

中药
署名人: 余方升
S0960511090002
021-52286447
yufangsheng@cjis.cn

6-12个月目标价: 24.00元

当前股价: 17.83元

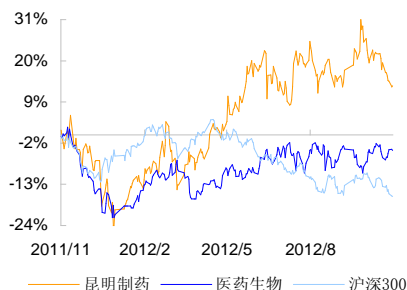
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2008.92
总股本(百万)	314
流通股本(百万)	313
流通市值(亿)	55
EPS	0.41
每股净资产(元)	2.60
资产负债率	43.71%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
昆明制药	-12.47	-4.86	12.07
医药生物	-7.87	-5.68	0.47
沪深300指数	-7.19	-6.42	-15.89



相关报告

昆明制药 - 整体经营状况良好, 费用率有所增加 2012-10-30
昆明制药 - 股权激励计划延续, 驱动业绩持续稳步成长 2012-09-12
昆明制药 - 血塞通放量将驱动业绩持续快速增长 2012-08-15

昆明制药

600422

推荐

粉针继续放量趋势不变, 新产能明年底有望释放

近日我们与公司管理层就经营情况进行了沟通。

投资要点:

- **血塞通粉针继续放量的态势不变。**前9月粉针销量实现了翻番增长, 江苏、四川、河南等地区增速比较快。目前增量来源主要是二级医院, 未来公司计划将重点向县级基层医院推广。广东、浙江、北京、陕西、安徽等地销量较少, 是未来公司有待加强拓展的地区。从市场竞争格局和潜在需求空间来看, 我们估计明年血塞通粉针的增速仍有望达到50%以上;
- **新产能明年底有望释放。**由于2013年1月前粉针剂老厂房还可以继续生产, 加上现有新厂房3000万支产能, 今年产量将超过4000万支, 但明显不能满足今后需求。目前再次新建的7000万支产能开始土建, 规划是2013年8月建成, 12月底前投产, 届时将会较好的缓解供需紧张状况;
- **二、三线品种整体经营有改善空间。**天眩清今年以来增长约50%, 作为优质优价品种, 各地中标价较好, 未来市场需求还比较大。三七价格明后年有望大幅回落, 届时血塞通水针、软胶囊品种毛利率可望有明显改善。化学药和中药厂业务增长比较稳定, 分别在品种资源、营销实力方面需要继续改善;
- **公开增发方案明年将实施。**增发土地方面的事情10月已经解决, 11月20日股东会通过了修改后的募投方案, 原国际化制剂项目改为高技术针剂示范项目, 近期将上报证监会, 明年上半年有望获批;
- **维持推荐评级。**我们预计公司12-14年EPS分别为0.60、0.82和1.09元, 同比分别增长约45%、36%和33%, 维持推荐的投资评级。

风险提示: 主导产品市场竞争比较激烈。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2434	3149	3979	4820
收入同比(%)	34%	29%	26%	21%
归属母公司净利润	130	189	258	343
净利润同比(%)	52%	45%	36%	33%
毛利率(%)	29.6%	27.5%	27.2%	27.2%
ROE(%)	15.9%	20.0%	23.0%	25.7%
每股收益(元)	0.41	0.60	0.82	1.09
P/E	43.05	29.61	21.70	16.33
P/B	6.85	5.93	5.00	4.19
EV/EBITDA	27	18	13	10

资料来源: 中投证券研究总部

附表 1: 昆明制药分业务预测 (单位: 百万)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012E	2013E	2014E
营业收入						
天然植物药:	578.89	713.63	960.00	1296.76	1600.88	1917.79
三七类	---	300.71	463.59	695.39	904.01	1130.01
天麻类	----	196.21	272.08	353.70	424.44	488.11
中成药	----	216.71	224.32	247.66	272.43	299.67
化学药	350.41	387.36	344.81	275.85	331.02	397.22
医药商业	509.51	676.55	1114.91	1560.88	2029.14	2485.69
保健食品	0.00	1.72	1.74	2.00	2.40	2.88
其它业务收入	18.78	37.97	12.55	13.81	15.19	16.71
合计	1434.91	1817.24	2434.01	3149.29	3978.62	4820.29
毛利率						
天然植物药:	58.14%	56.25%	52.97%	51.80%	52.89%	53.59%
三七类	---	52.17%	50.99%	47.73%	49.74%	51.75%
天麻类	----	61.07%	58.41%	59.05%	59.05%	57.27%
中成药	----	57.56%	50.44%	52.87%	53.73%	54.57%
化学药	43.06%	41.03%	51.89%	53.09%	53.09%	53.09%
医药商业	2.68%	2.95%	2.76%	2.76%	2.76%	2.76%
保健食品		20.81%	20.96%	22.00%	22.00%	22.00%
其它业务收入	24.74%	21.90%	22.00%	20.33%	20.33%	20.33%
合计	35.25%	32.41%	29.64%	27.45%	27.20%	27.21%

数据来源: 公司历年年报 中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1143	1601	1993	2376
现金	243	363	431	520
应收账款	294	440	542	634
其他应收款	63	89	108	130
预付账款	64	88	124	139
存货	388	516	655	793
其他流动资产	92	104	132	160
非流动资产	486	558	605	646
长期投资	3	3	3	3
固定资产	301	414	467	511
无形资产	25	23	22	20
其他非流动资产	157	117	114	112
资产总计	1630	2159	2598	3022
流动负债	694	1064	1292	1454
短期借款	116	400	478	513
应付账款	243	324	411	498
其他流动负债	335	339	403	443
非流动负债	19	25	25	25
长期借款	10	25	25	25
其他非流动负债	9	0	0	0
负债合计	712	1089	1317	1479
少数股东权益	99	126	161	205
股本	314	314	314	314
资本公积	199	199	199	199
留存收益	305	431	607	824
归属母公司股东权益	818	945	1121	1337
负债和股东权益	1630	2159	2598	3022

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	140	40	207	318
净利润	145	215	293	388
折旧摊销	37	44	53	59
财务费用	9	20	34	37
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-53	-323	-218	-224
其他经营现金流	1	84	45	58
投资活动现金流	-43	-116	-101	-101
资本支出	43	150	100	100
长期投资	0	-1	0	0
其他投资现金流	0	33	-1	-1
筹资活动现金流	-57	196	-38	-129
短期借款	5	284	78	35
长期借款	-10	15	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-51	-103	-116	-164
现金净增加额	41	120	68	89

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2434	3149	3979	4820
营业成本	1713	2285	2897	3509
营业税金及附加	15	19	24	29
营业费用	394	442	517	593
管理费用	133	126	159	193
财务费用	9	20	34	37
资产减值损失	6	8	7	8
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	163	249	341	452
营业外收入	14	10	11	12
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	175	257	349	461
所得税	30	41	56	73
净利润	145	215	293	388
少数股东损益	15	26	35	45
归属母公司净利润	130	189	258	343
EBITDA	210	313	427	548
EPS (元)	0.41	0.60	0.82	1.09

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	33.9%	29.4%	26.3%	21.2%
营业利润	46.7%	52.5%	36.9%	32.6%
归属于母公司净利润	52.1%	45.4%	36.5%	32.9%
获利能力				
毛利率	29.6%	27.5%	27.2%	27.2%
净利率	5.3%	6.0%	6.5%	7.1%
ROE	15.9%	20.0%	23.0%	25.7%
ROIC	22.2%	24.9%	28.7%	32.4%
偿债能力				
资产负债率	43.7%	50.4%	50.7%	48.9%
净负债比率	55.52	57.93%	61.76	64.34%
流动比率	1.65	1.51	1.54	1.63
速动比率	1.08	1.01	1.02	1.08
营运能力				
总资产周转率	1.60	1.66	1.67	1.72
应收账款周转率	6	6	6	6
应付账款周转率	8.23	8.05	7.87	7.72
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.60	0.82	1.09
每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.13	0.66	1.01
每股净资产(最新摊薄)	2.60	3.01	3.57	4.26
估值比率				
P/E	43.05	29.61	21.70	16.33
P/B	6.85	5.93	5.00	4.19
EV/EBITDA	27	18	13	10

资料来源：中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

中投医药团队荣誉：2007—2011 年连续 5 年在新财富最佳分析师评选中入围和上榜，2008 年和 2011 年在卖方分析师水晶球奖中获得第 2 名；2010 年和 2011 年财经风云榜最佳证券分析师；团队成员余文心获得 2011 年度医药信息达人称号（证券行业唯一一个）；

中投医药团队成员：

周锐，医药行业首席分析师，理学博士，3 年医药行业从业经验，8 年证券行业从业经验，整体负责中投医药团队研究工作；

余方升，医药行业分析师，理学学士，经济学硕士，2009 年加入中投证券研究所，2 年证券行业从业经验，负责中药研究；

余文心，医药行业分析师，北京大学药学、经济学双学士，北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所，负责化学药、医疗服务及政策研究；

江琦，医药行业分析师，上海交大生物工程学士，金融学硕士，2010 年加入中投证券研究所，负责生物制药及医药流通研究；

王威，医药行业分析师，工学硕士，5 年医疗器械行业从业经验，2010 年加入中投证券研究所，负责医疗器械及境外上市中资医药股研究。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434