

核心产品强劲增长，业绩释放不徐不疾

昆明制药 2012 年中报点评

报告关键点:

- 核心产品强劲增长，中期业绩符合预期。
- 血塞通“基药独家+高利润率+推广队伍”的增长逻辑不变，持续增长可期。
- 公司更倾向于稳健、持续的增长节奏，业绩释放不徐不疾。

报告摘要:

- 核心产品强劲增长，中期业绩符合预期。**中报实现收入、净利润分别为14.9、0.80亿元，同比增长分别为38.6%、42.6%，扣非净利润0.77亿元，扣非EPS0.25元，同比增长42.9%，符合我们预期。经营性现金流0.53亿元，同比增长142.2%；核心产品强劲增长：血塞通冻干粉针、天麻素注射液、血塞通软胶囊分别同比增长100%、47%、52%，上半年天然植物药、医药商业收入保持较高的增速，同比增长分别为78.0%、46.0%，而化学制剂（子公司贝克诺顿）因同口径变动而降幅较大，同比下降31.5%，但净利同比增长25.9%，影响相对有限。
- 公司倾向于稳健增长，业绩释放不徐不疾。**母公司（主要生产血塞通粉针、天眩清和蒿甲醚）上半年收入、净利分别增长69.5%、48.0%，二季度毛利率环比增加16.2PPT至60.6%，同时销售费用率环比增加11.3PPT至39.4%，我们认为毛利率的提高一则是产品结构的变化，高毛利品种（血塞通冻干粉针）占比提高；二则是公司为应对药品流通领域改革而在逐步提高开票的比例。我们判断公司追求稳健、可持续的快速增长，在业绩的释放节奏上有所控制，二季度费用计提较充分。
- 血塞通冻干粉针增长逻辑不变，天眩清等品种深具潜力。**我们认为血塞通冻干粉针增长逻辑较确定：未来基层市场在保持持续增长同时，其份额向优势品种集中，而血塞通冻干粉针具备基药优势品种的特性：1) 独家或类独家，价格相对稳定；2) 具有基层推广队伍；3) 具有较高利润率支持终端的销售推广；同时公司新建血塞通冻干粉针7,000万支产能，预计新项目2013年底能够通过国家GMP认证，保障了该产品高增长所需的生产能力。天眩清注射液是同类天麻素产品中唯一享受优质优价的产品，相对优势明显；血塞通软胶囊同样属于类独家品种，随着其陆续进入各地地方医保，公司组建专职口服制剂营销队伍重点推广，队伍调整后市场表现突出。
- 激励机制不断完善，内生性增长动力强劲。**公司于2009年推出一整套针对高管和中层以上管理人员的激励机制，正向激励作用显著，预计公司在之前的股权激励完成后，将制定新的三年激励计划，进一步引领公司的发展。
- 调低2012年EPS预测，维持投资评级和12个月目标价22.50元。**考虑到公司对业绩释放节奏的控制，我们调整2012 EPS预测至0.58元（原0.62元），维持2013-2014年的EPS预测0.83、1.07元，净利润增速分别为40%、43.0%、28.9%。重申“增持-A”评级。
- 风险提示：**络泰血塞通可能降价的风险，药品流通改革对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	2,967.0	3,541.4	4,218.0
Growth(%)	26.6%	33.9%	21.9%	19.4%	19.1%
净利润	85.6	130.1	182.2	260.5	335.7
Growth(%)	46.7%	52.1%	40.0%	43.0%	28.9%
毛利率(%)	32.4%	29.6%	31.9%	33.8%	35.1%
净利润率(%)	4.7%	5.3%	6.1%	7.4%	8.0%
每股收益(元)	0.27	0.41	0.58	0.83	1.07
每股净资产(元)	2.34	2.60	3.10	3.76	4.62
市盈率	69.9	45.9	32.8	23.0	17.8
市净率	8.1	7.3	6.1	5.1	4.1
净资产收益率(%)	12.0%	15.9%	18.9%	22.1%	23.2%

敬请阅读本报告正文后各项声明

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: 22.50元

现价(2012年08月14日): 18.76元

报告日期:

2012-08-15

总市值(百万元)	5,893.94
流通市值(百万元)	5,885.05
总股本(百万股)	314.18
流通股本(百万股)	313.70
12个月最低/最高	11.77/19.95元
十大流通股东(%)	57.85%
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	5.28	28.30	35.52
绝对收益	1.46	18.42	17.49

邹敏

021-68766073
执业证书编号

首席行业分析师

zoumin@essence.com.cn
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: 未雨绸缪, 扩产能迎增长
2012-06-15
- 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

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2012-08-14
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
利润表						2010	2011	2012E	2013E	2014E	
营业收入	1,817.2	2,434.0	2,967.0	3,541.4	4,218.0	成长性					
减: 营业成本	1,228.2	1,712.7	2,020.6	2,342.6	2,737.9	营业收入增长率	26.6%	33.9%	21.9%	19.4%	19.1%
营业税费	9.9	14.8	18.0	21.5	25.6	营业利润增长率	49.1%	46.7%	49.1%	44.0%	29.4%
销售费用	338.4	394.5	503.5	610.0	742.2	净利润增长率	46.7%	52.1%	40.0%	43.0%	28.9%
管理费用	111.1	133.3	168.9	204.7	248.1	EBITDA 增长率	27.2%	35.4%	37.4%	37.8%	26.3%
财务费用	6.7	9.4	5.2	4.6	3.5	EBIT 增长率	38.3%	46.4%	44.0%	42.9%	28.7%
资产减值损失	11.8	6.2	7.5	7.5	7.5	NOPLAT 增长率	35.8%	47.0%	37.0%	41.6%	28.1%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	11.0%	6.9%	11.0%	10.8%	11.3%
投资和汇兑收益	0.1	-	-	-	-	净资产增长率	11.1%	11.9%	19.6%	21.9%	23.2%
营业利润	111.2	163.2	243.3	350.4	453.3	利润率					
加: 营业外净收支	6.2	12.0	6.0	6.0	6.0	毛利率	32.4%	29.6%	31.9%	33.8%	35.1%
利润总额	117.4	175.2	249.3	356.4	459.3	营业利润率	6.1%	6.7%	8.2%	9.9%	10.7%
减: 所得税	18.7	29.7	42.3	60.4	77.9	净利润率	4.7%	5.3%	6.1%	7.4%	8.0%
净利润	85.6	130.1	182.2	260.5	335.7	EBITDA/营业收入	8.5%	8.6%	9.7%	11.2%	11.8%
资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	EBIT/营业收入	6.5%	7.1%	8.4%	10.0%	10.8%
货币资金	199.9	243.3	340.2	493.0	699.7	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	54	42	36	29	24
应收账款	308.1	356.6	444.9	531.0	620.9	流动营业资本周转天数	58	50	47	49	50
应收票据	75.5	80.6	101.6	121.3	144.5	流动资产周转天数	177	157	156	162	168
预付帐款	64.9	63.7	63.7	63.7	63.7	应收帐款周转天数	46	41	40	41	41
存货	330.7	387.7	460.5	533.9	623.9	存货周转天数	62	54	53	52	50
其他流动资产	-	11.6	14.9	19.7	27.2	总资产周转天数	263	225	214	211	210
可供出售金融资产	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5	投资资本周转天数	144	117	105	97	91
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	3.0	3.0	4.0	4.0	4.0	ROE	12.0%	15.9%	18.9%	22.1%	23.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	7.0%	8.9%	10.9%	13.2%	14.3%
固定资产	266.4	300.7	288.2	282.7	275.2	ROIC	15.3%	20.3%	26.0%	33.1%	38.3%
在建工程	12.5	9.9	20.9	38.2	51.1	费用率					
无形资产	24.2	25.3	24.3	23.4	22.7	销售费用率	18.6%	16.2%	17.0%	17.2%	17.6%
其他非流动资产	104.5	112.9	108.0	109.7	110.5	管理费用率	6.1%	5.5%	5.7%	5.8%	5.9%
资产总额	1,416.0	1,629.9	1,901.5	2,251.0	2,673.9	财务费用率	0.4%	0.4%	0.2%	0.1%	0.1%
短期债务	111.0	116.0	116.0	116.0	116.0	三费/营业收入	25.1%	22.1%	22.8%	23.1%	23.6%
应付帐款	238.5	339.2	387.5	449.3	510.1	偿债能力					
应付票据	69.2	61.1	83.0	96.3	112.5	资产负债率	42.1%	43.7%	42.5%	40.7%	38.5%
其他流动负债	129.4	157.5	183.3	207.9	235.9	负债权益比	72.6%	77.6%	73.9%	68.6%	62.6%
长期借款	20.0	10.0	20.0	30.0	40.0	流动比率	1.70	1.65	1.83	2.02	2.24
其他非流动负债	0.1	8.6	11.0	14.6	20.1	速动比率	1.11	1.08	1.23	1.39	1.59
负债总额	595.8	712.4	810.6	918.0	1,031.8	利息保障倍数	17.66	18.30	48.13	77.43	132.11
少数股东权益	84.9	99.3	123.2	155.2	196.5	分红指标					
股本	314.2	314.2	314.2	314.2	314.2	DPS(元)	0.05	0.15	0.52	0.17	0.21
留存收益	421.1	504.0	659.6	868.2	1,137.0	分红比率	18.4%	36.2%	89.7%	20.0%	20.0%
股东权益	820.2	917.5	1,097.0	1,337.6	1,647.7	股息收益率	0.3%	0.8%	2.7%	0.9%	1.1%
现金流量表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	98.7	145.5	182.2	260.5	335.7	EPS(元)	0.27	0.41	0.58	0.83	1.07
加: 折旧和摊销	36.4	37.1	38.5	40.3	42.6	BVPS(元)	2.34	2.60	3.10	3.76	4.62
资产减值准备	11.8	6.2	7.5	7.5	7.5	PE(X)	69.9	45.9	32.8	23.0	17.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.1	7.3	6.1	5.1	4.1
财务费用	8.2	10.5	5.2	4.6	3.5	P/FCF	700.1	76.2	57.9	34.9	25.6
投资收益	-0.1	-	-	-	-	P/S	3.3	2.5	2.0	1.7	1.4
少数股东损益	13.1	15.3	24.8	35.5	45.8	EV/EBITDA	28.5	22.3	20.6	14.7	11.3
营运资金的变动	-60.2	-75.8	-88.9	-88.6	-107.4	CAGR(%)	44.2%	37.9%	31.6%	26.3%	23.8%
经营活动产生现金流量	90.8	140.2	169.3	259.8	327.7	PEG	1.6	1.2	1.0	0.9	0.7
投资活动产生现金流量	-63.9	-42.6	-37.9	-53.0	-50.0	ROIC/WACC	1.5	2.0	2.6	3.3	3.9
融资活动产生现金流量	-24.9	-56.5	-163.7	-46.7	-60.6	REP	3.7	2.8	2.5	1.7	1.3

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
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@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