

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

昆明制药

600422

推荐

血塞通粉针和天眩清两大品种全年将延续快速增长态势

公司1季度实现归属于母公司净利润约0.43亿, 同比分别增长32.69%。

投资要点:

- **1季度利润增长符合市场预期。**公司前3月实现营业收入8.84亿, 同比增长18.86%。实现归属于母公司净利润0.43亿, 同比增长32.69%, 对应EPS0.14元。管理费用率同比基本不变, 销售费用率上升3.84个百分点至21.44%, 估计是市场投入力度加大所致。
- **母公司营销费用率有明显提升。**母公司1季度收入为3.34亿, 同比增长28.72%, 主要是血塞通粉针和天眩清增量较快驱动。销售费用为1.26亿, 同比大幅增加72.35%, 对应费用率上升9.53个百分点至37.65%。
- **血塞通粉针加强基层市场拓展, 销量继续快速增长。**前3月我们估计血塞通粉针销售收入同比增长约40%, 前期在北京基药中标价情况较好, 县级医院等基层市场是未来主要增长渠道。与珍宝岛等竞争对手相比, 公司的后发赶超优势逐渐凸显。随着新产能车间的加快建设, 我们预计今明两年将实现40%以上的年均增长; 天眩清1季度增长约40%, 作为公司重点推广的优质优价品种, 未来有加快可能。
- **其它方面:** 中药厂收入增长约30%, 贝克诺顿和医药商业增速较慢, 未来将保持稳定发展。
- **收购新药, 布局三线品种。**董事会决议通过了拟550万收购非布司他及片, 该品种为治疗痛风的化学药, 活性高, 具备较好的市场推广前景。
- **推荐评级。**公司持续加强管理、销售等方面的资源整合, 推进大产品营销战略, 血塞通粉针和天眩清两大品种是主要利润贡献来源, 化学药、中药厂、医药商业等业务整体比较稳定, 增发方案下半年有望实施后将坚实公司生产基础。我们预计公司13-15年EPS分别为0.78、1.02和1.33元, 同比分别增长约35%、31%和30%, 维持推荐评级, 建议逢低配置。

风险提示: 主导产品市场竞争比较激烈。

6-12个月目标价:

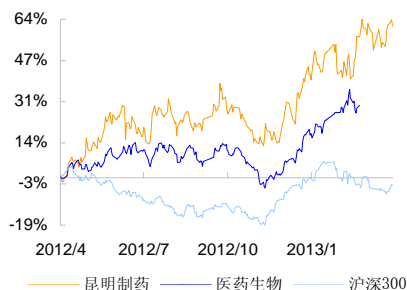
当前股价: 24.09
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2184.54
总股本(百万)	314
流通股本(百万)	314
流通市值(亿)	76
EPS	0.58
每股净资产(元)	2.99
资产负债率	50.89%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
昆明制药	-1.67	11.27	22.34
医药生物	2.68	25.85	15.34
沪深300指数	-6.45	-5.68	4.61



相关报告

昆明制药-渠道下沉将进一步打开主导品种成长空间 2013-3-12
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

2015E

5381
19%
418
30%
38.9%
23.9%
1.33
18.65
4.45
13

附表 1: 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				
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	42.89	31.76	24.26	18.65
P/B	8.30	6.58	5.49	4.45
EV/EBITDA	28	20	16	13

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。

免责声明

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