

新建植物原料药生产基地，配合未来产能释放

昆明制药公告点评

报告关键点:

- 公司募投项目有所调整。
- 公司新建天然植物原料药生产基地，提升原料药提取产能。
- 新一届董事会及管理履新，预计公司未来三年稳健增长。

报告摘要:

- 公司募投项目有所调整。**公司近日公告：为保证增发工作顺利实施，拟延长公司公开增发人民币普通股（A股）股票方案有效期一年至2013年11月8日，同时将募投项目“国际化制剂项目”（新建蒿甲醚注射液生产线，年产0.5ml蒿甲醚注射液1200万支、1ml蒿甲醚注射液4800万支，项目总投资为1.12亿元）变更为“高技术针剂示范项目”（新建高技术针剂示范项目，年产注射用血塞通冻干粉7000万只，预计项目总投资为2.58亿元，之前公告称通过银行贷款和自筹方式解决资金问题）的预案，对比前后募投方案，调整后方案增加了“小容量注射剂扩产项目”的投资额，加上项目变更的影响，项目总投资额略有增长，但公司计划募集资金规模不变，仍为7个亿。我们认为公司此次调整主要基于市场动态变化，调整产品结构，积极推进大品种战略，实现资源优化配置及效益最大化。确保核心品种络泰血塞通冻干的中长期发展。
- 公司新建天然植物原料药生产基地，提升原料药产能。**公司同时公告在呈贡七甸工业园区投资建设公司天然植物原料药创新基地，满足公司的天然植物原料药的市场需求。此次新建基地涉及三七总皂苷、灯银脑通胶囊原料提取物、银芩胶囊原料提取物三个品种，建设规模分别为80、13.2、13.2吨/年，我们认为新建基地主要是为公司的募投项目进行配套，应对未来的产能扩增。
- 新一届董事会及管理履新，预计公司未来三年稳健增长。**公司还公告选举产生第七届董事会及管理层，新一届董事会仍以上一届为核心，选举何勤为第七届董事会董事长，刘会疆、林家宏为副董事长，徐朝能为董事会秘书；同时聘任袁平东为公司总裁，聘任徐朝能、董少瑜、林钟展、刘鹏为公司副总裁。我们认为新一届董事会和管理层履新后，将进一步推动公司内部营销改革，调整销售组织架构，整合现有渠道进行精细化管理，持续强化成本控制、降低费用和学术营销方面的工作力度。
- 维持盈利预测、维持投资评级和12个月目标价22.50元。**考虑到公司经营面仍然强劲，同时明年三七药材价格下跌是大概率事件，我们暂时维持2012-2014年的EPS预测0.54、0.78、1.00元，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	168.2	244.8	315.0
Growth(%)	46.7%	52.1%	29.2%	45.6%	28.7%
毛利率(%)	32.4%	29.6%	31.9%	33.8%	35.1%
净利润率(%)	4.7%	5.3%	5.7%	6.9%	7.5%
每股收益(元)	0.27	0.41	0.54	0.78	1.00
每股净资产(元)	2.34	2.60	3.10	3.76	4.62
市盈率	71.0	46.7	36.2	24.8	19.3
市净率	8.3	7.4	6.2	5.1	4.2
净资产收益率(%)	12.0%	15.9%	17.4%	20.8%	21.7%
ROIC(%)	15.3%	20.3%	24.0%	31.4%	36.1%

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

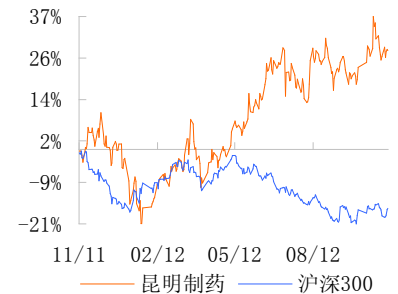
现价(2012年11月02日): 19.20元

报告日期:

2012-11-05

总市值(百万元)	6,032.18
流通市值(百万元)	6,023.07
总股本(百万股)	314.18
流通股本(百万股)	313.70
12个月最低/最高	11.77/21.19元
十大流通股股东(%)	53.96%
股东户数	12,172

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.24	4.23	44.36
绝对收益	3.84	2.23	27.83

邹敏

021-68766073
执业证书编号

吴永强

010-66581629
执业证书编号

陈宁浦

021-68765361
执业证书编号

首席行业分析师

zoumin@essence.com.cn
S1450511080003

行业分析师

wuyyq@essence.com.cn
S1450512060001

行业分析师

chennp2@essence.com.cn
S1450512080006

报告联系人

朱凯旋

021-68766571
zhukx@essence.com.cn

前期研究成果

昆明制药: 工业销售费用率提高显著

2012-10-30

昆明制药: 追求更可持续的业绩增长

2012-09-12

昆明制药: 核心产品强劲增长, 业绩释放不徐不疾

2012-08-15

表 1 变更后的募投项目明细

序号	项目名称	实施主体	项目总投资额 (万元)
1	高技术针剂示范项目	昆明制药	25,798.41
2	小容量注射剂扩产项目	昆明制药	30,451.78
3	创新药物研发项目	昆明制药	9,657.73
4	中药现代化基地建设	昆明中药厂	33,011.26
合计			98,919.18

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

表 2 变更前的募投项目明细

序号	项目名称	实施主体	项目总投资额 (万元)
1	国际化制剂提产扩能项目	昆明制药	11,250.90
2	小容量注射液生产线扩产提能项目	昆明制药	22,950.24
3	技术中心创新能力建设项目	昆明制药	9,657.73
4	中药现代化提产扩能建设项目	昆明中药厂	33,011.26
合计			92,757.93

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2012-10-29
						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%	37.3%	46.8%	29.2%
销售费用	338.4	394.5	522.8	631.6	770.5	净利润增长率	46.7%	52.1%	29.2%	45.6%	28.7%
管理费用	111.1	133.3	168.9	204.7	248.1	EBITDA 增长率	27.2%	35.4%	28.2%	39.6%	26.0%
财务费用	6.7	9.4	5.1	4.5	3.4	EBIT 增长率	38.3%	46.4%	32.8%	45.5%	28.5%
资产减值损失	11.8	6.2	7.5	7.5	7.5	NOPLAT 增长率	35.8%	47.0%	26.7%	44.1%	27.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	11.0%	6.9%	10.3%	11.0%	11.2%
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	224.1	328.9	425.1	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	230.1	334.9	431.1	营业利润率	6.1%	6.7%	7.6%	9.3%	10.1%
减: 所得税	18.7	29.7	39.0	56.8	73.1	净利润率	4.7%	5.3%	5.7%	6.9%	7.5%
净利润	85.6	130.1	168.2	244.8	315.0	EBITDA/营业收入	8.5%	8.6%	9.0%	10.6%	11.2%
资产负债表						2010	2011	2012E	2013E	2014E	
货币资金	199.9	243.3	346.3	497.6	705.2	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	163	169
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	215	212	211
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	104	97	90
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%	17.4%	20.8%	21.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	7.0%	8.9%	10.0%	12.3%	13.4%
固定资产	266.4	300.7	288.2	282.7	275.2	ROIC	15.3%	20.3%	24.0%	31.4%	36.1%
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%	17.6%	17.8%	18.3%
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	1,907.6	2,255.6	2,679.5	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%	23.5%	23.7%	24.2%
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	1.84	2.02	2.25
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	1.40	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	44.66	73.59	125.76
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	0.16	0.20
留存收益	421.1	504.0	659.6	868.2	1,137.0	分红比率	18.4%	36.2%	97.2%	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%	0.8%	1.0%
现金流量表						2010	2011	2012E	2013E	2014E	
净利润	98.7	145.5	168.2	244.8	315.0	业绩和估值指标					
加: 折旧和摊销	36.4	37.1	38.5	40.3	42.6	EPS(元)	0.27	0.41	0.54	0.78	1.00
资产减值准备	11.8	6.2	7.5	7.5	7.5	BVPS(元)	2.34	2.60	3.10	3.76	4.62
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	71.0	46.7	36.2	24.8	19.3
财务费用	8.2	10.5	5.1	4.5	3.4	PB(X)	8.3	7.4	6.2	5.1	4.2
投资收益	-0.1	-	-	-	-	P/FCF	711.9	77.5	68.2	39.1	28.6
少数股东损益	13.1	15.3	22.9	33.4	43.0	P/S	3.3	2.5	2.0	1.7	1.4
营运资金的变动	-60.2	-75.8	-88.9	-88.6	-107.4	EV/EBITDA	28.5	22.3	22.4	15.8	12.2
经营活动产生现金流量	90.8	140.2	153.3	241.9	304.1	CAGR(%)	41.3%	35.0%	35.2%	30.3%	31.9%
投资活动产生现金流量	-63.9	-42.6	-37.9	-53.0	-50.0	PEG	1.7	1.3	1.0	0.8	0.6
融资活动产生现金流量	-24.9	-56.5	-163.7	-43.5	-56.4	ROIC/WACC	1.5	2.0	2.4	3.2	3.6
						REP	3.7	2.8	2.8	1.9	1.4

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。

吴永强，安信证券医药行业分析师。中国药科大学中药制药学士，中国药科大学微生物与生化药学硕士，武汉生物制品研究所医学免疫学博士。1 年证券行业研究经验，9 年医药行业从业经验。2011 年 3 月加盟安信证券研究中心。

陈宁浦，行业分析师。华中科技大学医学信息管理与信息系统学士，上海财经大学统计学硕士。2010 年 7 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

邹敏、吴永强、陈宁浦分别声明，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

潘艳	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766516	panyan@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
南方	上海联系人	梁涛	上海联系人
010-59113572	nanfang@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
刘凯	北京联系人	律焯	深圳联系人
	coskai2@163.com	0755-82558076	lvye@essence.com.cn
沈成效	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558059	shencx@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
范洪群	深圳联系人		
0755-82558044	fanhq@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