本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

安信证券 ESSENCE SECURITIES

2013 年 08 月 26 日

公司快报

证券研究报告

中成药

昆明制药（600422.SH）

注射剂持续高增长，利润率提升促业绩超预期
——2013 年中报点评

■**扣非净利增 47.92%，表现超预期。**上半年实现收入 17.7 亿元，同比增 18.9%，净利 1.17 亿元，增 46.0%，实现 EPS0.37 元。Q2 经营性现金流明显好转，单季度实现 0.85 亿元。毛利率 30.88%，同比保持平稳，销售费用率 16.3%（降 3.33pp），销售费用中宣传会务费控制良好，管理费用率 4.4%（升 0.64pp），主要缘于工资和研发费用增加，财务费用率 0.8%（升 0.49pp），缘于发行短期融资券和贷款增加。

■**中药注射剂保持高速增长，未来三七价格下降的收益者。**上半年医药工业业务收入 9.76 亿元，增 19.0%。天然植物药收入同比增约 23%。预计血塞通粉针和天眩清粉针上半年分别实现了 30%、40%的增速，而血塞通软胶囊因三七成本继续上升，预计控制生产销售规模。新版基药目录并未收录新的中药注射剂品种，竞争环境对血塞通比较有利。未来公司将加强中标省份和覆盖医院数量，预计全年增速有望保持 30%左右。主要原材料来源三七是前几年成本上涨速度最快的中药材之一，从供需角度判断未来三七价格将进入下降通道，有利于未来盈利能力的提高。

■**昆明中药厂中期盈利高增长，未来挖潜潜力大。**昆明中药厂有 14 个独家品种，10 多个重点品种，公司一直在推进营销改革和管理提升，由云南走向全国。上半年净利润增速达 76%。预期 2013 年将为公司贡献超过 3000 万元的净利润，成为新的增长引擎。

■**调高盈利预测，重申“增持-A”评级。**血塞通粉针明确受益于国家基药制度，仍有较大发展潜力；另一心脑血管药天眩清享受优质优价，是公司营销重点品种。同时具有多个口服中药独家品种可以挖掘潜力，未来也将受益三七价格下降。基于中报超预期，调高 2013-2015 年净利润预测分别至 2.5 亿、3.25 亿和 4.2 亿，EPS 分别为 0.73 元、0.95 元和 1.23 元，调高目标价至 32 元。

■**风险提示：**产品降价风险，代理营销模式转型挑战，招标不确定性。

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	2,434.0	3,016.0	3,595.2	4,277.2	5,070.7
净利润	130.1	181.8	249.7	325.1	420.3
每股收益(元)	0.38	0.53	0.73	0.95	1.23
每股净资产(元)	2.40	2.75	3.18	3.65	4.25

盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
市盈率(倍)	65.9	47.1	34.3	26.4	20.4
市净率(倍)	10.5	9.1	7.9	6.9	5.9
净利润率	5.3%	6.0%	6.9%	7.6%	8.3%
净资产收益率	15.9%	19.0%	22.8%	25.3%	27.8%
股息收益率	0.7%	1.1%	1.5%	1.9%	2.5%
ROIC	19.7%	25.2%	29.7%	28.9%	42.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级	增持-A
	维持评级
12 个月目标价	32.00 元
股价（2013-08-23）	25.12 元

交易数据

总市值（百万元）	8,569.19
流通市值（百万元）	8,555.15
总股本（百万股）	341.13
流通股本（百万股）	340.57
12 个月价格区间	16.89/29.09 元

股价表现

资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-10.05	17.36	30.88
绝对收益	-9.12	5.90	30.22

邹敏 分析师
SAC 执业证书编号：S1450511080003
zoumin@essence.com.cn
021-68766073

吴永强 分析师
SAC 执业证书编号：S1450512060001
wuyq@essence.com.cn
010-66581629

陈宁浦 分析师
SAC 执业证书编号：S1450512080006
chennp2@essence.com.cn
021-68765361

报告联系人
叶寅 021-68763590
yeyin@essence.com.cn

相关报告

昆明制药：中药注射剂产品拉动高成长 2013 年一季度点评	2013-04-25
昆明制药：天然植物药引领高增长	2013-03-12
昆明制药：新建植物原料药生产基地，配合未来产能释放：昆明制药公告点评	2012-11-05

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

财务报表预测和估值数据汇总(2013 年 08 月 25 日)

利润表

（百万元）	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	**2,434.0**	**3,016.0**	**3,595.2**	**4,277.2**	**5,070.7**
减:营业成本	1,712.7	2,058.3	2,480.7	2,908.5	3,397.4
营业税费	14.8	22.3	22.6	28.7	34.5
销售费用	394.5	541.4	587.8	705.7	836.7
管理费用	133.3	157.6	158.2	194.6	238.3
财务费用	9.4	11.8	15.8	11.0	7.5
资产减值损失	6.2	2.5	5.0	5.0	5.0
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-
营业利润	**163.2**	**222.2**	**325.0**	**423.7**	**551.4**
加:营业外净收支	12.0	19.8	13.0	13.0	13.0
利润总额	**175.2**	**242.0**	**338.0**	**436.7**	**564.4**
减:所得税	29.7	40.8	57.0	73.6	95.2
净利润	**130.1**	**181.8**	**249.7**	**325.1**	**420.3**

财务指标

（百万元）	2011	2012	2013E	2014E	2015E
成长性					
营业收入增长率	33.9%	23.9%	19.2%	19.0%	18.6%
营业利润增长率	46.7%	36.1%	46.3%	30.4%	30.1%
净利润增长率	52.1%	39.7%	37.4%	30.2%	29.3%
EBITDA 增长率	35.4%	32.7%	40.4%	25.2%	26.3%
EBIT 增长率	46.4%	35.6%	45.7%	27.5%	28.6%
NOPLAT 增长率	44.6%	35.7%	45.7%	27.5%	28.6%
投资资本增长率	6.4%	23.4%	31.1%	-12.0%	33.6%
净资产增长率	11.9%	15.2%	16.8%	16.1%	17.7%
利润率					
毛利率	29.6%	31.8%	31.0%	32.0%	33.0%
营业利润率	6.7%	7.4%	9.0%	9.9%	10.9%
净利润率	5.3%	6.0%	6.9%	7.6%	8.3%
EBITDA/营业收入	8.6%	9.2%	10.8%	11.4%	12.1%
EBIT/营业收入	7.1%	7.8%	9.5%	10.2%	11.0%
运营效率					
固定资产周转天数	42	35	28	22	17
流动营业资本周转天数	50	44	54	52	52
流动资产周转天数	157	159	164	158	158
应收帐款周转天数	49	42	49	47	46
存货周转天数	53	59	58	56	56
总资产周转天数	225	226	226	210	202
投资资本周转天数	111	103	110	99	91
投资回报率					
ROE	15.9%	19.0%	22.8%	25.3%	27.8%
ROA	8.9%	9.3%	11.8%	13.8%	15.3%
ROIC	19.7%	25.2%	29.7%	28.9%	42.3%
费用率					
销售费用率	16.2%	18.0%	16.4%	16.5%	16.5%
管理费用率	5.5%	5.2%	4.4%	4.6%	4.7%
财务费用率	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.1%
三费/营业收入	22.1%	23.6%	21.2%	21.3%	21.3%
偿债能力					
资产负债率	43.7%	50.9%	48.0%	45.4%	45.0%
负债权益比	77.6%	103.6%	92.2%	83.1%	81.9%
流动比率	1.65	1.45	1.61	1.70	1.80
速动比率	1.09	0.87	1.11	1.04	1.20
利息保障倍数	18.30	19.78	21.52	39.57	74.75
分红指标					
DPS(元)	0.18	0.28	0.38	0.48	0.63
分红比率	48.3%	51.9%	51.7%	50.6%	51.4%
股息收益率	0.7%	1.1%	1.5%	1.9%	2.5%

资产负债表

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	243.3	316.7	359.5	427.7	507.1
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	356.6	353.9	625.2	488.4	810.2
应收票据	80.6	106.3	138.8	138.2	191.3
预付帐款	63.7	121.9	74.6	162.4	121.8
存货	387.7	602.7	547.8	775.0	810.2
其他流动资产	11.6	16.5	9.3	12.5	12.8
可供出售金融资产	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	300.7	292.4	269.4	251.2	229.0
在建工程	9.9	13.4	23.4	40.1	52.5
无形资产	59.3	203.4	204.0	204.5	204.8
其他非流动资产					
资产总额	**1,629.9**	**2,151.8**	**2,372.0**	**2,622.7**	**3,065.7**
短期债务	116.0	241.0	369.2	130.3	328.5
应付帐款	339.2	509.8	403.9	680.1	626.2
应付票据	61.1	106.5	111.3	126.5	157.8
其他流动负债					
长期借款	10.0	21.9	39.7	-	-
其他非流动负债					
负债总额	**712.4**	**1,095.1**	**1,138.0**	**1,190.3**	**1,380.1**
少数股东权益	**99.3**	**118.0**	**149.4**	**187.3**	**236.2**
股本	314.2	314.2	341.1	341.1	341.1
留存收益	504.0	623.0	743.4	904.0	1,108.2
股东权益	**917.5**	**1,056.7**	**1,234.0**	**1,432.4**	**1,685.6**

现金流量表

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	145.5	201.2	249.7	325.1	420.3
加:折旧和摊销	37.1	44.0	48.3	52.4	56.6
资产减值准备	6.2	-2.3	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	10.5	11.9	15.8	11.0	7.5
投资损失	-	-	-	-	-
少数股东损益	15.3	19.4	31.4	38.0	48.9
营运资金的变动	-56.3	-36.7	-300.0	149.5	-375.9
经营活动产生现金流量	**140.2**	**213.3**	**45.2**	**575.9**	**157.4**
投资活动产生现金流量	**-42.6**	**-204.9**	**-38.0**	**-53.0**	**-50.0**
融资活动产生现金流量	**-56.5**	**44.6**	**35.6**	**-454.8**	**-28.0**

业绩和估值指标

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
EPS(元)	0.38	0.53	0.73	0.95	1.23
BVPS(元)	2.40	2.75	3.18	3.65	4.25
PE(X)	65.9	47.1	34.3	26.4	20.4
PB(X)	10.5	9.1	7.9	6.9	5.9
P/FCF	101.2	70.6	79.0	43.7	34.7
P/S	3.5	2.8	2.4	2.0	1.7
EV/EBITDA	22.1	22.1	22.4	17.3	14.0
CAGR(%)	35.7%	32.6%	41.7%	35.7%	32.6%
PEG	1.8	1.4	0.8	0.7	0.6
ROIC/WACC	2.3	2.9	3.4	3.3	4.8
REP	2.6	2.2	2.0	2.3	1.2

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

邹敏、吴永强、陈宁浦分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

■ 销售联系人

上海联系人	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
北京联系人	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。