

## 昆明制药 (600422.SH)

### 环保核查事项无碍公司发展

评级: **买入** 前次: **买入**

目标价(元): **33.44-34.37**

分析师

医药生物小组

袁倩倩 CFA

陈景乐 CPA

S0740513070001

王佳悦

021-20315202

孙建 Ph.D

qiuqq@r.qlzq.com.cn

陈康

2013年10月16日

#### 基本状况

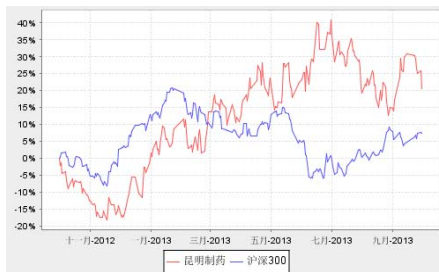
总股本(百万股)	341.13
流通股本(百万股)	340.57
市价(元)	24.87
市值(百万元)	8483.91
流通市值(百万元)	8470.00

#### 业绩预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	2,434.0	3,016.0	3,558.4	4,123.0	4,798.0
营业收入增速	33.94%	23.91%	17.98%	15.87%	16.37%
净利润增长率	52.05%	39.68%	35.04%	31.69%	31.14%
摊薄每股收益(元)	0.41	0.58	0.72	0.95	1.24
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	36.34	27.60	21.05
PEG	0.69	0.85	1.04	0.87	0.68
每股净资产(元)	2.60	2.98	5.08	6.03	7.27
每股现金流量(元)	0.45	0.68	0.48	0.94	1.21
净资产收益率	15.90%	19.39%	14.17%	15.72%	17.10%
市净率	5.70	6.53	5.15	4.34	3.60
总股本(百万元)	314.18	314.18	<b>341.13</b>	<b>341.13</b>	<b>341.13</b>

备注: 市场预测取 聚源一致预期

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 投资要点

- **事件:** 近日, 中国环境报等媒体发布了《环境保护部通报今年环保专项行动有关情况——公布督查中发现的环境违法企业名单》的报道, 其中昆明制药被列入2013环保专项行动督查发现的违法企业名单中。10月16日, 昆明制药发布关于环保核查事项的说明公告: 2013年7月8日, 国家环境保护部在省市环保部门的陪同下对昆明制药环境保护工作进行现场检查, 检查中对公司污水站污泥、活性炭堆场没有防渗漏, 露天堆放的问题提出了完善建议, 公司已制定整改方案, 并于2013年7月23日完成了整改。上述环保督查事项不会对公司生产经营产生持续的影响, 目前公司生产经营情况正常。公司将严格落实环保要求, 把公司的可持续发展与环境保护结合起来, 促进企业的可持续发展。
- **点评:** 根据公司的公告, 我们判断环保核查事项已经完成整改, 无碍公司发展。
- **从我们对终端和渠道的跟踪, 三季度处方药的增速整体受行业性反商业贿赂影响, 我们预计公司主导产品血塞通冻干粉针的渠道库存将在4季度恢复正常。未来一年, 我们判断以下因素可能催化公司股价的表现:**
  - **一、三七降价:** 2012年公司采购三七剪口的价格是684元/公斤, 目前三七剪口的价格是大约400元/公斤, 随着11月三七产新季到来, 三七价格可能进一步下跌, 将直接降低公司明年的生产成本。我们测算三七价格每100元/公斤的变动, 对200mg每支血栓通冻干粉针的成本影响是0.2元。公司的血塞通口服剂型和注射剂今年的三七消耗量估计在300多吨, 三七价格如果下降100元每吨, 公司的净利润可能增加2千多万元。
  - **二、潜力品种医保扩大的预期:** 公司口服剂型的类独家品种血塞通软胶囊(16个省地方医保乙类, 按出厂价计年销售规模约1亿元), 独家品种灯银脑通胶囊(5个省地方医保乙类, 按出厂价计年销售规模约1千万元), 如果能在2014年进入国家医保目录或者进入更多省的地方医保, 将加速成长为大品种。
  - **中长期推荐逻辑:** 继续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。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粉针剂的高景气, 直接竞争

请务必阅读正文之后的重要声明部分

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，产品资源有待进一步挖掘和培育。

- **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，公司口服剂型独家/类独家品种的潜力，公司营销能力的持续加强，维持“买入”评级。考虑三季度处方药行业性的增速压制，我们小幅向下修正盈利预测，预计 2013-2015 年摊薄后 EPS 分别为 0.72、0.95、1.24（前次：0.76、0.99、1.30 元），目标价区间 33.44-34.37 元。
- **风险因素：**三七价格仍然处于相对高位；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	1H13	2013E	2014E	2015E
<b>产品I三七皂甙系列</b>							
其中：三七皂甙原料药、口服制剂、水针							
三七皂甙冻干粉针剂	168.12	302.50	556.00	100.31	750.61	900.73	1,098.89
销售收入	300.68	463.59	683.64	302.87	903.78	1,076.87	1,301.45
增长率 (YOY)	48.10%	54.18%	47.47%	38.24%	32.20%	19.15%	20.85%
占总销售额比重	16.55%	19.05%	22.80%	7.99%	25.44%	26.16%	27.17%
占主营业务利润比重	26.64%	32.77%	40.36%	16.54%	43.54%	45.15%	46.83%
<b>产品II天麻素系列</b>							
销售收入	90.58	120.87	175.56	371.88	235.41	298.63	371.88
增长率 (YOY)	25.80%	33.44%	45.25%	56.91%	34.09%	26.85%	24.53%
占总销售额比重	4.98%	4.97%	5.85%	9.81%	6.63%	7.25%	7.76%
占主营业务利润比重	13.57%	14.03%	15.26%	30.07%	16.64%	17.53%	18.10%
<b>产品III蒿甲醚系列</b>							
销售收入	107.30	165.50	280.96	325.24	295.00	309.76	325.24
增长率 (YOY)	-22.43%	54.24%	69.76%	10.25%	5.00%	5.00%	5.00%
占总销售额比重	5.90%	6.80%	9.37%	8.58%	8.30%	7.53%	6.79%
占主营业务利润比重	1.79%	8.44%	6.46%	6.98%	5.53%	4.84%	4.22%
<b>产品IV其他中成药</b>							
销售收入	216.71	224.32	257.99	427.23	296.69	356.03	427.23
增长率 (YOY)	30.90%	3.51%	15.01%	44.00%	15.00%	20.00%	20.00%
占总销售额比重	11.93%	9.22%	8.60%	11.27%	8.35%	8.65%	8.92%
占主营业务利润比重	21.18%	15.69%	13.60%	17.08%	12.75%	12.73%	12.68%
<b>产品IV化学合成药</b>							
销售收入	387.36	344.81	367.33	488.91	404.06	444.47	488.91
增长率 (YOY)	10.54%	-10.98%	6.53%	21.00%	10.00%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	21.32%	14.17%	12.25%	12.90%	11.37%	10.80%	10.21%
占主营业务利润比重	26.99%	24.81%	20.13%	23.84%	17.91%	16.27%	14.85%
<b>产品IV医药商业</b>							
销售收入	676.55	1,114.91	1,232.99	1,875.23	1,417.94	1,630.63	1,875.23
增长率 (YOY)	32.78%	64.79%	10.59%	32.25%	15.00%	15.00%	15.00%
占总销售额比重	37.23%	45.81%	41.12%	49.46%	39.91%	39.61%	39.15%
占主营业务利润比重	3.39%	4.27%	4.19%	5.49%	3.63%	3.48%	3.32%
<b>销售收入小计</b>	<b>1817.15</b>	<b>2434.00</b>	<b>2998.47</b>	<b>3791.37</b>	<b>3552.88</b>	<b>4116.38</b>	<b>4789.94</b>
<b>销售成本小计</b>	<b>1228.22</b>	<b>1712.72</b>	<b>2042.26</b>	<b>2766.04</b>	<b>2380.01</b>	<b>2709.32</b>	<b>3094.76</b>
<b>毛利</b>	<b>588.93</b>	<b>721.28</b>	<b>956.22</b>	<b>1025.33</b>	<b>1172.87</b>	<b>1407.07</b>	<b>1695.18</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>32.41%</b>	<b>29.63%</b>	<b>31.89%</b>	<b>27.04%</b>	<b>33.01%</b>	<b>34.18%</b>	<b>35.39%</b>

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: 昆明制药子公司净利润贡献 (万元)**

公司名称	主要产品或服务	2013H1 单体净利润	同比增长	股权比例	2013H1 净利润贡献
昆明中药厂	舒肝颗粒、止咳丸、清肺化痰丸等	1835	75.75%	100%	1835
金泰得	三七系列口服制剂、原料药	231	-16.53%	57.39%	133
贝克诺顿	抗生素系列药品	1295	40.64%	50%	648
西双版纳版纳药业	珠子肝泰胶囊与抗肝炎药物市场等傣药	177	72.92%	100%	177
昆明制药集团医药商业	批零兼营、代购代销	417	19.26%	100%	417
云南昆药生活服务	卫生管理、绿化、花卉园艺	-200	—	100%	-200
<b>合计</b>					<b>3,009.07</b>

来源: 齐鲁证券研究所

图 4: 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
<b>营业总收入</b>	<b>1,817</b>	<b>2,434</b>	<b>3,016</b>	<b>3,558</b>	<b>4,123</b>	<b>4,798</b>
增长率	26.64%	33.9%	23.9%	18.0%	15.9%	16.4%
营业成本	-1,228	-1,713	-2,058	-2,382	-2,712	-3,098
% 销售收入	67.6%	70.4%	68.2%	66.9%	65.8%	64.6%
毛利	589	721	958	1,176	1,411	1,700
% 销售收入	32.4%	29.6%	31.8%	33.1%	34.2%	35.4%
营业税金及附加	-10	-15	-22	-26	-30	-35
% 销售收入	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-338	-394	-541	-626	-740	-854
% 销售收入	18.6%	16.2%	18.0%	17.6%	18.0%	17.8%
管理费用	-111	-133	-158	-185	-214	-250
% 销售收入	6.1%	5.5%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%
息税前利润 (EBIT)	130	179	236	339	426	561
% 销售收入	7.1%	7.3%	7.8%	9.5%	10.3%	11.7%
财务费用	-7	-9	-12	-10	14	23
% 销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	-0.3%	-0.5%
资产减值损失	-12	-6	-2	-10	-17	-23
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	423	561
营业利润率	6.1%	6.7%	7.4%	9.0%	10.3%	11.7%
营业外收支	6	12	20	15	17	16
税前利润	117	175	242	334	440	577
利润率	6.5%	7.2%	8.0%	9.4%	10.7%	12.0%
所得税	-19	-30	-41	-57	-74	-98
所得税率	15.9%	17.0%	16.9%	16.9%	16.9%	16.9%
净利润	99	145	201	278	366	480
少数股东损益	13	15	19	32	43	56
归属于母公司的净利润	86	130	182	245	323	424
净利率	4.7%	5.3%	6.0%	6.9%	7.8%	8.8%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	99	145	201	278	366	480
少数股东损益	0	0	0	32	43	56
非现金支出	48	43	42	52	63	72
非经营收益	3	4	8	1	-9	-15
营运资金变动	-59	-53	-37	-169	-101	-124
<b>经营活动现金净流</b>	<b>91</b>	<b>140</b>	<b>213</b>	<b>195</b>	<b>362</b>	<b>469</b>
资本开支	64	43	123	125	134	128
投资	0	0	-82	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-64</b>	<b>-43</b>	<b>-205</b>	<b>-125</b>	<b>-134</b>	<b>-128</b>
股权募资	0	0	0	653	0	0
债权募资	-1	1	120	0	-241	0
其他	-24	-58	-75	-16	-111	-1
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-25</b>	<b>-57</b>	<b>45</b>	<b>637</b>	<b>-352</b>	<b>-1</b>
<b>现金净流量</b>	<b>2</b>	<b>41</b>	<b>53</b>	<b>706</b>	<b>-123</b>	<b>339</b>

资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	200	243	317	991	824	1,108
应收款项	384	437	460	708	820	954
存货	331	388	603	581	661	755
其他流动资产	65	75	138	158	177	200
流动资产	979	1,143	1,518	2,437	2,483	3,017
% 总资产	69.1%	70.2%	70.6%	76.9%	74.8%	76.4%
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%	8.8%	7.2%	5.3%
无形资产	116	128	273	399	542	667
非流动资产	437	486	634	732	837	932
% 总资产	30.9%	29.8%	29.4%	23.1%	25.2%	23.6%
<b>资产总计</b>	<b>1,416</b>	<b>1,630</b>	<b>2,152</b>	<b>3,168</b>	<b>3,320</b>	<b>3,949</b>
短期借款	125	136	244	244	3	3
应付款项	375	476	725	798	914	1,048
其他流动负债	76	82	83	198	109	125
流动负债	576	694	1,052	1,240	1,026	1,175
长期贷款	20	10	22	22	22	22
其他长期负债	0	9	23	23	23	23
<b>负债</b>	<b>596</b>	<b>712</b>	<b>1,097</b>	<b>1,285</b>	<b>1,071</b>	<b>1,220</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>735</b>	<b>818</b>	<b>937</b>	<b>1,732</b>	<b>2,056</b>	<b>2,479</b>
少数股东权益	85	99	118	150	193	249
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,416</b>	<b>1,630</b>	<b>2,152</b>	<b>3,168</b>	<b>3,320</b>	<b>3,949</b>

比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>每股指标</b>						
每股收益 (元)	0.272	0.414	0.578	0.720	0.947	1.243
每股净资产 (元)	2.340	2.604	2.983	5.078	6.028	7.268
每股经营现金净流 (元)	0.289	0.446	0.679	0.476	0.937	1.211
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.300	0.300	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	11.64%	15.90%	19.39%	14.17%	15.72%	17.10%
总资产收益率	6.04%	7.98%	8.44%	7.75%	9.74%	10.73%
投入资本收益率	14.31%	18.18%	19.64%	24.39%	24.47%	28.39%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	26.64%	33.94%	23.91%	17.98%	15.87%	16.37%
EBIT增长率	21.45%	37.98%	32.26%	43.28%	25.74%	31.71%
净利润增长率	46.73%	52.05%	39.68%	35.04%	31.69%	31.14%
总资产增长率	13.81%	15.11%	32.05%	47.25%	4.77%	18.97%
<b>资产管理能力</b>						
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	27.6	20.9	15.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-6.70%	-10.61%	-4.80%	-38.49%	-35.53%	-39.68%
EBIT利息保障倍数	19.4	19.0	20.0	35.3	-30.5	-24.6
资产负债率	42.08%	43.71%	50.97%	40.57%	32.25%	30.91%

来源: 齐鲁证券研究所

**图表 5: 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》
23	2013年8月23日	中报点评《看好持续成长潜力》
24	2013年10月16日	事件点评《环保核查事项无碍公司发展》

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。