

中药 II

昆明制药 (600422. SH) / 24.90 元

13 年预增 20%-30%， 基药大品种和三七降 价利好来年发展

事项

公司预告 2013 年净利润较上半年同比增加 20%-30%，对应净利润为 2.181-2.363 亿元，对应的 EPS 为 0.64-0.69 元，第四季度单季度实现净利润 5448 万-7268 万元，较去年同期增长-8.51%~22.05%，对应 EPS 为 0.16-0.21 元，略低于市场预期。

主要观点

1. 全年络泰、天眩清针剂继续保持增长，核心品种 14 年将受益新版基药目录实现放量：我们预计全年络泰增速 20%+，公司目前占血塞通市场份额 30% 左右，伴随核心品种血塞通冻干粉剂进入新版基药目录，基层市场打开对络泰 14 年增长有利，我们预计伴随基本药物使用比例提升，络泰 14 年有望继续保持 25-30% 的增长；天眩清注射液随着四季度恢复，预计全年实现收入 2-2.5 亿（35%+）。

2. 三七价格 14 年将继续下降为公司贡献业绩：公司三七需求量巨大（仅络泰需求量就在 300 吨左右），三七价格每下降 20% 对应每股收益增加 0.13 元。此外，公司因三七成本上升控制产量的血塞通软胶囊（目前已经进入 7 省医保），14 年将随着三七产量的剧增有望实现 50% 以上增长，三七步入下降通道有利于公司盈利能力的持续提升。

3. 子公司昆明中药厂业绩提升明显：中药厂从去年开始重新构建全国销售体系，提出新中药战略，两个核心品种疏肝颗粒和清肺化痰丸全年有望过亿，我们预计中药厂 13 年净利润 4000 万元以上，同比增加 45%-50%，预计 14 年将继续保持 35% 以上增长。此外，子公司金泰得药业伴随去年 GMP 改造完成和三七普通剂型产品的恢复增长，有望扭亏开始为公司贡献利润。

4. 盈利预测：维持“推荐”评级。公司基药核心品种络泰增长空间广阔，天眩清注射液仍将持续增长，三七价格下行对公司业绩贡献弹性较大，我们预计 13-15 年公司 EPS 分别为 0.68、0.93 和 1.16 元（同比增长 27%、36% 和 25%），目前股价对应的 PE 为 37X、27X、22X。维持“推荐”评级。

风险提示

(1) 产能扩张不达预期；(2) 产品销售不达预期。

证券分析师：于洋

业编号：S0020109021253

Tel: 0755-82828560

Email: yuyang@hcqz.com

研究助理：张伟光

Tel: 010-66500910

Email: zhangweiguang@hcqz.com

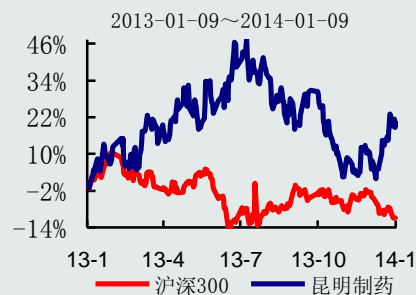
投资评级

投资评级：推荐
 评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	34113
流通 A 股/B 股(万股)	34057/0
资产负债率(%)	48.10
每股净资产(元)	3.55
市盈率(倍)	36.70
市净率(倍)	7.89
12 个月内最高/最低价	30.0/19.01

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《三七降价效应明年显现，基药产品放量可期》	2013-12-31
《看好血塞通放量，业绩快速增长可期》	2012-02-20
《产能释放符合预期，业绩有望保持快速增长》	2011-12-23
《两强联合技术合作，利好长期发展》	2011-11-17
《主营产品快速增长，中期高增长看血塞通放量》	2011-10-24

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1518.09	1684.38	2163.30	2470.36
现金	316.70	366.38	499.43	547.54
应收账款	305.70	396.86	468.27	576.65
其它应收款	48.23	98.48	72.77	139.13
预付账款	121.94	81.26	179.35	128.35
存货	602.72	633.88	828.32	967.37
其他	122.81	107.50	115.15	111.33
非流动资产	633.67	649.59	718.71	787.97
长期投资	3.02	3.02	3.02	3.02
固定资产	292.36	292.24	317.21	346.52
无形资产	203.44	224.72	266.75	306.73
其他	134.86	129.61	131.73	131.71
资产总计	2151.77	2333.96	2882.00	3258.33
流动负债	1050.12	1088.88	1387.08	1449.22
短期借款	241.00	422.87	209.75	483.70
应付账款	318.99	309.15	485.41	457.19
其他	490.13	356.86	691.92	508.34
非流动负债	44.94	33.79	34.75	29.79
长期借款	21.90	17.98	15.33	12.17
其他	23.04	15.81	19.42	17.61
负债合计	1095.06	1122.67	1421.83	1479.01
少数股东权益	118.02	135.41	153.81	171.71
归属母公司股东权益	938.68	1075.89	1306.36	1607.61
负债和股东权益	2151.77	2333.96	2882.00	3258.33

现金流量表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	213.33	81.26	587.90	37.90
净利润	201.18	248.85	334.16	412.96
折旧摊销	44.02	70.47	71.61	76.99
财务费用	11.83	20.02	18.68	18.41
投资损失	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01
营运资金变动	-52.99	-261.11	164.99	-471.21
其它	9.30	3.05	-1.52	0.76
投资活动现金流	-204.90	-89.42	-139.19	-147.01
资本支出	126.65	26.23	63.96	71.84
长期投资	0.06	-0.03	0.02	-0.01
其他	-78.19	-63.22	-75.21	-75.18
筹资活动现金流	44.62	-186.52	-71.29	-132.36
短期借款	125.00	-62.50	31.25	-15.63
长期借款	11.90	-3.92	-2.65	-3.15
其他	-92.28	-120.10	-99.89	-113.58
现金净增加额	53.04	-194.69	377.42	-241.47

利润表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	3016.02	3575.00	4410.00	5310.00
营业成本	2058.26	2441.73	2998.80	3610.80
营业税金及附加	22.30	22.55	29.06	35.91
营业费用	541.39	611.33	740.88	876.15
管理费用	157.59	189.78	232.89	280.91
财务费用	11.83	20.02	18.68	18.41
资产减值损失	2.49	6.01	5.53	7.79
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.01	0.01	0.01	0.01
营业利润	222.17	283.59	384.18	480.04
营业外收入	22.37	18.18	20.27	19.23
营业外支出	2.57	2.30	2.44	2.37
利润总额	241.97	299.47	402.02	496.90
所得税	40.79	50.63	67.86	83.94
净利润	201.18	248.85	334.16	412.96
少数股东损益	19.43	17.38	18.41	17.89
归属母公司净利润	181.75	231.47	315.75	395.06
EBITDA	292.38	380.26	480.16	579.44
EPS (元)	0.53	0.68	0.93	1.16

主要财务比率

	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	23.91%	18.53%	23.36%	20.41%
营业利润	36.14%	27.65%	35.47%	24.95%
归属母公司净利润	39.68%	27.35%	36.41%	25.12%
获利能力				
毛利率	31.76%	31.70%	32.00%	32.00%
净利率	6.67%	6.96%	7.58%	7.78%
ROE	18.41%	20.41%	23.64%	24.39%
ROIC	16.82%	16.75%	21.83%	19.64%
偿债能力				
资产负债率	50.89%	48.10%	49.33%	45.39%
净负债比率	25.17%	36.77%	15.75%	28.17%
流动比率	1.45	1.55	1.56	1.70
速动比率	0.87	0.96	0.96	1.04
营运能力				
总资产周转率	1.60	1.59	1.69	1.73
应收账款周转率	0.10	0.11	0.11	0.11
应付账款周转率	7.32	7.77	7.55	7.66
每股指标(元)				
每股收益	0.53	0.68	0.93	1.16
每股经营现金	0.63	0.24	1.72	0.11
每股净资产	3.10	3.55	4.28	5.22
估值比率				
P/E	31.39	36.70	26.90	21.50
P/B	6.08	7.89	6.50	5.28
EV/EBITDA	19.82	22.94	17.49	14.91

资料来源：公司报表、华创证券

大智慧0825

大智慧0825

华创证券医药组分析师介绍:

于洋: 中科院上海生科院生物化学硕士, 2011 年进入证券行业从事医药行业分析, 2013 年加入华创证券, 主要负责中药、医疗器械行业研究。

胡朝凤: 理学博士, 毕业于武汉大学, 2010 年加入华创证券。主要负责生物制药、医疗服务研究。

康琦: 临床医学专业, 北京大学 EMBA, 曾供职外资制药企业, 2013 年加入华创证券, 现负责化学药品、医药商业上市公司研究。

张伟光: 工学硕士, 曾就职于华润北药集团, 从事医药研发工作两年。2011 年进入华创证券, 2012 年任医药行业助理研究员。

大智慧0825

华创证券机构销售通讯录

大智慧

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京	杨晓昊	机构销售总监	010-66500808	yangxiaohao@hcq.com
	石墨飞	机构销售经理	010-66500836	shizhaofei@hcq.com
	翁波	机构销售经理	010-66500810	wengbo@hcq.com
	赵翌帆	机构销售经理	010-66500809	zhaoyifan@hcq.com
	张春会	机构销售经理	010-66500838	Zhangchunhui@hcq.com
	欧子辰	机构销售经理	010-66500807	ouzichen@hcq.com
广深	李涛	机构销售总监	0755-82027736	litao@hcq.com
	张娟	机构销售经理	0755-82828570	zhangjuan@hcq.com
	孔令瑶	机构销售经理	0755-83715429	konglingyao@hcq.com
	宋唯瑛	机构销售经理	0755-83711905	songweiyi@hcq.com
	刁建楠	机构销售经理	0755-88283039	diaojiannan@hcq.com
	郭佳	机构销售经理	0755-82871425	guojia@hcq.com
	余洋	机构销售经理	0755-83186870	yuyang1@hcq.com
上海	魏媛红	机构销售总监	021-50589152	weiyuanhong@hcq.com
	王维昌	机构销售经理	021-50111907	wangweichang@hcq.com
	李茵茵	机构销售经理	021-50589862	liyinyin@hcq.com
	吴丽平	机构销售经理	021-50581878	wuliping@hcq.com
	晏宗飞	机构销售经理	021-50157561	yanzongfei@hcq.com
	熊俊	机构销售经理	021-50157561	xiongjun@hcq.com
北京、上海	刘小玄	创新业务销售总监	010-66500807 021-50495936	liuxiaoxuan@hcq.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址:北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编:100033
传真:010-66500801

深圳分部

地址:深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融大厦 6 楼 A 单元
邮编:518038
传真:0755-82027731

上海分部

地址:上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编:200122
传真:021-50583558