

**昆明制药 (600422.SH)**

 评级: **买入**      前次: **买入**

 目标价(元): **20.18-22.67**

联系人

分析师

**袁倩倩 CFA**
**胡德军**

生物医药小组

S0740511070005

021-20315202

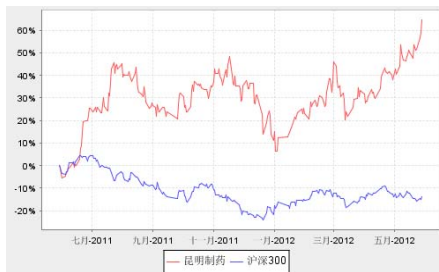
生物医药小组

qiuqq@r.qlzq.com.cn

2012年6月14日

**新建血塞通冻干粉针产能, 解决中期瓶颈**
**基本状况**

|           |         |
|-----------|---------|
| 总股本(百万股)  | 314.18  |
| 流通股本(百万股) | 313.54  |
| 市价(元)     | 18.02   |
| 市值(百万元)   | 5661.45 |
| 流通市值(百万元) | 5649.98 |

**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 | 3,743.9 | 4,541.3 |
| 营业收入增速       | 26.64%  | 33.94%  | 25.38%  | 22.68%  | 21.30%  |
| 净利润增长率       | 46.73%  | 52.05%  | 44.23%  | 32.09%  | 27.08%  |
| 摊薄每股收益(元)    | 0.27    | 0.41    | 0.60    | 0.79    | 1.00    |
| 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   | 17.49   | 13.76   |
| PEG          | 1.09    | 0.69    | 0.52    | 0.55    | 0.51    |
| 每股净资产(元)     | 2.34    | 2.60    | 3.00    | 3.79    | 4.79    |
| 每股现金流量(元)    | 0.29    | 0.45    | 0.03    | 0.59    | 0.77    |
| 净资产收益率       | 11.64%  | 15.90%  | 19.90%  | 20.82%  | 20.92%  |
| 市净率          | 5.93    | 5.70    | 4.60    | 3.64    | 2.88    |
| 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**

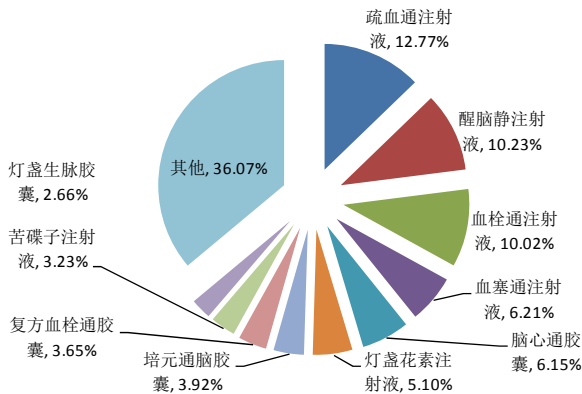
- **事件:** 6月14日, 昆明制药公告: 董事会同意公司新建高技术针剂示范项目, 年产注射用血塞通冻干粉针7000万支, 预计投资2.58亿元(自筹2.28亿元、银行贷款0.3亿元)。该项目尚待6月29日股东大会审议。
- **点评:** 我们认为新建血塞通冻干粉针产能将解决中期瓶颈, 利好公司的中长期发展。
  - **优势品种在营销和政策的双重推动下迅速放量:** 昆明制药的主导产品络泰®血塞通冻干粉针, 面向心脑血管疾病大治疗领域, 分享三七总皂苷冻干粉针剂的高景气, 直接竞争对手只有珍宝岛的血塞通冻干粉针和中恒集团(梧州制药)的血栓通冻干粉针。受益于公司营销改革, 市场推广力度加大, 基本用药目录实施, 2009年以来络泰®血塞通冻干粉针销售增长迅速。

|               | 2009年 | 2010年 | 2011年 |
|---------------|-------|-------|-------|
| 400mg剂型销量(万支) | 483   | 995   | 1512  |
| 增速            | -     | 106%  | 52%   |
| 200mg剂型销量(万支) | 282   | 465   | 883   |
| 增速            | 78%   | 65%   | 90%   |
| 合计(万支)        | 765   | 1460  | 2395  |

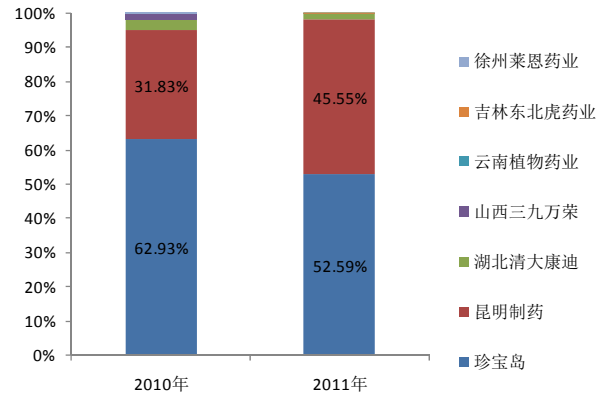
- **新建产能是解决中期瓶颈的必要条件:** 今年1月公司的3000万支冻干粉针产能投产, 加上老线产能总

共达到4500万支左右。由于血塞通冻干粉针销售增长迅速，即使保守地按30%的增速测算，2014年即达到5262万支，将超过现有产能极限。考虑到新建产能需要1年多的建设周期，而且还需要GMP认证和逐步达产，因此现在着手新建7000万支产能新线是必要的。

- **心脑血管用药大市场容量、血塞通冻干的优势地位、公司不断提升的营销能力是未来新建产能充分释放的有力保障。**

**图表 1: 2011 年脑血管疾病用药竞争格局**


来源: SFDA 南方所, 齐鲁证券研究所

**图表 2: 昆明制药血塞通市场份额提升**


来源: SFDA 南方所, 齐鲁证券研究所

- **近期的催化因素:** (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。(4) **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。

- **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。我们小幅向上修正未来两年的盈利预测, **预测 2012-2014 年 EPS 分别为 0.60、0.79、1.00 元 (前次预测 2012-2014 年 EPS 分别为 0.60、0.78、0.97 元)**。另外, 由于 6 月 8 日基准利率下降 25bp, 我们更新 DCF 估值模型, 目标价区间上调到 **20.18-22.67 元 (前次为 19.04-20.18 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年云南的文山等地继续干旱，三七价格处于高位。

**图表 3: 昆明制药 DCF 估值为 22.67 元**

|       |              |        |             |
|-------|--------------|--------|-------------|
| 每股价值  | <b>22.67</b> | TV增长率  | <b>2.0%</b> |
| 隐含P/E | 37.95        | Ke     | 10.90%      |
| 企业值   | 7,122.02     | 债务     | 146.00      |
|       |              | 投资     | 246.95      |
| 股票价值  | 7,122.02     | 少数股东权益 | 99.34       |

$$PV(FCFE) = \sum_{t=1}^{n=10} \frac{FCFE_t}{(1+K_e)^t} + \frac{FCFE_n \times (1+TV)}{(1+K_e)^n \times (K_e - TV)}$$

来源: 齐鲁证券研究所

**图表 4: 昆明制药财务报表摘要**

| 损益表 (人民币百万元)   |        |        |        |        |        | 资产负债表 (人民币百万元) |        |         |        |         |         |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|--------|---------|--------|---------|---------|
|                | 2010   | 2011   | 2012E  | 2013E  | 2014E  |                | 2010   | 2011    | 2012E  | 2013E   | 2014E   |
| 营业总收入          | 1,817  | 2,434  | 3,052  | 3,744  | 4,541  | 货币资金           | 200    | 243     | 248    | 289     | 528     |
| 增长率            | 26.6%  | 33.9%  | 25.4%  | 22.7%  | 21.3%  | 应收款项           | 384    | 437     | 690    | 847     | 1,027   |
| 营业成本           | -1,228 | -1,713 | -2,113 | -2,575 | -3,110 | 存货             | 331    | 388     | 452    | 550     | 665     |
| %销售收入          | 67.6%  | 70.4%  | 69.2%  | 68.8%  | 68.5%  | 其他流动资产         | 65     | 75      | 90     | 107     | 127     |
| 毛利             | 589    | 721    | 939    | 1,169  | 1,431  | 流动资产           | 979    | 1,143   | 1,480  | 1,793   | 2,346   |
| %销售收入          | 32.4%  | 29.6%  | 30.8%  | 31.2%  | 31.5%  | %总资产           | 69.1%  | 70.2%   | 76.5%  | 82.2%   | 86.8%   |
| 营业税金及附加        | -10    | -15    | -18    | -22    | -27    | 长期投资           | 4      | 4       | 4      | 4       | 4       |
| %销售收入          | 0.5%   | 0.6%   | 0.6%   | 0.6%   | 0.6%   | 固定资产           | 279    | 311     | 284    | 247     | 219     |
| 营业费用           | -338   | -394   | -495   | -607   | -736   | %总资产           | 19.7%  | 19.1%   | 14.7%  | 11.4%   | 8.1%    |
| %销售收入          | 18.6%  | 16.2%  | 16.2%  | 16.2%  | 16.2%  | 无形资产           | 116    | 128     | 121    | 91      | 90      |
| 管理费用           | -111   | -133   | -165   | -195   | -232   | 非流动资产          | 437    | 486     | 454    | 387     | 358     |
| %销售收入          | 6.1%   | 5.5%   | 5.4%   | 5.2%   | 5.1%   | %总资产           | 30.9%  | 29.8%   | 23.5%  | 17.8%   | 13.2%   |
| 息税前利润 (EBIT)   | 130    | 179    | 261    | 346    | 436    | 资产总计           | 1,416  | 1,630   | 1,934  | 2,180   | 2,704   |
| %销售收入          | 7.1%   | 7.3%   | 8.6%   | 9.2%   | 9.6%   | 短期借款           | 125    | 136     | 136    | 20      | 20      |
| 财务费用           | -7     | -9     | -5     | 1      | 7      | 应付款项           | 375    | 476     | 546    | 666     | 805     |
| %销售收入          | 0.4%   | 0.4%   | 0.2%   | 0.0%   | -0.2%  | 其他流动负债         | 76     | 82      | 165    | 124     | 150     |
| 资产减值损失         | -12    | -6     | -9     | -18    | -24    | 流动负债           | 576    | 694     | 846    | 810     | 975     |
| 公允价值变动收益       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 长期贷款           | 20     | 10      | 10     | 10      | 10      |
| 投资收益           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 其他长期负债         | 0      | 9       | 9      | 9       | 9       |
| %税前利润          | 0.1%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 负债             | 596    | 712     | 865    | 829     | 994     |
| 营业利润           | 111    | 163    | 247    | 329    | 420    | 普通股股东权益        | 735    | 818     | 943    | 1,191   | 1,506   |
| 营业利润率          | 6.1%   | 6.7%   | 8.1%   | 8.8%   | 9.3%   | 少数股东权益         | 85     | 99      | 126    | 160     | 204     |
| 营业外收支          | 6      | 12     | 9      | 11     | 10     | 负债股东权益合计       | 1,416  | 1,630   | 1,934  | 2,180   | 2,704   |
| 税前利润           | 117    | 175    | 256    | 339    | 430    |                |        |         |        |         |         |
| 利润率            | 6.5%   | 7.2%   | 8.4%   | 9.1%   | 9.5%   |                |        |         |        |         |         |
| 所得税            | -19    | -30    | -42    | -57    | -71    |                |        |         |        |         |         |
| 所得税率           | 15.9%  | 17.0%  | 16.4%  | 16.7%  | 16.6%  |                |        |         |        |         |         |
| 净利润            | 99     | 145    | 214    | 282    | 359    |                |        |         |        |         |         |
| 少数股东损益         | 13     | 15     | 26     | 35     | 44     |                |        |         |        |         |         |
| 归属于母公司的净利润     | 86     | 130    | 188    | 248    | 315    |                |        |         |        |         |         |
| 净利率            | 4.7%   | 5.3%   | 6.1%   | 6.6%   | 6.9%   |                |        |         |        |         |         |
|                |        |        |        |        |        |                |        |         |        |         |         |
| 现金流量表 (人民币百万元) |        |        |        |        |        | 比率分析           |        |         |        |         |         |
|                | 2010   | 2011   | 2012E  | 2013E  | 2014E  |                | 2010   | 2011    | 2012E  | 2013E   | 2014E   |
| 净利润            | 99     | 145    | 214    | 282    | 359    | 每股指标           |        |         |        |         |         |
| 少数股东损益         | 0      | 0      | 26     | 35     | 44     | 每股收益 (元)       | 0.272  | 0.414   | 0.597  | 0.789   | 1.003   |
| 非现金支出          | 48     | 43     | 47     | 57     | 64     | 每股净资产 (元)      | 2.340  | 2.604   | 3.002  | 3.791   | 4.793   |
| 非经营收益          | 3      | 4      | -1     | -6     | -9     | 每股经营现金净流 (元)   | 0.289  | 0.446   | 0.029  | 0.589   | 0.766   |
| 营运资金变动         | -59    | -53    | -251   | -148   | -173   | 每股股利 (元)       | 0.000  | 0.200   | 0.200  | 0.000   | 0.000   |
| 经营活动现金净流       | 91     | 140    | 36     | 220    | 284    | 回报率            |        |         |        |         |         |
| 资本开支           | 64     | 43     | -3     | -39    | 1      | 净资产收益率         | 11.64% | 15.90%  | 19.90% | 20.82%  | 20.92%  |
| 投资             | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 总资产收益率         | 6.04%  | 7.98%   | 9.71%  | 11.37%  | 11.65%  |
| 其他             | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 投入资本收益率        | 14.31% | 18.18%  | 22.68% | 26.44%  | 30.12%  |
| 投资活动现金净流       | -64    | -43    | 3      | 39     | -1     | 增长率            |        |         |        |         |         |
| 股权募资           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 营业总收入增长率       | 26.64% | 33.94%  | 25.38% | 22.68%  | 21.30%  |
| 债权募资           | -1     | 1      | 0      | -116   | 0      | EBIT增长率        | 21.45% | 37.98%  | 46.18% | 32.24%  | 26.27%  |
| 其他             | -24    | -58    | -8     | -67    | -1     | 净利润增长率         | 46.73% | 52.05%  | 44.23% | 32.09%  | 27.08%  |
| 筹资活动现金净流       | -25    | -57    | -8     | -183   | -1     | 总资产增长率         | 13.81% | 15.11%  | 18.64% | 12.73%  | 24.04%  |
| 现金净流量          | 2      | 41     | 31     | 75     | 283    | 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   | 24.0    | 17.8    |
|                |        |        |        |        |        | 偿债能力           |        |         |        |         |         |
|                |        |        |        |        |        | 净负债/股东权益       | -6.70% | -10.61% | -9.57% | -19.15% | -29.10% |
|                |        |        |        |        |        | EBIT利息保障倍数     | 19.4   | 19.0    | 50.1   | -287.9  | -58.4   |
|                |        |        |        |        |        | 资产负债率          | 42.08% | 43.71%  | 44.73% | 38.02%  | 36.76%  |

来源: 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》         |
| 12 | 2012年5月24日  | 事件点评《继续坚定看好昆明制药的成长》         |
| 13 | 2012年6月13日  | 事件点评《新建血塞通冻干粉针产能，解决中期瓶颈》    |

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。