昆明制药(600422.SH)

增发将促进业绩和估值提升

评级：买入　前次：买入

目标价（元）：33.44-34.37

联系人　分析师
裘倩倩 CFA　谢刚
生物医药小组　S0740510120005
021-20315202　021-20315178
qiuqq@r.qlzq.com.cn

2013 年 7 月 3 日

基本状况

总股本(百万股)	314.18
流通股本(百万股)	314.03
市价(元)	28.92
市值(百万元)	9085.97
流通市值(百万元)	9081.74

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入（百万元）	2,434.0	3,016.0	3,663.6	4,379.5	5,145.9
营业收入增速	33.94%	23.91%	21.47%	19.54%	17.50%
净利润增长率	52.05%	39.68%	**44.16%**	**31.39%**	**29.08%**
摊薄每股收益（元）	0.41	0.58	**0.76**	**1.00**	**1.29**
前次预测每股收益（元）					
市场预测每股收益（元）					
偏差率（本次-市场/市					
市盈率（倍）	35.85	33.66	37.88	28.83	22.33
PEG	0.69	0.85	0.86	0.92	0.77
每股净资产（元）	2.60	2.98	5.24	6.24	7.54
每股现金流量（元）	0.45	0.68	0.48	0.94	1.24
净资产收益率	15.90%	19.39%	14.58%	16.08%	17.18%
市净率	5.70	6.53	5.52	4.63	3.84
总股本（百万元）	314.18	314.18	**343.16**	**343.16**	**343.16**

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **事件：**昆明制药7月3日公布招股意向书，发行价格为25.97元/股，发行价格不低于公告招股意向书（2013年7月3日）前20个交易日公司股票均价。预计募集资金7 亿元，募集资金扣除发行费用后将投资于以下项目：

序号	项目名称	实施主体	募集资金投入额（万元）	项目总投资额（万元）
1	高技术针剂示范项目	昆明制药	22,000.00	25,798.41
2	小容量注射剂扩产项目	昆明制药	15,000.00	22,950.24
3	创新药物研发项目	昆明制药	10,000.00	9,657.73
4	中药现代化基地建设	昆明制药厂	23,000.00	33,011.26
合计			70,000.00	91,417.64

- **从短期催化因素来看，我们判断公开增发的顺利实施将有助于公司业绩和估值的提升。**
- **我们推荐昆明制药的长期逻辑仍然是看好昆明制药在大治疗领域拥有高壁垒品种，营销改善和激励到位推动业绩增长。**
- **天时——进一步分享基药放量：**昆明制药的主导产品之一络泰®血塞通冻干粉针，作为基药目录中的类独家品种，受益于基药在基层医疗使用的推广。2012版基药目录没有同类竞争品种进入，2012版基药目录发布后，基药使用比例在二、三级医院提升进入实施阶段，血塞通冻干粉针有望进一步分享基药放量的政策红利。
- **地利——在大治疗领域拥有高壁垒的主导产品，品种资源丰富：**络泰®血塞通冻干粉针，面向心脑血管疾病大治疗领域，分享三七总皂苷冻干针剂的高景气，直接竞争对手只有珍宝岛的血塞通冻干粉针和中

恒集团的血栓通冻干粉针；天眩清®天麻素注射液是天麻素注射液中唯一的优质优价品种，天麻素注射液是神经系统中成药销售第一的品种，神经系统用药在用药结构中占比上升；昆明制药及子公司拥有超过 20 个独家或中药保护品种。

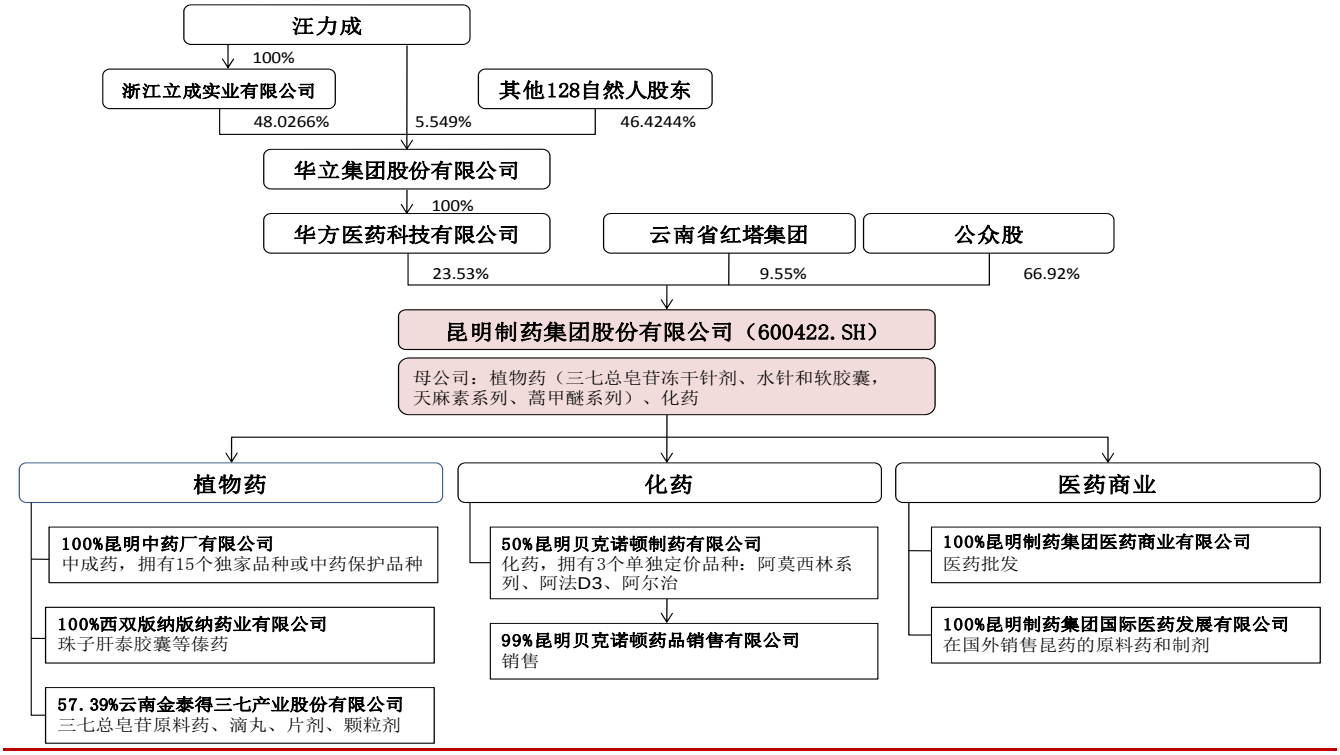
- **人和——营销能力不断提升：**不断优化营销渠道，不断扩大自主营销队伍和代理商队伍；空白区域市场和医院的开发卓有成效；主导品种和潜力品种在各省的基药、非基药招投标持续推进。
- **投资建议：**看好主导产品络泰®血塞通冻干粉针、天眩清®天麻素注射液的成长空间，公司营销能力的持续加强，品种资源的逐步挖掘，保持 “买入”评级。考虑到增发对公司业绩的推动，我们上调盈利预测，预计 2013-2015 年净利润为 2.62、3.44、4.44 亿元（前次：2.45、3.18、4.08 亿元），同比分别增长 44%、31%、29%（前次：35%、29%、29%）。按照募集 7 亿元，25.97 元/股发行价，假设发行费用为 7%，我们估计发行完成后总股本扩大到 3.43 亿股，预测完全摊薄后 2013-2015 年 EPS 为 0.76、1.00、1.29 元。按照 PEG=1，2013 年 PE44 倍，结合绝对估值，上调目标价区间至 33.44-34.27 元。
- **风险因素：**三七价格变动对成本的影响；医保控费。

图表 1：昆明制药销售收入预测表（百万元）

项　目	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
产品I三七总皂甙系列						
其中：三七总皂甙原料药、口服制剂、水针	132.56	161.09	127.64	153.17	176.14	202.56
三七总皂甙冻干粉针剂	168.12	302.50	556.00	859.80	1,163.88	1,454.85
销售收入	300.68	463.59	683.64	1,012.97	1,340.02	1,657.41
增长率（YOY）	*48.10%*	*54.18%*	*47.47%*	*48.17%*	*32.29%*	*23.69%*
占总销售额比重	16.55%	19.05%	22.80%	27.65%	30.60%	32.21%
占主营业务利润比重	26.64%	32.77%	40.36%	46.31%	49.30%	50.73%
产品II天麻素系列						
销售收入	90.58	120.87	175.56	237.01	298.63	371.88
增长率（YOY）	*25.80%*	*33.44%*	*45.25%*	*35.00%*	*26.00%*	*24.53%*
占总销售额比重	4.98%	4.97%	5.85%	6.47%	6.82%	7.23%
占主营业务利润比重	13.57%	14.03%	15.26%	15.90%	16.21%	16.77%
产品III蒿甲醚系列						
销售收入	107.30	165.50	280.96	295.00	309.76	325.24
增长率（YOY）	*-22.43%*	*54.24%*	*69.76%*	*5.00%*	*5.00%*	*5.00%*
占总销售额比重	5.90%	6.80%	9.37%	8.05%	7.07%	6.32%
占主营业务利润比重	1.79%	8.44%	6.46%	5.25%	4.48%	3.91%
产品IV其他中成药						
销售收入	216.71	224.32	257.99	296.69	356.03	427.23
增长率（YOY）	*30.90%*	*3.51%*	*15.01%*	*15.00%*	*20.00%*	*20.00%*
占总销售额比重	11.93%	9.22%	8.60%	8.10%	8.13%	8.30%
占主营业务利润比重	21.18%	15.69%	13.60%	12.10%	11.77%	11.75%
产品IV化学合成药						
销售收入	387.36	344.81	367.33	404.06	444.47	488.91
增长率（YOY）	*10.54%*	*-10.98%*	*6.53%*	*10.00%*	*10.00%*	*10.00%*
占总销售额比重	21.32%	14.17%	12.25%	11.03%	10.15%	9.50%
占主营业务利润比重	26.99%	24.81%	20.13%	17.00%	15.04%	13.76%
产品IV医药商业						
销售收入	676.55	1,114.91	1,232.99	1,417.94	1,630.63	1,875.23
增长率（YOY）	*32.78%*	*64.79%*	*10.59%*	*15.00%*	*15.00%*	*15.00%*
占总销售额比重	37.23%	45.81%	41.12%	38.70%	37.23%	36.44%
占主营业务利润比重	3.39%	4.27%	4.19%	3.44%	3.21%	3.08%
销售收入小计	**1817.15**	**2434.00**	**2998.47**	**3663.67**	**4379.54**	**5145.90**
平均毛利率	**32.41%**	**29.63%**	**31.89%**	**33.73%**	**34.76%**	**35.55%**

来源：齐鲁证券研究所

图表 2：昆明制药股权结构图



来源：齐鲁证券研究所

图表 3：昆明制药财务报表摘要

损益表（人民币百万元）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业总收入	**1,817**	**2,434**	**3,016**	**3,664**	**4,380**	**5,146**
增长率	26.64%	33.9%	23.9%	21.5%	19.5%	17.5%
营业成本	-1,228	-1,713	-2,058	-2,428	-2,857	-3,316
% 销售收入	67.6%	70.4%	68.2%	66.3%	65.2%	64.4%
毛利	589	721	958	1,236	1,522	1,829
% 销售收入	32.4%	29.6%	31.8%	33.7%	34.8%	35.6%
营业税金及附加	-10	-15	-22	-27	-32	-38
% 销售收入	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-338	-394	-541	-672	-815	-957
% 销售收入	18.6%	16.2%	18.0%	18.4%	18.6%	18.6%
管理费用	-111	-133	-158	-194	-232	-273
% 销售收入	6.1%	5.5%	5.2%	5.3%	5.3%	5.3%
息税前利润（EBIT）	130	179	236	342	443	562
% 销售收入	7.1%	7.3%	7.8%	9.3%	10.1%	10.9%
财务费用	-7	-9	-12	-8	-4	5
% 销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.2%	0.1%	-0.1%
资产减值损失	-12	-6	-2	-15	-24	-26
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	111	163	222	319	415	540
营业利润率	6.1%	6.7%	7.4%	8.7%	9.5%	10.5%
营业外收支	6	12	20	15	17	16
税前利润	**117**	**175**	**242**	**334**	**433**	**556**
利润率	6.5%	7.2%	8.0%	9.1%	9.9%	10.8%
所得税	-19	-30	-41	-57	-73	-94
所得税率	15.9%	17.0%	16.9%	16.9%	16.9%	16.9%
净利润	99	145	201	278	360	462
少数股东损益	13	15	19	32	42	54
归属于母公司的净利润	**86**	**130**	**182**	**245**	**318**	**408**
净利率	4.7%	5.3%	6.0%	6.7%	7.3%	7.9%

现金流量表（人民币百万元）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	99	145	201	278	360	462
少数股东损益	0	0	0	32	42	54
非现金支出	48	43	42	57	70	76
非经营收益	3	4	8	1	-5	-12
营运资金变动	-59	-53	-37	-187	-130	-141
经营活动现金净流	**91**	**140**	**213**	**181**	**336**	**440**
资本开支	64	43	123	125	78	128
投资	0	0	-82	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	**-64**	**-43**	**-205**	**-125**	**-78**	**-128**
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-1	1	120	0	-136	-105
其他	-24	-58	-75	-16	-106	-5
筹资活动现金净流	**-25**	**-57**	**45**	**-16**	**-242**	**-110**
现金净流量	**2**	**41**	**53**	**40**	**16**	**201**

资产负债表（人民币百万元）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	200	243	317	324	298	445
应收款项	384	437	460	729	871	1,023
存货	331	388	603	592	697	809
其他流动资产	65	75	138	160	186	213
流动资产	979	1,143	1,518	1,805	2,052	2,490
% 总资产	69.1%	70.2%	70.6%	71.2%	72.4%	74.0%
长期投资	4	4	4	4	4	4
固定资产	279	311	306	279	240	210
% 总资产	19.7%	19.1%	14.2%	11.0%	8.5%	6.2%
无形资产	116	128	273	399	487	612
非流动资产	437	486	634	732	781	876
% 总资产	30.9%	29.8%	29.4%	28.8%	27.6%	26.0%
资产总计	**1,416**	**1,630**	**2,152**	**2,537**	**2,833**	**3,367**
短期借款	125	136	244	244	108	3
应付款项	375	476	725	818	967	1,125
其他流动负债	76	82	83	192	115	133
流动负债	576	694	1,052	1,254	1,190	1,262
长期贷款	20	10	22	22	22	22
其他长期负债	0	9	23	23	23	23
负债	**596**	**712**	**1,097**	**1,299**	**1,235**	**1,307**
普通股股东权益	735	818	937	1,088	1,406	1,814
少数股东权益	85	99	118	150	192	246
负债股东权益合计	**1,416**	**1,630**	**2,152**	**2,537**	**2,833**	**3,367**

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益(元)	0.272	0.414	0.578	0.781	1.011	1.299
每股净资产(元)	2.340	2.604	2.983	3.464	4.475	5.775
每股经营现金净流(元)	0.289	0.446	0.679	0.474	0.936	1.227
每股股利(元)	0.000	0.000	0.300	0.300	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	11.64%	15.90%	19.39%	22.55%	22.59%	22.50%
总资产收益率	6.04%	7.98%	8.44%	9.67%	11.21%	12.12%
投入资本收益率	14.31%	18.18%	19.64%	24.17%	25.80%	28.51%
增长率						
营业总收入增长率	26.64%	33.94%	23.91%	21.47%	19.54%	17.50%
EBIT增长率	21.45%	37.98%	32.26%	44.77%	29.41%	26.74%
净利润增长率	46.73%	52.05%	39.68%	35.04%	29.43%	28.52%
总资产增长率	13.81%	15.11%	32.05%	17.90%	11.66%	18.86%
资产管理能力						
应收账款周转天数	69.0	60.2	53.3	53.0	53.0	53.0
存货周转天数	92.2	78.6	89.5	89.0	89.0	89.0
应付账款周转天数	49.1	44.4	49.8	49.8	49.8	49.8
固定资产周转天数	55.0	42.5	35.9	26.8	19.7	14.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-6.70%	-10.61%	-4.80%	-4.70%	-10.50%	-20.40%
EBIT利息保障倍数	19.4	19.0	20.0	41.0	107.8	-118.1
资产负债率	42.08%	43.71%	50.97%	51.18%	43.58%	38.80%

来源：齐鲁证券研究所

图表 4：过去两年齐鲁证券对昆明制药的系列报告

序号	日期	报告标题
01	2011 年 9 月 15 日	投资价值分析报告《营销改善，激励到位，资源转化为业绩》
02	2011 年 10 月 15 日	事件点评《经营继续向好，增发为做强做大打基础》
03	2011 年 10 月 24 日	季报点评《业绩符合预期，特色产品继续快速增长》
04	2011 年 11 月 16 日	事件点评《合作利好公司的长期发展》
05	2011 年 12 月 23 日	事件点评《业绩预增符合预期，产能瓶颈解决》
06	2012 年 1 月 5 日	事件点评《昆明制药股价异动点评》
07	2012 年 1 月 13 日	事件点评《业绩增长确定性好，下跌带来买点》
08	2012 年 1 月 13 日	事件点评《再次获得高新技术企业认证》
09	2012 年 2 月 20 日	年报点评《业绩符合预期，12 年继续快速成长》
10	2012 年 3 月 28 日	事件点评《第二期回购股票完成，下跌带来买点》
11	2012 年 4 月 27 日	季报点评《天时地利人和推动公司高成长》
12	2012 年 5 月 24 日	事件点评《继续坚定看好昆明制药的成长》
13	2012 年 6 月 13 日	事件点评《新建血塞通冻干粉针产能，解决中期瓶颈》
14	2012 年 7 月 4 日	事件点评《中报预增 30-50%，看好持续成长》
15	2012 年 8 月 15 日	中报点评《基本面优良，高成长将持续》
16	2012 年 9 月 12 日	事件点评《2013-2015 年限制性股权激励提案，看好公司持续发展》
17	2012 年 10 月 29 日	季报点评《费用计提充分，看好持续成长》
18	2013 年 1 月 10 日	业绩快报点评《产品力结合营销能力推动持续高成长》
19	2013 年 3 月 12 日	年报点评《业绩略好于预期，主导产品高成长》
20	2013 年 3 月 18 日	事件点评《将进一步分享基药政策红利》
21	2013 年 4 月 25 日	季报点评《主导产品快速增长，品种资源潜力大》
22	2013 年 7 月 3 日	事件点评《增发将促进业绩和估值提升》

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入： 预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上
增持： 预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%-15%
持有： 预期未来 6－12 个月内波动幅度在-5%-+5%
减持： 预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。