

设立医药产业基金，加速外延式发展

——设立医药产业基金和2014年一季度报点评

■ **设立医药产业并购基金，外延发展步伐加快。**公司及其高管团队合伙成立昆明智博，智博再与平安财智及其子公司平安智汇共同发起设立医药产业并购基金，目标认缴出资总额不低于5亿元。投资的方向包括：(1) 以心脑血管、神经系统、老年病、抗肿瘤的植物药、化学药、生物制药为主的企业或医疗机构；(2) 以处方药为主、OTC为辅的企业或医疗机构；(3) 大中型医院、民营综合医院。我们认为，公司在医药行业有深厚底蕴，结合平安集团专业化的并购团队，有助于公司成功并购优质项目，为公司持续、快速、健康发展提供保障。

■ **一季度业绩扣非无增长，低于预期，缘于多重因素。**实现收入9.67亿元，同比增长9.43%，实现净利润5391万元，同比增长25.5%，扣非（理财产品收益709万元）后增长0.15%，实现EPS0.16元。母公司实现收入2.91亿元，同比下降12.8%，缘于1) 蒿甲醚产品的销量下滑；2) 低开票比例有所提升；3) 车间GMP认证暂时影响产能。此外，每年Q1占利润比重较低，而13年同期增速较高也是导致今年Q1增速较低的原因。但Q1实现经营性现金净流量185万，比上年同期大幅改善，其中母公司经营性现金净流量7985万元，同比大幅改善，缘于代理商保证金增加。一季度合并报表毛利率30%，较去年同期下降3.09pp，销售费用率和管理费用率分别下降2.26pp和0.20pp。

■ **主打品种增速有望二季度提升，昆明中药厂值得期待。**我们预计Q1冻干血塞通销量增长近10%，血塞通软胶囊亦有所增长，天麻素预计增长20%以上。血塞通粉针Q1低增长有缘于GMP认证和消化去年年底发货的因素。考虑新版GMP认证已于3月底通过，进入正式生产阶段，血塞通增速有望在二季度提升。同时，随着各地招标的开展，公司将新进医院，预计血塞通和天眩清的增速都将较Q1明显提升。同时三七降价将带来毛利率的提升。此外，昆明中药厂有14个独家品种，公司一直在推进营销改革和管理提升，2013年实现净利4281万元，未来将成为新的增长引擎。

■ **重申“增持-A”评级。**血塞通粉针将继续受益于基药政策推进；天眩清享受优质优价具备较强竞争力，同时具有多个口服中药独家品种可以挖掘潜力。公司积极寻求外延式发展，为公司的长期发展开拓增长点。长期激励制度的设计，有助于管理层追求更持续稳健的增长。维持2014-2016年EPS预测为0.88、1.10、1.38元，维持“增持-A”评级和32元目标价。

■ **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)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3,016.0	3,584.3	4,272.6	5,083.1	6,026.1
净利润	181.8	231.6	300.4	375.2	469.9
每股收益(元)	0.53	0.71	0.88	1.10	1.38
每股净资产(元)	2.75	5.15	5.73	6.52	7.61

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	42.5	31.8	25.7	20.6	16.4
市净率(倍)	8.2	4.4	3.9	3.5	3.0
净利润率	6.0%	6.5%	7.0%	7.4%	7.8%
净资产收益率	19.0%	12.5%	15.4%	16.7%	17.7%
股息收益率	1.2%	0.0%	1.3%	1.4%	1.3%
ROIC	25.2%	25.1%	20.3%	24.4%	32.0%

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

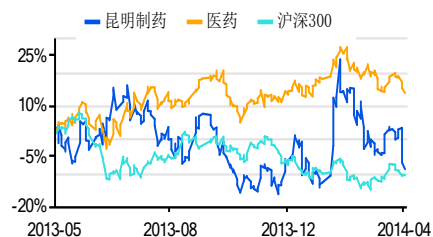
股价(2014-04-25)

22.63元

交易数据

总市值(百万元)	7,719.78
流通市值(百万元)	7,707.12
总股本(百万股)	341.13
流通股本(百万股)	340.57
12个月价格区间	21.00/31.02元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	%	1M	3M	12M
相对收益	-5.09	2.68	0.87	
绝对收益	-5.39	-0.79	-11.29	

邹敏

分析师

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

叶寅

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513100001
yeyin@essence.com.cn
021-68763590

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

相关报告

- 三季度增速有所放慢，基药 2013-10-28
- 独家前景仍然向好
- 注射剂持续高增长，利润率 2013-08-26
- 提升促业绩超预期

——2013年中报点评

昆明制药，中药制剂产品 2014-04-27

■ 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、叶寅、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。

■ 销售联系人

上海联系人	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
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@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
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@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

