

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

昆明制药

600422

推荐

渠道下沉将进一步打开主导品种成长空间

公司 2012 年实现归属于母公司净利润约 1.82 亿, 同比增长约 39.68%, 对应 EPS0.58 元, 高于之前业绩快报披露的 0.56 元。

投资要点:

■ **销售费用率明显下降使得第 4 季度利润增速加快。** 公司 12 年实现营业收入 30.16 亿, 同比增长 23.91%。实现归属于母公司净利润 1.82 亿, 同比增长 39.68%, 对应 EPS0.58 元。扣非后净利润同比增长 37.55%, 对应 EPS0.53 元。其中第 4 季度实现收入约 7.39 亿, 同比增长约 1.5%。净利润约 0.60 亿, 同比增长约 57.29%, 对应 EPS 约 0.19 元, 利润增长明显快于收入主要是营销费用率大幅下降所致;

■ **医药工业整体延续较好趋势。** 药品生产 12 年实现销售收入约 17.61 亿, 同比增长 34.94%, 其中天然植物药收入约 13.93 亿, 同比增长 45.14%, 毛利率有所下降。

➢ **渠道下沉将驱动血塞通粉针保持放量态势。** 12 年注射用血塞通销售收入同比增长 85.20%, 新产能车间在加快建设。目前主要销量增加来源为二级医院, 未来县级医院的拓展将持续扩大市场空间。三七价格的回落预期将使得毛利率会有所改善;

➢ 天眩清等天麻素类产品全年增长约 42.86%, 销售收入估计约 3.89 亿。作为优质优价品种, 在资源投入增加的情况下预计今年增速有望加快。

➢ 其它方面: 中药厂、贝克诺顿、医药商业、金泰得等子公司净利润基本上均有较好增长, 未来将加强这些业务的发展;

■ **增发方案下半年可望实施。** 公司因投建项目有较多资金需求, 公开增发方案已于去年 12 月底上报证监会, 今年下半年有望获批;

■ **推荐评级。** 我们调整公司 13-15 年 EPS 分别至 0.78、1.02 和 1.33 元, 同比分别增长约 35%、31%和 30%, 维持推荐的投资评级, 建议择机介入。

风险提示: 主导产品市场竞争比较激烈。

6-12 个月目标价:

当前股价: 20.94 元
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2318.61
总股本(百万)	314
流通股本(百万)	313
流通市值(亿)	65
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	-2.88	16.92	13.74
医药生物	5.80	29.23	16.32
沪深 300 指数	-5.54	16.03	12.50



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

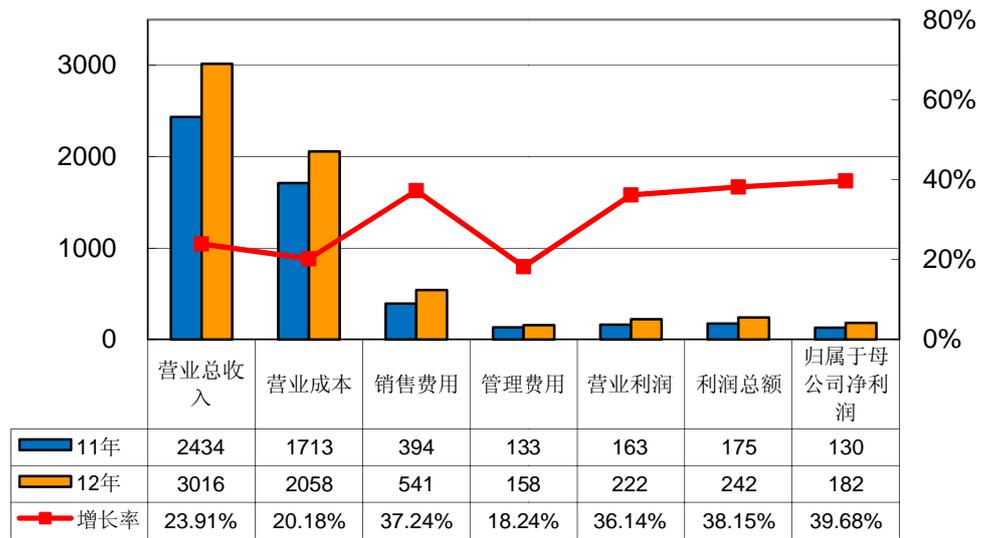
2015E

5381
19%
418
30%
38.9%
23.9%
1.33
15.85
3.79
11

一、主要财务数据的解读

公司 12 年实现营业收入约 30.16 亿，同比增长 23.91%。实现归属于母公司净利润约 1.82 亿，同比增长 39.68%，对应 EPS0.58 元。扣除非经常性损益后净利润约 1.66 亿，同比增长 37.55%，对应 EPS0.53 元。

图 1：昆明制药主要盈利性指标变化情况（单位：百万）



数据来源：公司 12 年报 中投证券研究总部

从分项指标来看：

营业收入同比增长 23.91%，其中医药工业增速较快，医药商业比较平缓；

营业成本基本同步于营收增长；

销售费用有较多增加主要是加大了市场投入，而管理费用增加比较稳定；

营业利润和归属于母公司净利润增速都较快，都超过了 35%；

经营活动现金流净额达到 2.13 亿，同比大幅增加 52.12%，显示公司回款状况较佳。

从季度数据来看，公司第 4 季度环比营业收入和毛利率有所减少。归属于母公司净利润环比增长 40.60%主要是由于销售费用率单季度大幅下降所致，当季实现 EPS0.19 元。

表 1: 昆明制药 2011-2012 年各季度盈利性数据 (单位: 百万)

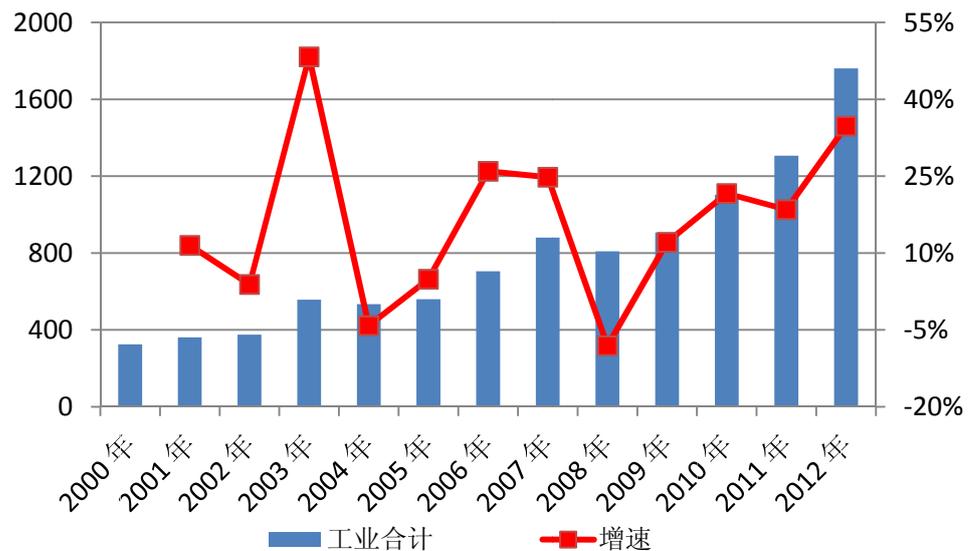
财务指标	11 年 3Q	11 年 4Q	12 年 1Q	12 年 2Q	12 年 3Q	12 年 4Q	12 年 4Q 环比
营业收入	629.94	727.83	743.46	748.15	785.64	738.77	-5.97%
营业成本	432.31	519.09	541.38	490.60	521.17	505.12	-3.08%
营业费用	116.51	97.23	130.82	161.42	180.66	68.50	-62.08%
管理费用	26.16	54.30	28.16	27.95	30.67	70.81	130.90%
财务费用	3.28	2.30	2.42	2.53	2.22	4.67	110.52%
营业利润	47.19	48.34	37.82	60.77	46.02	77.57	68.56%
利润总额	47.06	57.99	40.43	61.39	53.75	86.40	60.73%
所得税	6.81	14.13	5.81	10.37	5.91	18.70	216.46%
归属于母公司净利润	36.25	37.86	32.39	47.45	42.35	59.55	40.60%
EPS	0.12	0.12	0.10	0.15	0.13	0.19	40.60%
毛利率	31.37%	28.68%	27.18%	34.43%	33.66%	31.63%	-2.04%
营业费用率	18.49%	13.36%	17.60%	21.58%	23.00%	9.27%	-13.72%
管理费用率	4.15%	7.46%	3.79%	3.74%	3.90%	9.59%	5.68%
实际所得税率	14.47%	24.36%	14.36%	16.89%	10.99%	21.64%	10.65%

资料来源: 公司历年报表 中投证券研究总部

二、核心业务增长状况

公司医药工业经过前几年的销售和管理改革, 内生基础不断夯实。12 年医药工业营收达到 17.61 亿, 同比增长 34.94%。整体毛利率有所下降主要是由于三七等原材料价格上涨使得天然植物药系列成本增加较多所致。

图 2: 昆明制药历年医药工业的增长情况 (单位: 百万)



资料来源: 公司历年报表 中投证券研究总部

具体业务来看:

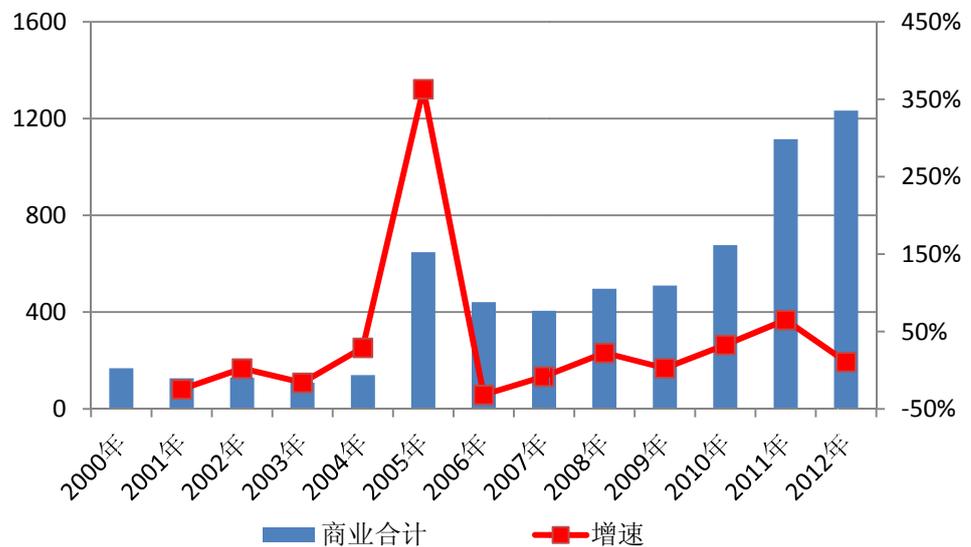
天然植物药 12 年营收达到 12.93 亿，同比增加 45.14%，毛利率下降 1.22 个百分点。

渠道下沉将驱动血塞通粉针保持放量态势。12 年注射用血塞通销售收入同比增长 85.20%，新产能车间在加快建设。目前主要销量增加来源为二级医院，未来县级医院的拓展将持续扩大市场空间。三七价格的回落预期将使得毛利率会有所改善。

天眩清等天麻素类产品全年增长约 42.86%，销售收入估计约 3.89 亿。作为优质优价品种，在资源投入增加的情况下预计今年增速有望加快。

其它方面：中药厂 12 年净利润达到 0.24 亿，同比增长 55.29%，说明近年的经营调整开始取得一定效果。贝克诺顿的化学药业务净利润也有较多增加，保持向好趋势。

图 3：昆明制药历年医药商业增长情况（单位：百万）



资料来源：公司历年报表 中投证券研究总部

医药商业 12 年销售收入达到 12.33 亿，同比增长 10.59%。毛利率增加 0.49 个百分点至 3.25%，净利润增长 52.85%至约 0.044 亿，预计今后这块业务保持稳步发展。

三、盈利预测和投资评级

公司发展战略以天然植物药为中心，化学药和医药商业为两翼，未来将可能进入生物药领域。

经营规划方面，今后公司将继续推行大品种战略，实现精细化营销管理，加强对空白市场和第三终端拓展。积极推进公开增发项目，奠定产能和技术质量提升基础。建立多层次人才梯队，增加研发投入，实现中长期经营的持续发展。

我们调整公司 13-15 年 EPS 分别至 0.78、1.02 和 1.33 元，同比分别增长约 35%、31%和 30%，维持推荐的投资评级。公司近年成长趋势比较确定，建议选择合适时机配置。

表 2: 昆明制药分业务预测 (单位: 百万)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013E	2014E	2015E
营业收入						
天然植物药:	713.63	960.00	1393.36	1911.57	2486.15	3101.31
三七类	300.71	463.59	744.68	1042.55	1355.31	1694.14
天麻类	196.21	272.08	388.69	583.03	816.25	1061.12
中成药	216.71	224.32	259.99	285.99	314.59	346.05
化学药	387.36	344.81	367.33	440.79	528.95	608.29
医药商业	676.55	1114.91	1232.98	1356.28	1491.91	1641.10
保健食品	1.72	1.74	1.90	2.28	2.74	3.29
其它业务收入	37.97	12.55	20.44	22.48	24.73	27.20
合计	1817.24	2434.01	3016.01	3733.41	4534.47	5381.19
毛利率						
天然植物药:	56.25%	52.97%	51.75%	52.88%	54.09%	55.24%
三七类	52.17%	50.99%	47.42%	49.30%	51.25%	53.20%
天麻类	61.07%	58.41%	59.25%	59.25%	59.25%	59.25%
中成药	57.56%	50.44%	52.97%	52.97%	52.97%	52.97%
化学药	41.03%	51.89%	52.40%	52.40%	52.40%	52.82%
医药商业	2.95%	2.76%	3.25%	3.23%	3.20%	3.17%
保健食品	20.81%	20.96%	10.13%	10.13%	10.13%	10.13%
其它业务收入	21.90%	22.00%	19.00%	19.00%	19.00%	19.00%
合计	32.41%	29.64%	31.76%	34.56%	36.93%	38.88%

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	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1518	1909	2231	2605
现金	317	392	469	562
应收账款	306	469	533	615
其他应收款	48	85	96	108
预付账款	122	122	139	173
存货	603	710	834	958
其他流动资产	123	132	160	190
非流动资产	634	695	740	779
长期投资	3	4	4	3
固定资产	292	408	460	504
无形资产	160	157	154	152
其他非流动资产	178	127	123	120
资产总计	2152	2605	2971	3384
流动负债	1050	1240	1334	1374
短期借款	241	378	335	269
应付账款	319	379	443	510
其他流动负债	490	483	556	595
非流动负债	45	37	37	37
长期借款	22	37	37	37
其他非流动负债	23	0	0	0
负债合计	1095	1277	1371	1411
少数股东权益	118	144	179	223
股本	314	314	314	314
资本公积	199	199	199	199
留存收益	424	669	906	1235
归属母公司股东权益	939	1184	1421	1750
负债和股东权益	2152	2605	2971	3384

现金流量表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	213	57	331	371
净利润	201	271	356	462
折旧摊销	44	46	55	61
财务费用	12	23	27	22
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-39	-350	-127	-217
其他经营现金流	-5	67	21	42
投资活动现金流	-205	-107	-101	-101
资本支出	123	150	100	100
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-82	43	-1	-1
筹资活动现金流	45	125	-154	-177
短期借款	125	137	-43	-66
长期借款	12	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	-92	-26	-111	-111
现金净增加额	53	75	77	94

资料来源：中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	3016	3733	4534	5381
营业成本	2058	2443	2860	3289
营业税金及附加	22	28	34	40
营业费用	541	694	927	1167
管理费用	158	224	272	323
财务费用	12	23	27	22
资产减值损失	2	4	3	3
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	222	317	412	537
营业外收入	22	8	15	15
营业外支出	3	2	2	2
利润总额	242	323	424	550
所得税	41	52	68	87
净利润	201	271	356	462
少数股东损益	19	26	35	45
归属母公司净利润	182	245	321	418
EBITDA	278	386	493	621
EPS (元)	0.58	0.78	1.02	1.33

主要财务比率

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	23.9%	23.8%	21.5%	18.7%
营业利润	36.1%	42.8%	29.8%	30.5%
归属于母公司净利润	39.7%	35.0%	30.9%	30.1%
获利能力				
毛利率	31.8%	34.6%	36.9%	38.9%
净利率	6.0%	6.6%	7.1%	7.8%
ROE	19.4%	20.7%	22.6%	23.9%
ROIC	24.1%	26.3%	30.4%	33.7%
偿债能力				
资产负债率	50.9%	49.0%	46.2%	41.7%
净负债比率	55.52	57.93%	61.76	64.34%
流动比率	1.45	1.54	1.67	1.90
速动比率	0.87	0.96	1.04	1.19
营运能力				
总资产周转率	1.60	1.57	1.63	1.69
应收账款周转率	7	7	7	7
应付账款周转率	7.32	7.00	6.96	6.90
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.78	1.02	1.33
每股经营现金流(最新摊薄)	0.68	0.18	1.05	1.18
每股净资产(最新摊薄)	2.99	3.77	4.52	5.57
估值比率				
P/E	36.46	27.00	20.62	15.85
P/B	7.06	5.60	4.66	3.79
EV/EBITDA	24	17	14	11

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 6 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，10 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，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，负责医疗器械及部分中药股研究。

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