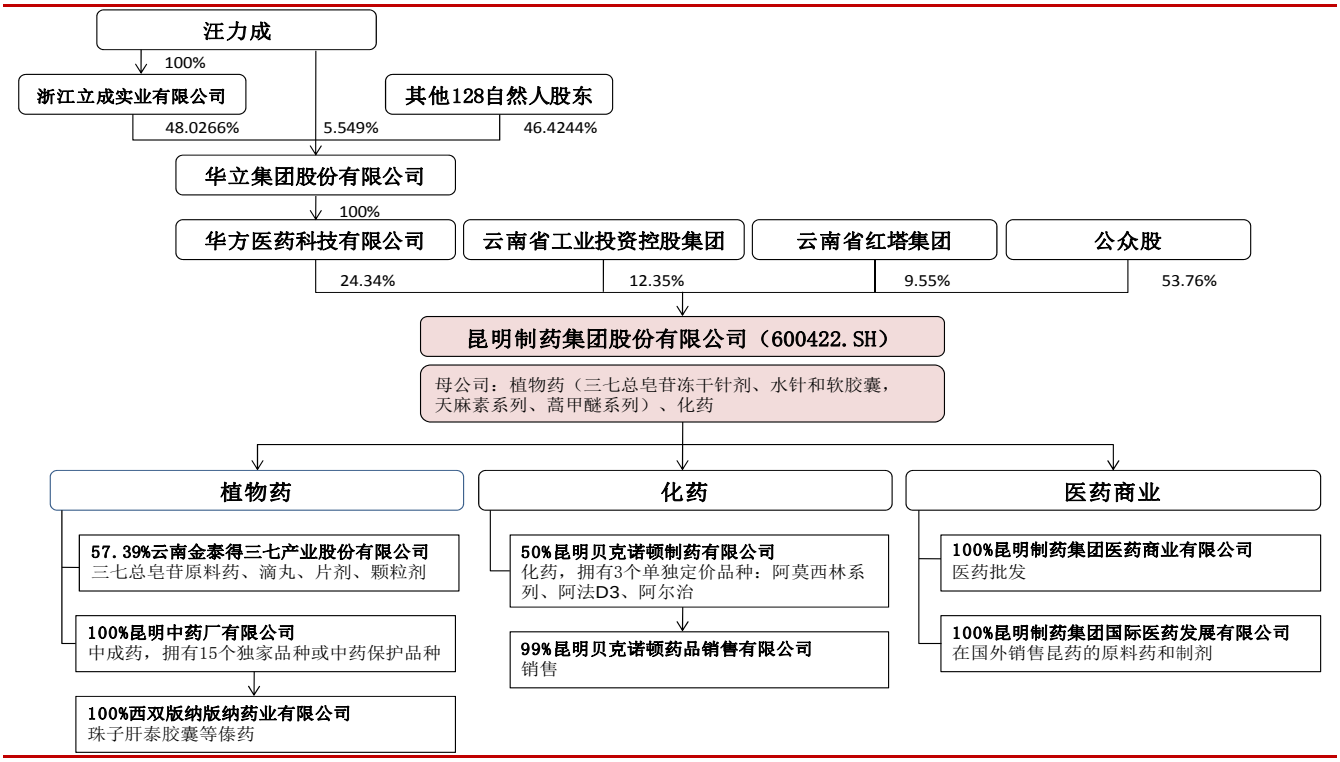
- **地利——在大治疗领域有竞争壁垒的主导产品，品种资源丰富：**络泰®血塞通冻干粉针，面向心脑血管疾病大治疗领域，分享三七总皂苷冻干针剂的高景气，直接竞争对手只有珍宝岛的血塞通冻干粉针和中恒集团（梧州制药）的血栓通冻干粉针；天麻素注射液享有优质优价，神经系统用药处在成长期；此外，昆明制药及其子公司还拥有超过20个独家或属于中药保护的中成药品种。
- **人和——营销能力不断提升：**不断优化营销渠道，不断扩大自主营销队伍和代理商队伍；空白区域市场和医院的开发卓有成效；主导产品在各省的基药、非基药招投标持续推进。在4月24-27日的第67届中国药交会上，我们拜访了昆明制药和其竞争对手的珍宝岛、梧州制药的展台，通过草根调研，我们看好昆明制药销售队伍的专业性、士气和精细化管理的加强。

■ **未来可能的催化因素：**（1）如果国家对基药在二、三级医院的用量有强制要求，将利好基药的独家和类独家品种，例如：络泰®血塞通冻干粉针；（2）如果公司的营销进一步精细化管理，天眩清®天麻素注射液的成长空间可能进一步挖掘；（3）如果全资子公司昆明中药厂的营销改革取得成效，昆明中药厂的品种资源优势将逐步体现在业绩的增长。

■ **投资建议：**看好主导产品络泰®血塞通冻干粉针、天眩清®天麻素注射液的成长空间和公司营销能力的持续加强，我们重申“买入”评级。我们预测 2012-2014 年 EPS 分别为 0.60 元、0.78、0.97 元。

■ **风险因素：**
- A股估值水平整体下移的系统性风险。
- 医药行业宏观政策的不确定性。
- 2012年云南的文山等地干旱，三七价格处于高位（成本测算显示三七剪口每涨价100元/公斤，提高200mg品规的血塞通冻干成本约0.21元，由于公司主要在每年的11月大量备货，因此短期影响不大）。

图表 1：昆明制药股权结构图



来源：齐鲁证券研究所

图表 2：昆明制药销售收入预测表（百万元）

项　目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
产品I三七总皂甙系列					
其中：三七总皂甙原料药、口服制剂、水针	132.56	161.09	196.53	235.84	271.21
三七总皂甙冻干粉针剂	168.15	302.50	501.15	712.40	926.12
销售收入	300.71	463.59	697.68	948.24	1,197.33
增长率（YOY）	*48.13%*	*54.16%*	*50.49%*	*35.91%*	*26.27%*
占总销售额比重	16.55%	19.05%	22.86%	25.44%	26.59%
占主营业务利润比重	26.64%	32.77%	37.83%	41.55%	43.08%
产品II天麻素系列					
销售收入	90.63	120.87	175.56	219.45	274.31
增长率（YOY）	*25.87%*	*33.37%*	*45.25%*	*25.00%*	*25.00%*
占总销售额比重	4.99%	4.97%	5.75%	5.89%	6.09%
占主营业务利润比重	13.58%	14.03%	15.65%	15.84%	16.26%
产品III蒿甲醚系列					
销售收入	107.30	165.50	168.81	160.37	152.35
增长率（YOY）	*-22.43%*	*54.24%*	*2.00%*	*-5.00%*	*-5.00%*
占总销售额比重	5.90%	6.80%	5.53%	4.30%	3.38%
占主营业务利润比重	1.79%	8.44%	6.47%	4.70%	3.68%
产品IV其他中成药					
销售收入	216.71	224.32	257.97	296.66	356.00
增长率（YOY）	*30.90%*	*3.51%*	*15.00%*	*15.00%*	*20.00%*
占总销售额比重	11.93%	9.22%	8.45%	7.96%	7.91%
占主营业务利润比重	21.18%	15.69%	13.85%	12.90%	12.71%
产品IV化学合成药					
销售收入	387.36	344.81	413.77	496.53	595.83
增长率（YOY）	*10.54%*	*-10.98%*	*20.00%*	*20.00%*	*20.00%*
占总销售额比重	21.32%	14.17%	13.56%	13.32%	13.23%
占主营业务利润比重	26.98%	24.80%	22.48%	21.41%	20.72%
产品IV医药商业					
销售收入	676.55	1,114.91	1,337.90	1,605.48	1,926.57
增长率（YOY）	*32.78%*	*64.79%*	*20.00%*	*20.00%*	*20.00%*
占总销售额比重	37.23%	45.81%	43.84%	43.08%	42.79%
占主营业务利润比重	3.39%	4.27%	3.71%	3.60%	3.56%
销售收入小计	**1817.24**	**2434.01**	**3051.68**	**3726.72**	**4502.39**
销售成本小计	**1228.24**	**1712.68**	**2113.02**	**2567.29**	**3093.38**
毛利	**589.00**	**721.32**	**938.66**	**1159.43**	**1409.01**
平均毛利率	**32.41%**	**29.64%**	**30.76%**	**31.11%**	**31.29%**

来源：齐鲁证券研究所

图表 3：昆明制药财务报表摘要

损益表（人民币百万元）

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	**1,817**	**2,434**	**3,052**	**3,727**	**4,502**
增长率	26.6%	33.9%	25.4%	22.1%	20.8%
营业成本	-1,228	-1,713	-2,113	-2,567	-3,093
% 销售收入	67.6%	70.4%	69.2%	68.9%	68.7%
毛利	589	721	939	1,159	1,409
% 销售收入	32.4%	29.6%	30.8%	31.1%	31.3%
营业税金及附加	-10	-15	-18	-22	-27
% 销售收入	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-338	-394	-495	-604	-730
% 销售收入	18.6%	16.2%	16.2%	16.2%	16.2%
管理费用	-111	-133	-165	-194	-230
% 销售收入	6.1%	5.5%	5.4%	5.2%	5.1%
息税前利润（EBIT）	130	179	261	340	423
% 销售收入	7.1%	7.3%	8.6%	9.1%	9.4%
财务费用	-7	-9	-5	1	7
% 销售收入	0.4%	0.4%	0.2%	0.0%	-0.2%
资产减值损失	-12	-6	-9	-17	-23
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	111	163	247	323	408
营业利润率	6.1%	6.7%	8.1%	8.7%	9.1%
营业外收支	6	12	9	11	10
税前利润	**117**	**175**	**256**	**334**	**418**
利润率	6.5%	7.2%	8.4%	9.0%	9.3%
所得税	-19	-30	-42	-56	-69
所得税率	15.9%	17.0%	16.4%	16.7%	16.6%
净利润	99	145	214	278	348
少数股东损益	13	15	26	34	43
归属于母公司的净利润	**86**	**130**	**188**	**244**	**306**
净利率	4.7%	5.3%	6.1%	6.5%	6.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	99	145	214	278	348
少数股东损益	0	0	26	34	43
非现金支出	48	43	47	56	63
非经营收益	3	4	-1	-6	-9
营运资金变动	-59	-53	-251	-144	-168
经营活动现金净流	**91**	**140**	**36**	**218**	**277**
资本开支	64	43	-3	-39	1
投资	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	**-64**	**-43**	**3**	**39**	**-1**
股权募资	0	0	0	0	0
债权募资	-1	1	0	-116	0
其他	-24	-58	-8	-67	-1
筹资活动现金净流	**-25**	**-57**	**-8**	**-183**	**-1**
现金净流量	**2**	**41**	**31**	**73**	**275**

资产负债表（人民币百万元）

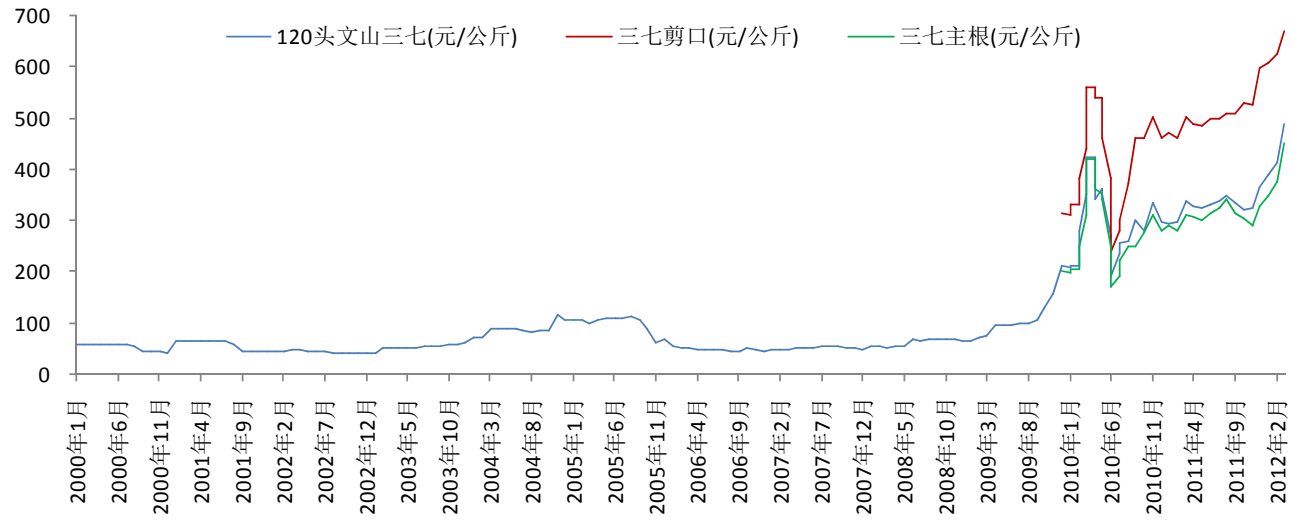
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	200	243	248	287	520
应收款项	384	437	690	843	1,018
存货	331	388	452	549	661
其他流动资产	65	75	90	107	127
流动资产	979	1,143	1,480	1,786	2,326
% 总资产	69.1%	70.2%	76.5%	82.2%	86.7%
长期投资	4	4	4	4	4
固定资产	279	311	284	247	219
% 总资产	19.7%	19.1%	14.7%	11.4%	8.2%
无形资产	116	128	121	91	90
非流动资产	437	486	454	387	358
% 总资产	30.9%	29.8%	23.5%	17.8%	13.3%
资产总计	**1,416**	**1,630**	**1,934**	**2,173**	**2,683**
短期借款	125	136	136	20	20
应付款项	375	476	546	664	800
其他流动负债	76	82	165	124	149
流动负债	576	694	846	808	969
长期贷款	20	10	10	10	10
其他长期负债	0	9	9	9	9
负债	**596**	**712**	**865**	**826**	**988**
普通股股东权益	735	818	943	1,187	1,493
少数股东权益	85	99	126	160	202
负债股东权益合计	**1,416**	**1,630**	**1,934**	**2,173**	**2,683**

比率分析

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标					
每股收益(元)	0.272	0.414	0.597	0.777	0.973
每股净资产(元)	2.340	2.604	3.002	3.778	4.752
每股经营现金净流(元)	0.289	0.446	0.029	0.585	0.745
每股股利(元)	0.000	0.200	0.200	0.000	0.000
回报率					
净资产收益率	11.64%	15.90%	19.90%	20.56%	20.49%
总资产收益率	6.04%	7.98%	9.71%	11.23%	11.40%
投入资本收益率	14.31%	18.18%	22.68%	26.05%	29.37%
增长率					
营业总收入增长率	26.64%	33.94%	25.38%	22.12%	20.81%
EBIT增长率	21.45%	37.98%	46.18%	29.90%	24.60%
净利润增长率	46.73%	52.05%	44.23%	30.02%	25.33%
总资产增长率	13.81%	15.11%	18.64%	12.37%	23.48%
资产管理能力					
应收账款周转天数	72.3	62.5	62.0	62.0	62.0
存货周转天数	92.4	78.6	78.0	78.0	78.0
应付账款周转天数	49.1	44.4	44.4	44.4	44.4
固定资产周转天数	55.0	42.5	33.2	24.1	17.9
偿债能力					
净负债/股东权益	-6.70%	-10.61%	-9.57%	-19.12%	-28.89%
EBIT利息保障倍数	19.4	19.0	50.1	-285.9	-57.3
资产负债率	42.08%	43.71%	44.73%	38.02%	36.82%

来源：齐鲁证券研究所

图表 4：三七价格走势



来源：文山三七管理局，齐鲁证券研究所

图表 5：过去一年内齐鲁证券对昆明制药的系列报告

序号	日期	报告标题
01	2011 年 9 月 15 日	投资价值分析报告《营销改善，激励到位，资源转化为业绩》
02	2011 年 10 月 15 日	事件点评《经营继续向好，增发为做强做大打基础》
03	2011 年 10 月 24 日	季报点评《业绩符合预期，特色产品继续快速增长》
04	2011 年 11 月 16 日	事件点评《合作利好公司的长期发展》
05	2011 年 12 月 23 日	事件点评《业绩预增符合预期，产能瓶颈解决》
06	2012 年 1 月 5 日	事件点评《昆明制药股价异动点评》
07	2012 年 1 月 13 日	事件点评《业绩增长确定性好，下跌带来买点》
08	2012 年 1 月 13 日	事件点评《再次获得高新技术企业认证》
09	2012 年 2 月 20 日	年报点评《业绩符合预期，12 年继续快速成长》
10	2012 年 3 月 28 日	事件点评《第二期回购股票完成，下跌带来买点》
11	2012 年 4 月 27 日	季报点评《天时地利人和推动公司高成长》

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6－12 个月内波动幅度在-5%-+5%

减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。