

## 昆明制药 (600422)

# 顺应形势促变革，短期费用高企，长期期待改革红利

### 推荐(首次)

现价：26.93 元

#### 主要数据

行业	平安生物医药
公司网址	www.kpc.com.cn
大股东/持股	华方医药科技有限公司 /18.83%
实际控制人/持股	汪力成/10.32%
总股本(百万股)	341
流通 A 股(百万股)	340
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	91.87
流通 A 股市值(亿元)	91.66
每股净资产(元)	5.24
资产负债率(%)	33.9

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

#### 证券分析师

邹敏  
投资咨询资格编号  
S1450511080003  
Zoumin787@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

**事项：**公司公布三季报，前三季度实现收入 29.5 亿元，同比增 11.77%，实现净利润 2.03 亿元，同比增 24.17%，实现扣非净利润 1.75 亿元，同比增 9.73%。EPS0.60 元。第三季度，实现收入 9.52 亿元，同比增 15.31%，实现净利润 0.55 亿元，同比增 17.41%，扣非净利润 0.45 亿元，同比增 0.90%，EPS0.16 元。

#### 平安观点：

#### ■ 顺应形势，力促管理变革，短期费用高企，长期期待红利

我们了解到，大股东华立集团深刻认识到互联网时代的冲击和行业竞争的日趋激烈，提出企业必须改变传统思维、大胆创新，从变化莫测的市场中赢得先机、不断发展。在此背景下，公司自年初以来，一直酝酿着管理体制的系统变革。包括：1) 扁平化的组织架构调整，建立按产品划分的七大事业部制，实行充分授权、责权利统一，压缩层级，加强对市场的响应速度；2) 内部市场化，如生产部门计算内部加工费，若高于外部供应商报价，则转向生产外包，倒逼内部部门以市场为标杆，提高效率；3) 推进营销模式的调整，扩充销售力量，结合自有队伍和代理商队伍，加大对终端的控制力，等等。

受此影响，短期费用上升明显，前三季度销售费用率上升了 2.4 个百分点至 18.5%，我们预计变革时公司会加大费用计提，用于扩充销售队伍，加大市场投入；管理费用率保持相对平稳。但从长期来看，如果改革成功，将会明显提升公司经营效率，释放改革红利。

#### ■ 血塞通、天眩清平稳增长，成本下降将显著体现在四季度

前三季度，预计拳头产品冻干血塞通、天麻素注射液销售额同比增长约 10%、25%左右，与半年度增速接近，预计管理变革会使部分销售人员产生观望情绪，影响销售的放量。但三季度收入较半年度有所加快，预计与医药商业业务收入的加速发展有关。此外，三七成本下降对毛利率的提升在 3 季度继续体现，9 月份以来三七 120 头报价已经回落至 200 元/公斤以下，综合毛利率同比上升 1.7 个百分点至 31.8%。考虑到三七价格持续下降，四季度毛利率还将继续上升。

#### ■ 子公司经营继续改善

昆明中药厂的营销改革显现成效，预计前三季度实现 30-40% 的增长；化药子公司昆明贝克诺顿去年基数较低，预计前三季度的增速在 30% 左右；生产三七软胶囊的金泰得子公司受益于三七价格的下跌，上半年扭亏为盈，预计全年有望实现 5-600 万元净利润。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	3016	3584	4273	5083	6026
YoY(%)	23.9	18.8	19.2	19.0	18.6
净利润(百万元)	182	232	301	375	468
YoY(%)	39.7	27.4	29.9	24.5	25.0
毛利率(%)	31.8	29.2	31.0	31.6	32.0
净利率(%)	6.0	6.5	7.0	7.4	7.8
ROE(%)	19.0	12.5	15.8	17.7	19.7
EPS(摊薄/元)	0.53	0.71	0.88	1.10	1.37
P/E(倍)	50.5	37.8	30.5	24.5	19.6
P/B(倍)	9.8	5.2	4.8	4.4	4.0

## ■ 继续内生、外延双轨策略，标的选择更聚焦

除了内生发展，公司也非常看重外延式发展战略，已成立并购基金专门从事外延式拓展。但在管理变革的背景下，在并购标的选择上更加聚焦，明确要重点发展天然植物药、生物制药和心脑血管专科医院，一来是巩固公司通过血塞通和天眩清建立的心脑血管领域的竞争优势，二来是积极进入发展前景广阔的生物制药领域，如近期公司公告的，拟以建立中外合资企业的方式与海外研发团队合作，投资 Diabegone（长效降糖药，GLP-1 IgG2-Fc 融合蛋白）项目，拟投入金额 8,313 万人民币，持股比例 51%。未来我们预期公司在外延式发展上会继续有所斩获。

## ■ 投资建议：

公司拥有不错的产品组合：主导产品血塞通粉针有望受益于国家对基药使用比例要求的规定；天眩清享受优质优价具备较强竞争力；昆明中药厂具有多个口服中药独家品种可以挖掘潜力。同时，公司正致力于管理体制变革，虽然短期造成费用高企，但未来的改革红利值得期待。此外，公司采取稳健积极的外延式发展战略，开拓新的增长点。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，是资本市场上不可多得的“长线思考”的公司。我们预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.88、1.10、1.37 元，首次给予“推荐”评级和 35 元目标价，相当于 32 倍 2015PE。

## ■ 风险提示：

- 1) 反商业贿赂、药品招标降价风险、医保控费等行业性风险。
- 2) 管理改革不达预期、外延式发展不达预期等风险。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2012A	2013	2014E	2015E	2016E	
<b>流动资产</b>	1518	2058	2365	2627	3270	
现金	317	334	594	690	779	
应收账款	354	421	481	592	680	
其他应收款	106	122	148	173	208	
预付账款	122	64	170	111	208	
存货	603	565	778	806	1061	
其他流动资产	619	1118	971	1060	1394	
<b>非流动资产</b>	634	827	809	799	778	
长期投资	3	0	0	0	0	
固定资产	292	302	327	331	319	
无形资产	203	212	212	211	210	
其他非流动资产	135	314	270	258	249	
<b>资产总计</b>	2152	2886	3174	3426	4048	
<b>流动负债</b>	1050	973	1103	1144	1511	
短期借款	241	30	0	0	0	
应付账款	319	317	420	449	598	
其他流动负债	490	626	683	695	913	
<b>非流动负债</b>	45	34	22	26	27	
长期借款	22	0	0	0	0	
其他非流动负债	23	34	22	26	27	
<b>负债合计</b>	1095	1007	1125	1170	1538	
少数股东权益	118	121	145	170	195	
股本	314	341	341	341	341	
资本公积	199	853	853	853	853	
留存收益	424	561	710	892	1121	
归属母公司股东权益	939	1758	1904	2087	2315	
<b>负债和股东权益</b>	2152	2886	3174	3426	4048	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	
<b>经营活动现金流</b>	213	242	470	336	367	
净利润	201	236	301	375	468	
折旧摊销	44	45	55	63	70	
财务费用	12	20	-5	-10	-12	
投资损失	0	-5	0	0	0	
营运资金变动	-37	-394	96	-117	-185	
其他经营现金流	-7	340	24	25	25	
<b>投资活动现金流</b>	-205	-721	-38	-53	-50	
资本支出	-144	-9	-38	-53	-50	
长期投资	-3	3	0	0	0	
其他投资现金流	-58	-716	0	0	0	
<b>筹资活动现金流</b>	45	488	-172	-186	-228	
短期借款	125	-211	-30	0	0	
长期借款	12	-22	0	0	0	
普通股增加	0	27	0	0	0	
资本公积增加	2	655	-3	0	0	
其他筹资现金流	-94	39	-139	-186	-228	
<b>现金净增加额</b>	53	8	260	96	89	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	
<b>营业收入</b>	3016	3584	4273	5083	6026	
营业成本	2058	2539	2948	3477	4098	
营业税金及附加	22	23	27	34	39	
营业费用	541	542	699	840	996	
管理费用	158	190	222	269	319	
财务费用	12	22	-5	-10	-12	
资产减值损失	2	7	5	5	5	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
投资净收益	0	5	0	0	0	
<b>营业利润</b>	222	266	377	468	580	
营业外收入	22	19	15	15	15	
营业外支出	3	2	2	2	2	
<b>利润总额</b>	242	284	390	481	593	
所得税	41	48	66	81	100	
<b>净利润</b>	201	236	325	400	493	
少数股东损益	19	4	24	25	25	
<b>归属母公司净利润</b>	182	232	301	375	468	
EBITDA	277	333	427	521	639	
EPS (元)	0.53	0.71	0.88	1.10	1.37	

主要财务比率		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力</b>						
营业收入(%)	23.9	18.8	19.2	19.0	18.6	
营业利润(%)	36.1	19.8	41.9	23.9	24.1	
归属于母公司净利润(%)	39.7	27.4	29.9	24.5	25.0	
<b>获利能力</b>						
毛利率(%)	31.8	29.2	31.0	31.6	32.0	
净利率(%)	6.0	6.5	7.0	7.4	7.8	
ROE(%)	19.0	12.5	15.8	17.7	19.7	
ROIC(%)	25.2	25.1	20.3	26.9	31.2	
<b>偿债能力</b>						
资产负债率(%)	50.9	34.9	35.4	34.1	38.0	
净负债比率(%)	30.6	27.3	31.4	23.2	19.0	
流动比率	1.4	2.1	2.1	2.3	2.2	
速动比率	0.9	1.5	1.4	1.6	1.5	
<b>营运能力</b>						
总资产周转率	1.6	1.4	1.4	1.5	1.6	
应收账款周转率	8.5	9.3	9.5	9.5	9.5	
应付账款周转率	10.7	11.3	11.6	11.7	11.5	
<b>每股指标(元)</b>						
每股收益(最新摊薄)	0.53	0.71	0.88	1.10	1.37	
每股经营现金流(最新摊薄)	0.68	0.71	1.38	0.98	1.08	
每股净资产(最新摊薄)	2.8	5.2	5.6	6.1	6.8	
<b>估值比率</b>						
P/E	50.5	37.8	30.5	24.5	19.6	
P/B	9.8	5.2	4.8	4.4	4.0	
EV/EBITDA	22.1	23.4	20.4	16.6	13.4	

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	