中国平安 PING AN 平安证券公司

生物医药

2015 年 08 月 20 日

昆药集团 (600422)

非公开发行成功过会意义重大，外延并购步伐有望加快

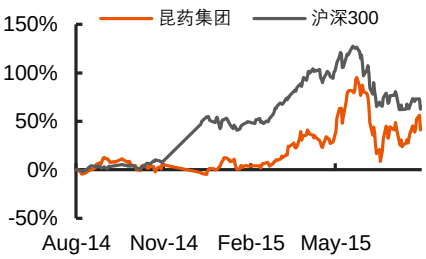
强烈推荐（维持）

现价：36.80 元

主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.kpc.com.cn
大股东/持股	华方医药科技/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）	125.54
流通 A 股市值(亿元)	125.29
每股净资产(元)	5.69
资产负债率(%)	33.20

行情走势图



相关研究报告

《昆药集团*600422*对外加快并购，对内继续营销改革，布局“互联网+”》 2015-08-06

证券分析师

魏巍 投资咨询资格编号 S1060514110001 021-20632019 WEIWEI093@pingan.com.cn

邹敏 投资咨询资格编号 S1060514080003 021-20662997 ZOUMIN787@pingan.com.cn

叶寅 投资咨询资格编号 S1060514100001 021-22662299 YEYIN757@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：

公司于8月19日公告非公开发行股票申请获证监会审核通过。

平安观点：

- **我们认为此次非公开发行成功过会意义重大：**1）公司大股东华方医药将以现金方式全额认购本次非公开发行的全部股份，持股比例将由 18.83%提升至 30.14%，对公司的控制力将得到进一步增强；2）此次募集资金 12.5 亿元，除用于收购华方科泰 100%股权、中药现代化提产扩能建设等项目之外，还将进一步充实公司现金，增强外延并购的实力；3）公司积极推进以产品导向的海内外并购，在 2015 年预算计划安排中，也明确提出约 7 亿元资金用于投资并购，随着非公开发行落地，预计外延并购将会加快步伐。
- **核心逻辑：**1）互联网思维下，去“中间层”的营销改革持续推进，树立面向消费者的品牌战略；2）口服剂型逐步取代粉针剂型成为增长引擎，三七价格下降后成本效应体现显著；3）大股东年初通过定增增加持股比例，企业家二代逐渐走向前台，和管理层一起在 30 元附近坚定增持，彰显对公司发展信心十足；4）产品线日渐丰富，聚焦慢病领域，延伸至化药及生物药；5）积极推进以产品导向的海内外并购，外延式并购将成为 2015 年的主旋律，有望打造更多利润增长点；6）布局“互联网+”，全力孵化“医生社群”、“患者社群”两大项目。
- **投资建议：重申“强烈推荐”评级，第一目标价 48 元。**我们认为，公司对外加快并购，对内继续营销改革，布局“互联网+”，打造以心脑血管疾病为代表的慢病领域的国际化企业，预计未来三年保持 30%的业绩增长，当前估值 30X2015，具有较强的安全边际，同时兼具进攻性。2015-2016 年 EPS 分别为 1.21、1.59 元，第一目标价 48 元，相当于 2016 年 30 倍 PE。
- **风险提示：**新药研发进度低于预期，外延扩张进度低于预期。

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万元)	3016	3584	4121	4900	5419
YoY(%)	23.9	18.8	15.0	18.9	10.6
净利润(百万元)	182	232	292	412	544
YoY(%)	39.7	27.4	26.2	41.0	32.1
毛利率(%)	31.8	29.2	29.9	34.0	35.4
净利率(%)	6.0	6.5	7.1	8.4	10.0
ROE(%)	19.0	12.5	15.0	18.8	20.3
EPS(摊薄/元)	0.53	0.68	0.71	1.21	1.59
P/E(倍)	69.1	54.2	51.7	30.5	23.1
P/B(倍)	13.4	7.1	6.5	5.8	4.8

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
流动资产	2058	1902	2290	2726
现金	334	565	647	1110
应收账款	421	486	602	602
其他应收款	122	127	145	180
预付账款	64	99	81	114
存货	565	489	678	585
其他流动资产	1118	625	814	721
非流动资产	827	1122	1027	1036
长期投资	0	0	0	0
固定资产	302	466	447	429
无形资产	212	265	263	262
其他非流动资产	314	391	316	345
资产总计	2886	3024	3317	3762
流动负债	973	909	946	923
短期借款	30	104	0	0
应付账款	317	275	371	328
其他流动负债	626	529	575	595
非流动负债	34	66	70	70
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	34	66	70	70
负债合计	1007	974	1016	993
少数股东权益	121	125	147	164
股本	341	341	341	341
资本公积	853	846	749	765
留存收益	561	734	1063	1498
归属母公司股东权益	1758	1924	2153	2605
负债和股东权益	2886	3024	3317	3762

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
经营活动现金流	242	379	320	599
净利润	236	308	412	544
折旧摊销	45	58	49	53
财务费用	20	11	7	-4
投资损失	-5	-23	-15	-15
营运资金变动	-394	286	-155	5
其他经营现金流	340	-261	22	17
投资活动现金流	-721	48	64	-49
资本支出	-9	-53	-48	-48
长期投资	3	0	0	0
其他投资现金流	-716	101	112	-1
筹资活动现金流	488	-189	-301	-88
短期借款	-211	74	-104	0
长期借款	-22	0	0	0
普通股增加	27	0	0	0
资本公积增加	655	-7	-100	16
其他筹资现金流	39	-257	-96	-104
现金净增加额	8	238	83	462

利润表 单位：百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	3584	4121	4900	5419
营业成本	2539	2887	3232	3499
营业税金及附加	23	27	33	35
营业费用	542	653	843	921
管理费用	190	215	283	315
财务费用	22	12	7	-4
资产减值损失	7	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	5	23	15	15
营业利润	266	340	507	658
营业外收入	19	27	15	15
营业外支出	2	1	2	2
利润总额	284	366	520	671
所得税	48	58	86	111
净利润	236	308	434	561
少数股东损益	4	15	22	17
归属母公司净利润	232	292	412	544
EBITDA	333	408	562	707
EPS（元）	0.68	0.71	1.21	1.59

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力				
营业收入(%)	18.8	15.0	18.9	10.6
营业利润(%)	19.8	27.6	49.2	29.9
归属于母公司净利润(%)	27.4	26.2	41.0	32.1
获利能力				
毛利率(%)	29.2	29.9	34.0	35.4
净利率(%)	6.5	7.1	8.4	10.0
ROE(%)	12.5	15.0	18.8	20.3
ROIC(%)	25.1	19.4	32.7	37.4
偿债能力				
资产负债率(%)	34.9	32.2	30.6	26.4
净负债比率(%)	27.3	31.4	12.3	12.8
流动比率	2.1	2.1	2.4	3.0
速动比率	1.5	1.6	1.7	2.3
营运能力				
总资产周转率	1.4	1.4	1.5	1.5
应收账款周转率	9.3	9.1	9.0	9.0
应付账款周转率	11.3	13.9	15.2	15.5
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.68	0.71	1.21	1.59
每股经营现金流(最新摊薄)	0.71	1.11	0.94	1.76
每股净资产(最新摊薄)	5.2	5.6	6.3	7.6
估值比率				
P/E	54.2	51.7	30.5	23.1
P/B	7.1	6.5	5.8	4.8
EV/EBITDA	23.4	19.3	21.1	16.1

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±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±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，为该类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：

此报告旨为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 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN

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 邮编：518048 传真：（0755）82449257	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼 邮编：200120 传真：（021）33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033