

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

昆明制药

600422

推荐

核心业务整体将延续较快增势

1月9日, 公司公布了12年度业绩快报。

投资要点:

- **第4季度收入增速有所放缓, 利润环比明显恢复。**公司12年实现营业收入30.41亿, 同比增长24.94%。实现归属于母公司净利润1.76亿, 同比增长35.12%, 对应EPS约0.56元。其中第4季度实现收入约7.64亿, 同比增长约4.9%。净利润约0.54亿, 同比增长约42%, 对应EPS约0.17元, 利润增长明显快于收入估计是费用率下降所致;
- **核心业务方面, 天然植物药继续较快增长, 化学药比较稳定。**血塞通粉针12年销量增长超过50%, 新产能车间预计今年3季度建成, 年底前有望投产。目前在二级医院和县级医院市场还有较大拓展空间, 近年将延续高增长势头。三七价格今年可望回落, 毛利率将触底回升。天眩清全年增长约40%多, 将继续作为重点品种加强推广。化学药业务预计增长10%以上, 中药厂增速有所改善, 未来将保持稳健增长;
- **激励机制较为合理有效。**之前到期的激励方案达到了预期的较好效果, 日前公司公布了新的2013-2105年股权激励计划修改稿, 股东大会通过后将正式实施, 届时将从中长期促进高管团队的稳定和公司价值的提升;
- **推荐评级。**我们调整公司12-14年EPS分别至0.56、0.76和0.99元, 同比分别增长约35%、35%和31%, 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	3041	3747	4532
收入同比(%)	34%	25%	23%	21%
归属母公司净利润	130	176	238	312
净利润同比(%)	52%	35%	35%	31%
毛利率(%)	29.6%	29.4%	30.2%	30.7%
ROE(%)	15.9%	18.9%	21.8%	24.2%
每股收益(元)	0.41	0.56	0.76	0.99
P/E	48.43	35.79	26.47	20.20
P/B	7.70	6.77	5.77	4.89
EV/EBITDA	30	22	16	13

资料来源: 中投证券研究总部

6-12个月目标价:

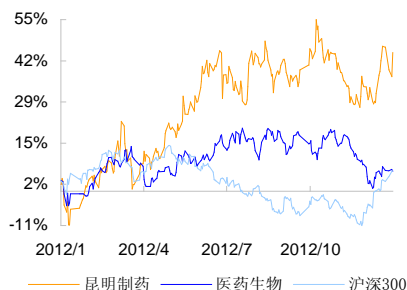
当前股价: 20.06元
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2276.07
总股本(百万)	314
流通股本(百万)	313
流通市值(亿)	57
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	-0.05	-1.51	5.38
医药生物	9.76	0.37	-4.04
沪深300指数	15.08	10.59	2.56



相关报告

昆明制药 - 粉针继续放量趋势不变, 新产能明年底有望释放 2012-11-22
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, 驱动业绩持续稳快成长 2012-09-12

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	126071	158440	193931
三七类	---	300.71	463.59	64903	87619	113905
天麻类	----	196.21	272.08	35370	42444	48811
中成药	----	216.71	224.32	25797	28377	31215
化学药	350.41	387.36	344.81	38619	46342	55611
医药商业	509.51	676.55	1114.91	137803	168120	201744
保健食品	0.00	1.72	1.74	200	240	288
其它业务收入	18.78	37.97	12.55	1381	1519	1671
合计	1434.91	1817.24	2434.01	304073	374661	453244
毛利率						
天然植物药:	58.14%	56.25%	52.97%	51.96%	53.32%	53.91%
三七类	---	52.17%	50.99%	47.49%	50.22%	52.13%
天麻类	----	61.07%	58.41%	59.05%	59.05%	57.27%
中成药	----	57.56%	50.44%	53.46%	54.31%	55.14%
化学药	43.06%	41.03%	51.89%	51.46%	51.46%	51.46%
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%	29.44%	30.25%	30.70%

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					利润表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1143	1530	1846	2192	营业收入	2434	3041	3747	4532
现金	243	350	406	489	营业成本	1713	2146	2613	3141
应收账款	294	425	511	596	营业税金及附加	15	18	23	27
其他应收款	63	86	102	122	营业费用	394	502	611	736
预付账款	64	83	112	124	管理费用	133	122	150	181
存货	388	485	591	710	财务费用	9	19	31	34
其他流动资产	92	101	124	150	资产减值损失	6	8	7	8
非流动资产	486	558	605	646	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	3	3	3	3	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	301	414	467	511	营业利润	163	226	311	405
无形资产	25	23	22	20	营业外收入	14	8	10	11
其他非流动资产	157	117	114	112	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	1630	2088	2451	2838	利润总额	175	232	319	414
流动负债	694	1013	1186	1341	所得税	30	37	51	66
短期借款	116	378	430	475	净利润	145	195	268	348
应付账款	243	305	371	446	少数股东损益	15	19	30	36
其他流动负债	335	331	385	420	归属母公司净利润	130	176	238	312
非流动负债	19	25	25	25	EBITDA	210	289	394	499
长期借款	10	25	25	25	EPS (元)	0.41	0.56	0.76	0.99
其他非流动负债	9	0	0	0					
负债合计	712	1038	1211	1366	主要财务比率				
少数股东权益	99	118	148	183	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	314	314	314	314	成长能力				
资本公积	199	199	199	199	营业收入	33.9%	24.9%	23.2%	21.0%
留存收益	305	418	579	775	营业利润	46.7%	38.4%	37.5%	30.4%
归属母公司股东权益	818	931	1093	1289	归属于母公司净利润	52.1%	35.3%	35.2%	31.1%
负债和股东权益	1630	2088	2451	2838	获利能力				
					毛利率	29.6%	29.4%	30.2%	30.7%
					净利率	5.3%	5.8%	6.4%	6.9%
					ROE	15.9%	18.9%	21.8%	24.2%
					ROIC	22.2%	23.3%	27.6%	30.7%
					偿债能力				
					资产负债率	43.7%	49.7%	49.4%	48.1%
					净负债比率	55.52	57.93%	61.76	64.34%
					流动比率	1.65	1.51	1.56	1.63
					速动比率	1.08	1.02	1.05	1.09
					营运能力				
					总资产周转率	1.60	1.64	1.65	1.71
					应收账款周转率	6	6	5	6
					应付账款周转率	8.23	7.83	7.73	7.69
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.41	0.56	0.76	0.99
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.15	0.68	0.92
					每股净资产(最新摊薄)	2.60	2.96	3.48	4.10
					估值比率				
					P/E	48.43	35.79	26.47	20.20
					P/B	7.70	6.77	5.77	4.89
					EV/EBITDA	30	22	16	13

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—2012 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, 2012 年获第 1 名。

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

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

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

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