安信证券 ESSENCE SECURITIES

公司快报/证券研究报告　　昆明制药(600422)

维持评级

制药/医疗保健

未雨绸缪，扩产能迎增长

昆明制药公告点评

评级: 增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格: 22.50 元

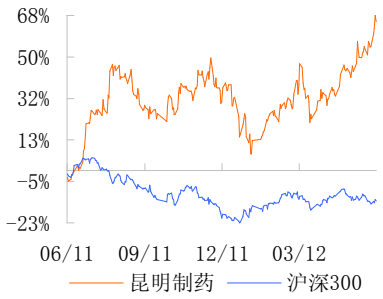
期限: 12 个月　上次预测: 17.80 元

现价（2012 年 06 月 14 日）: 18.33 元

报告日期: 2012-06-15

总市值(百万元)	5,758.85
流通市值(百万元)	5,747.18
总股本(百万股)	314.18
流通股本(百万股)	313.54
12 个月最低/最高	10.55/19.10 元
十大流通股东(%)	57.88%
股东户数	16,786

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	19.60	20.81	79.11
绝对收益	17.42	19.84	65.52

邹敏　首席行业分析师
021-68766073　zoumin@essence.com.cn
执业证书编号　S1450511080003

报告联系人
朱凯旋　021-68766571
zhukx@essence.com.cn

前期研究成果

昆明制药：经营持续向好，低基数凸显成长性　2012-05-02

昆明制药：老树新芽，传统品种再现生命力　2012-04-05

报告关键点:

- 新增7,000万支产能将保障血塞通冻干粉针未来成长
- 基层市场份额向优势品种集中，血塞通满足我们对基药优势品种的定义

报告摘要:

- **血塞通将新建7000万支产能，达产后合计产能过亿支。**公司昨日公告，拟新建年产注射用血塞通冻干粉针7,000万支，预计投资25,798.41万元，其中拟申请银行贷款3000.00万元，其余不足部分由企业自筹解决。此次公司新建血塞通冻干粉针项目是继去年底公司3,000万支产能的血塞通冻干粉针剂车间通过国家GMP认证、并逐步投产之后，公司在产能规划方面又一次意义重大的举措。我们认为，公司去年新增的3,000万支产能解决的是目前血塞通冻干粉针的产能瓶颈问题，而此次新建项目则是应对因血塞通冻干粉针终端需求快速提升所导致的中长期供需矛盾，我们估计目前公司产能大概在4500万支左右，而通过内部统筹调度、精细管理，在今明两年内预计基本可以满足终端销售，但难以支撑之后的增长，公司预计新项目2013年底能够通过国家GMP认证，并逐步释放产能，保障血塞通冻干粉针能够持续快速增长。
- **基层市场份额向优势品种集中，血塞通满足我们对基药优势品种的定义：**独家或类独家，具有基层代理商队伍，较高利润率支持终端的销售推广。我们在中期策略报告中分析：基层市场因为可使用药品品种数量的缩减、大部分基药价格极低导致无利润空间等原因，市场份额向优势品种快速集中。血塞通冻干粉针因其价格相对稳定、具备一定利润空间等品种优势成为受益者。
- **从我们渠道调研的情况来看，血塞通冻干粉针在基层市场呈现快速增长态势，**在基药制度实施顺畅的某些省份，如江苏，我们预计血塞通冻干粉针在去年高速增长的情况下今年仍然增速不减，而湖北的基药采购数据显示，血塞通冻干粉针在基层脑血管中成药市场的份额已经接近一半，种种数据表明血塞通冻干粉针基层放量的趋势已经确立。未来随着基药政策预期转好，如政府对于基层医疗机构进一步补贴到位、基药招标“上下联动”、二三级医院基药使用比例要求等政策得以实质性推进，同时各省份基药招标主要是2011年完成，而其影响集中在2012年体现，我们预计血塞通冻干粉针具备持续高增长的潜力。
- **盈利预测及投资评级：**，公司整体上，血塞通系列全国市场潜力逐渐释放，同时终端数据反馈公司血塞通系列在基层市场增长超过我们之前预期，因此我们上调了公司盈利预测，2012-2014年EPS分别为0.62元、0.83元和1.07元（之前预测分别为0.59元、0.78元和0.98元），12个月目标价为22.50元。维持“增持-A”的投资评级。
- **风险提示：**未来络泰血塞通可能降价的风险，未来执行流通差价率对于公司营销模式的挑战，各地招标的不确定性

财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,817.2	2,434.0	2,999.3	3,566.7	4,249.0
Growth(%)	*26.6%*	*33.9%*	*23.2%*	*18.9%*	*19.1%*
净利润	85.6	130.1	194.9	260.7	336.1
Growth(%)	*46.7%*	*52.1%*	*49.8%*	*33.8%*	*28.9%*
毛利率(%)	32.4%	29.6%	32.5%	33.9%	35.1%
净利润率(%)	4.7%	5.3%	6.5%	7.3%	7.9%
每股收益(元)	0.27	0.41	0.62	0.83	1.07
每股净资产(元)	2.34	2.60	3.10	3.76	4.62
市盈率	67.3	44.3	29.5	22.1	17.1
市净率	7.8	7.0	5.9	4.9	4.0
净资产收益率(%)	12.0%	15.9%	20.2%	22.1%	23.2%
ROIC(%)	15.3%	20.3%	27.7%	33.1%	37.8%
EV/EBITDA	28.5	22.3	18.7	14.1	10.9
股息收益率	0.3%	0.8%	0.7%	0.9%	1.2%

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2012-06-13

利润表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	**1,817.2**	**2,434.0**	**2,999.3**	**3,566.7**	**4,249.0**
减: 营业成本	1,228.2	1,712.7	2,025.6	2,357.9	2,756.5
营业税费	9.9	14.8	18.2	21.6	25.8
销售费用	338.4	394.5	510.8	617.3	751.0
管理费用	111.1	133.3	171.4	207.0	250.9
财务费用	6.7	9.4	5.1	4.6	3.5
资产减值损失	11.8	6.2	7.5	7.5	7.5
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	0.1	-	-	-	-
营业利润	**111.2**	**163.2**	**260.7**	**350.8**	**453.8**
加: 营业外净收支	6.2	12.0	6.0	6.0	6.0
利润总额	**117.4**	**175.2**	**266.7**	**356.8**	**459.8**
减: 所得税	18.7	29.7	45.2	60.5	78.0
净利润	**85.6**	**130.1**	**194.9**	**260.7**	**336.1**
资产负债表	**2010**	**2011**	**2012E**	**2013E**	**2014E**
货币资金	199.9	243.3	338.3	477.1	659.4
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	308.1	356.6	449.7	534.8	625.5
应收票据	75.5	80.6	102.7	122.1	145.5
预付帐款	64.9	63.7	63.7	63.7	63.7
存货	330.7	387.7	461.6	537.3	628.2
其他流动资产	-	11.6	15.1	19.8	27.4
可供出售金融资产	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	3.0	3.0	4.0	4.0	4.0
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	266.4	300.7	288.2	282.7	275.2
在建工程	12.5	9.9	20.9	38.2	51.1
无形资产	24.2	25.3	24.3	23.4	22.7
其他非流动资产	104.5	112.9	108.0	109.7	110.5
资产总额	**1,416.0**	**1,629.9**	**1,906.9**	**2,243.3**	**2,643.7**
短期债务	111.0	116.0	114.8	113.2	110.9
应付帐款	238.5	339.2	388.5	452.2	513.5
应付票据	69.2	61.1	83.2	96.9	113.3
其他流动负债	129.4	157.5	183.5	208.2	236.4
长期借款	20.0	10.0	20.0	30.0	40.0
其他非流动负债	0.1	8.6	11.2	14.7	20.2
负债总额	**595.8**	**712.4**	**810.6**	**918.9**	**1,031.2**
少数股东权益	**84.9**	**99.3**	**123.3**	**155.3**	**196.5**
股本	314.2	314.2	314.2	314.2	314.2
留存收益	421.1	504.0	659.8	868.4	1,137.3
股东权益	**820.2**	**917.5**	**1,097.3**	**1,337.9**	**1,648.0**
现金流量表	**2010**	**2011**	**2012E**	**2013E**	**2014E**
净利润	98.7	145.5	194.9	260.7	336.1
加: 折旧和摊销	36.4	37.1	38.5	40.3	42.6
资产减值准备	11.8	6.2	7.5	7.5	7.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	8.2	10.5	5.1	4.6	3.5
投资收益	-0.1	-	-	-	-
少数股东损益	13.1	15.3	26.6	35.6	45.8
营运资金的变动	-60.2	-75.8	-95.0	-87.1	-108.3
经营活动产生现金流量	**90.8**	**140.2**	**177.6**	**261.6**	**327.1**
投资活动产生现金流量	**-63.9**	**-42.6**	**-37.9**	**-53.0**	**-50.0**
融资活动产生现金流量	**-24.9**	**-56.5**	**-40.4**	**-48.3**	**-63.0**

财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
成长性					
营业收入增长率	26.6%	33.9%	23.2%	18.9%	19.1%
营业利润增长率	49.1%	46.7%	59.8%	34.5%	29.4%
净利润增长率	46.7%	52.1%	49.8%	33.8%	28.9%
EBITDA 增长率	27.2%	35.4%	45.7%	30.0%	26.3%
EBIT 增长率	38.3%	46.4%	54.0%	33.6%	28.7%
NOPLAT 增长率	35.8%	47.0%	46.3%	32.7%	28.1%
投资资本增长率	11.0%	6.9%	11.1%	12.1%	13.3%
净资产增长率	11.1%	11.9%	19.6%	21.9%	23.2%
利润率					
毛利率	32.4%	29.6%	32.5%	33.9%	35.1%
营业利润率	6.1%	6.7%	8.7%	9.8%	10.7%
净利润率	4.7%	5.3%	6.5%	7.3%	7.9%
EBITDA/营业收入	8.5%	8.6%	10.1%	11.1%	11.8%
EBIT/营业收入	6.5%	7.1%	8.9%	10.0%	10.8%
运营效率					
固定资产周转天数	54	42	35	29	24
流动营业资本周转天数	58	50	47	49	50
流动资产周转天数	177	157	155	161	165
应收帐款周转天数	46	41	40	41	41
存货周转天数	62	54	52	52	50
总资产周转天数	263	225	212	209	207
投资资本周转天数	144	117	104	97	92
投资回报率					
ROE	12.0%	15.9%	20.2%	22.1%	23.2%
ROA	7.0%	8.9%	11.6%	13.2%	14.4%
ROIC	15.3%	20.3%	27.7%	33.1%	37.8%
费用率					
销售费用率	18.6%	16.2%	17.0%	17.3%	17.7%
管理费用率	6.1%	5.5%	5.7%	5.8%	5.9%
财务费用率	0.4%	0.4%	0.2%	0.1%	0.1%
三费/营业收入	25.1%	22.1%	22.9%	23.2%	23.7%
偿债能力					
资产负债率	42.1%	43.7%	42.5%	40.7%	38.5%
负债权益比	72.6%	77.6%	73.9%	68.7%	62.6%
流动比率	1.70	1.65	1.84	2.01	2.21
速动比率	1.11	1.08	1.23	1.38	1.55
利息保障倍数	17.66	18.30	51.76	78.05	130.73
分红指标					
DPS(元)	0.05	0.15	0.12	0.17	0.21
分红比率	18.4%	36.2%	20.0%	20.0%	20.0%
股息收益率	0.3%	0.8%	0.7%	0.9%	1.2%
业绩和估值指标	**2010**	**2011**	**2012E**	**2013E**	**2014E**
EPS(元)	0.27	0.41	0.62	0.83	1.07
BVPS(元)	2.34	2.60	3.10	3.76	4.62
PE(X)	67.3	44.3	29.5	22.1	17.1
PB(X)	7.8	7.0	5.9	4.9	4.0
P/FCF	674.4	73.4	53.0	33.6	25.0
P/S	3.2	2.4	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	28.5	22.3	18.7	14.1	10.9
CAGR(%)	44.3%	38.0%	28.7%	26.3%	23.7%
PEG	1.5	1.2	1.0	0.8	0.7
ROIC/WACC	1.5	2.0	2.8	3.3	3.8
REP	3.7	2.8	2.2	1.6	1.2

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

邹敏，首席行业分析师。毕业于南京大学生物工程系，上海交通大学 MBA。4 年医药行业工作经历和 6 年证券研究经历。2011 年 6 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

邹敏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	**上海联系人**	**朱贤**	**上海联系人**
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	**上海联系人**	**张勤**	**上海联系人**
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
凌洁	**上海联系人**	**潘冬亮**	**北京联系人**
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	**北京联系人**	**周蓉**	**北京联系人**
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
胡珍	**深圳联系人**	**李国瑞**	**深圳联系人**
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034