

昆明制药 (600422.SH)
中报预增 30-50%，看好持续成长

 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

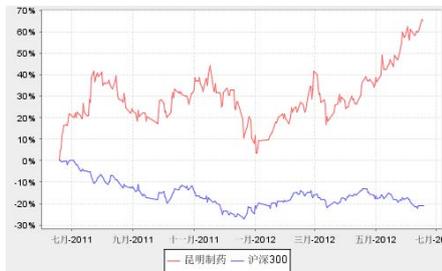
生物医药小组

qiuqq@r.qlzq.com.cn

2012年7月4日

基本状况

总股本(百万股)	314.18
流通股本(百万股)	313.70
市价(元)	19.28
市值(百万元)	6057.31
流通市值(百万元)	6048.17

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	32.14	24.33	19.15
PEG	1.09	0.69	0.73	0.76	0.71
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	6.40	5.07	4.01
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:** 7月5日, 昆明制药公告: 预计2012年上半年净利润同比增长30-50%。
- **点评:**
 - 由于公司今年1季度净利润同比增长**88.46%**, 因此上半年预增**30-50%**略低于我们对上半年的盈利预测; 由于终端调研显示公司主导产品**血栓通冻干粉针**和**天麻素水针**的销售情况很好, 因此我们对今年全年净利润增长**44%**的预测有信心。
 - 另外, 公司去年公告拟进行的公开增发, 我们预计可能在今年年底或明年上半年完成。
 - 如果公开增发顺利完成, 我们预计新建**7000万支**血栓通冻干粉针产能项目和公开增发募投项目将有助于公司业绩和估值的提升。
- **继续看好优势品种在营销和政策的推动双重推动下迅速放量:** 络泰®血栓通冻干粉针, 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; 天眩清®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。

	2009年	2010年	2011年
血栓通冻干粉针200mg和400mg品规合计销量(万支)	765	1460	2395

- **新建产能将解决中期瓶颈:** 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。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。股东大会已经审议通过新建7000万支产能新线,将解决中期瓶颈。
- **预计公开增发可能今年底或明年上半年完成:** 2012年6月14日《昆明制药集团股份有限公司2012年度关联交易调整公告》显示:因1995年股份制改制时,原昆明制药厂的土地资产没有注入到公司,公司租赁云南昆药生活服务股份有限公司的土地。公司地上资产和所使用的土地权属相分离,资产完整性存在瑕疵。2011年公司六届二十六次董事会审议通过收购云南昆药生活服务股份有限公司100%股权意向书的议案,拟通过现金收购云南昆药生活服务股份有限公司100%股权的方式解决资产完整性问题,该项工作尚在推进中。从我国证券发行规则的角度来看,我们估计公司需要先解决土地权属的问题,才能向证监会申报材料,根据目前审批的速度,我们预计如果顺利的话公开增发有望于今年底或明年上半年完成。如果公开增发顺利完成,我们预计新建7000万支血塞通冻干粉针产能项目和公开增发募投项目将有助于公司业绩和估值的提升。
- **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,保持“买入”评级。我们预测2012-2014年EPS分别为0.60、0.79、1.00元,目标价区间20.18-22.67元。
- **风险因素:**
 - 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。
 - 行政审批进程的不确定性。

图表 1: 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	3,744	4,541
增长率	26.6%	33.9%	25.4%	22.7%	21.3%
营业成本	-1,228	-1,713	-2,113	-2,575	-3,110
% 销售收入	67.6%	70.4%	69.2%	68.8%	68.5%
毛利	589	721	939	1,169	1,431
% 销售收入	32.4%	29.6%	30.8%	31.2%	31.5%
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	-607	-736
% 销售收入	18.6%	16.2%	16.2%	16.2%	16.2%
管理费用	-111	-133	-165	-195	-232
% 销售收入	6.1%	5.5%	5.4%	5.2%	5.1%
息税前利润 (EBIT)	130	179	261	346	436
% 销售收入	7.1%	7.3%	8.6%	9.2%	9.6%
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	-18	-24
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	329	420
营业利润率	6.1%	6.7%	8.1%	8.8%	9.3%
营业外收支	6	12	9	11	10
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%

资产负债表 (人民币百万元)					
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	200	243	248	289	528
应收款项	384	437	690	847	1,027
存货	331	388	452	550	665
其他流动资产	65	75	90	107	127
流动资产	979	1,143	1,480	1,793	2,346
% 总资产	69.1%	70.2%	76.5%	82.2%	86.8%
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%	8.1%
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%	13.2%
资产总计	1,416	1,630	1,934	2,180	2,704
短期借款	125	136	136	20	20
应付款项	375	476	546	666	805
其他流动负债	76	82	165	124	150
流动负债	576	694	846	810	975
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	829	994
普通股股东权益	735	818	943	1,191	1,506
少数股东权益	85	99	126	160	204
负债股东权益合计	1,416	1,630	1,934	2,180	2,704

比率分析					
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标					
每股收益 (元)	0.272	0.414	0.597	0.789	1.003
每股净资产 (元)	2.340	2.604	3.002	3.791	4.793
每股经营现金流 (元)	0.289	0.446	0.029	0.589	0.766
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%	20.82%	20.92%
总资产收益率	6.04%	7.98%	9.71%	11.37%	11.65%
投入资本收益率	14.31%	18.18%	22.68%	26.44%	30.12%
增长率					
营业总收入增长率	26.64%	33.94%	25.38%	22.68%	21.30%
EBIT 增长率	21.45%	37.98%	46.18%	32.24%	26.27%
净利润增长率	46.73%	52.05%	44.23%	32.09%	27.08%
总资产增长率	13.81%	15.11%	18.64%	12.73%	24.04%
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%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	99	145	214	282	359
少数股东损益	0	0	26	35	44
非现金支出	48	43	47	57	64
非经营收益	3	4	-1	-6	-9
营运资金变动	-59	-53	-251	-148	-173
经营活动现金净流	91	140	36	220	284
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	75	283

来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 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》
14	2012 年 7 月 4 日	事件点评《中报预增 30-50%，看好持续成长》

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。