昆药集团 (600422.SH)　中药行业

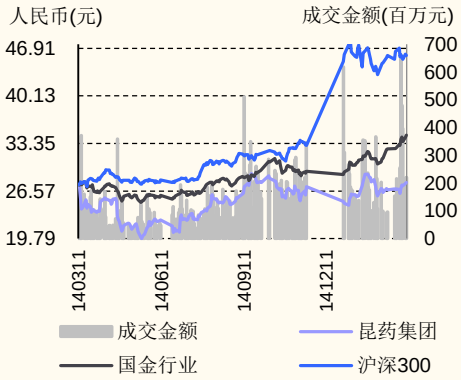
评级：增持　下调评级　　**业绩点评**

市场价格（人民币）：27.77 元
目标价格（人民币）：30.00-35.00 元

长期竞争力评级：等于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	340.36
总市值(百万元)	9,473.19
年内股价最高最低(元)	29.07/19.79
沪深 300 指数	3520.61
上证指数	3286.07



相关报告

1.《大股东全额认购定增,收购华方科泰;》, 2014.12.30

2.《核心品种维持高增长,二线业务拖累增速;》, 2014.3.14

燕智　分析师 SAC 执业编号：S1130513080009
(8621)60230222
yanz@gjzq.com.cn

李敬雷　分析师 SAC 执业编号：S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

黄挺　分析师 SAC 执业编号：S1130511030028
(8621)60230220
huangting@gjzq.com.cn

业绩有望底部回升，大股东增持彰显信心；

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.679	0.857	1.073	1.336	1.638
每股净资产(元)	5.15	5.64	6.36	6.96	8.09
每股经营性现金流(元)	0.71	1.11	1.56	1.65	1.74
市盈率(倍)	34.74	28.97	25.59	20.57	16.77
行业优化市盈率(倍)	40.26	43.45	51.29	51.29	51.29
净利润增长率(%)	27.44%	26.17%	25.29%	24.45%	22.65%
净资产收益率(%)	13.20%	15.20%	16.88%	19.20%	20.24%
总股本(百万股)	341.13	341.13	341.13	341.13	341.13

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 昆药集团 2014 年实现销售收入 41.2 亿，同比增长 15%，实现净利润 2.92 亿元，同比增长 26.17%，扣非后净利润增长 17.6%，实现每股 EPS 0.86 元，基本符合预期。

经营分析

- **药品收入增长缓慢，渠道控货短期承压：**公司天然植物药系列实现收入 15 亿元，同比增长 4.5%，受益于三七降价毛利率提升 7.6 个 PP；化学药同比增长 12.7%，毛利率较上年同期提升 2.21 个 PP；医药商业 20.9 亿，同比增长 27%。
- 销售改革导致主导产品增速放缓：注射用血塞通由于四季度控货消化渠道库存，全年销量下滑 10%，今年将恢复稳健增长；天眩清增长 9%左右，市场占有率继续提升，今年增速也有望改善；血塞通软胶囊销量同步增长 16%。
- 子公司稳健增长，金泰得扭亏为盈。昆明制药厂继续推广精品昆中药系列产品，2014 年实现收入 4 亿元，实现净利润 4281 元，同比增长 21%；昆明贝克诺顿实现收入 5.5 亿元，净利润 2698 万元，同比增长 28.5%；金泰得实现收入 1.78 亿元，净利润 467 万元，较上年-1529 万元亏损实现大幅扭亏为盈。
- 大股东 12.5 亿认购定增，彰显发展信心。昆明制药公告非公开增发方案，大股东华方医药 12.5 亿全额认购 5238 万股，发行价格 23.66 元/股，锁定期三年。公司另公告以 2.5 亿现金收购北京华方科泰医药 100%股权，华方科泰医药是大股东华方医药旗下资产。

盈利调整

- 我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 1.07 元，1.34 元，1.64 元，同比增长 25%，24%，23%，给予“增持”评级。

投资建议

- 公司大股东全额认购定增彰显对股价的信心，公司专门成立并购基金努力实现跨越式发展，是传统处方药企业求新求变的典型代表。
- 风险提示：血塞通招标降价，中药注射剂限用风险

敬请参阅最后一页特别声明

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	2	7
增持	0	0	0	0	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**1.00**	**1.36**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

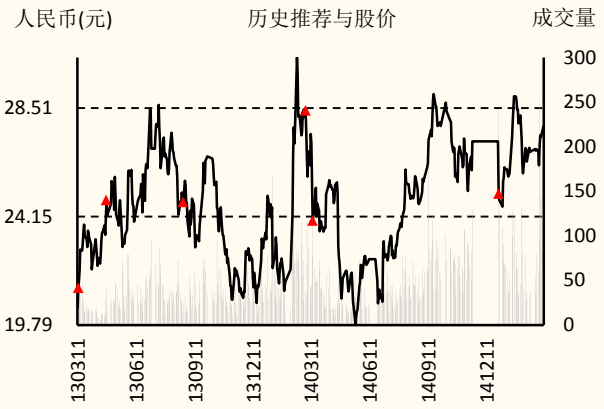
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2013-03-12	买入	21.09	N/A
2	2013-04-25	买入	24.81	N/A
3	2013-08-23	增持	25.38	N/A
4	2014-03-14	买入	25.95	34.00～38.00
5	2014-12-30	买入	27.17	40.00～45.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归"国金证券股份有限公司"（以下简称"国金证券"）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为"国金证券股份有限公司"，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-61620767

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD