

昆药集团 (600422)

业绩超预期，内生增长强劲，外延并购加快

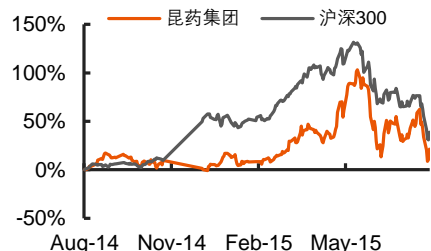
强烈推荐 (维持)

现价: 29.88 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)	101.93
流通 A 股市值(亿元)	101.73
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*非公开发行成功过会意义重大，外延并购步伐有望加快》 2015-08-20

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
ZOUJIN787@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:

公司公布2015年半年报，报告期内实现营业收入、归属上市公司股东净利润分别为20.86亿、2.16亿元，同比分别增长6.85%、45.82%；扣非后归属上市公司股东净利润1.97亿元，同比增长52.93%；实现每股收益0.63元，略好于预期。

平安观点:

- 完成以业务为驱动的“倒三角”、“扁平化”组织架构调整，去“中间层”的精细化营销改革持续推进，树立面向消费者的品牌战略。1) 互联网思维下，实现跨部门、跨壁垒合作，整合集团资源，以用户为中心，以互联网+大健康为项目主要运营领域，打造与医疗和医改方向相契合的、将医生、患者、企业捆绑在一起的智慧医疗生态圈；2) 减少中间代理商层，逐步取消全国总代，以自己的商务队伍直接管理市级代理商，实现扁平化管理；3) 树立面向消费者的品牌，做强 OTC 渠道和产品 (以血塞通软胶囊和昆明中药厂品种为主)，产品战略从注射剂走向口服剂，血塞通软胶囊是重点产品。
- 口服剂型将逐步取代粉针剂型成为内生增长引擎，毛利率大幅提升主要得益于三七价格的显著下降。1、上半年天然植物药系列销售收入 8.86 亿，同比增长 3.14%，毛利率大幅提升至 67.92%，较去年同期上升 10.99pp，其中 1) 血塞通软胶囊凭借优秀的疗效、性价比，异军突起，实现近 40% 的高增长。目前在天然植物药的销售占比接近 20%，我们判断，在当前的医保趋势下，疗效、性价比突出的口服剂型将逐步取代粉针剂型成为内生增长引擎，未来仍有上升的空间。2) 受益于二级医院学术推广的加强和基层商务推广的推进，预计血塞通冻干粉针收入保持稳健增长；3) 毛利率大幅提升主要得益于三七价格的显著下降，考虑到供需要状况，我们预计两年内三七价格较为稳定，公司也将趁低位储备库存；4) 天眩清系列和昆明中药厂保持较高速增长，预计收入增速分别为 15%左右和 25-30%；

	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)	56.1	44.0	42.0	24.7	18.7
P/B(倍)	10.9	5.8	5.3	4.7	3.9

2、化学药销售收入 2.12 亿，同比增长 10.11%，全资控股贝克诺顿后将进一步增厚化药板块业绩；
3、医药商业实现营业收入 9.64 亿，保持 8.71%的稳定增长。

- **布局“互联网+大健康”，积极探索药品推广和慢病管理等新型商业模式。** 1) 全力孵化“医生社群”、“患者社群”两大项目，着重对“医生”、“患者”、“代理商”进行布局，通过指导用药等推广模式，发挥在心脑血管慢病领域的先天优势；2) 以小微创客的模式试点实施能够与互联网接洽的项目，西双版纳四塔傣医药传习馆建立互联网流量吸入口，迈出大健康产业的第一步；3) 昆药医院建设完成，借助互联网平台，整合医疗资源，开启慢病管理新模式。
- **产品线日渐丰富，聚焦慢病领域，延伸至化药及生物药。** 1) 聚焦慢病的战略定位核心为心脑血管治疗领域，目前植物药研发平台已构建完成，将有 6 个创新植物药陆续申报临床，未来主要是以项目收购为主；2) 化药处于快速切入期，全资控股贝克诺顿后将在国内独家代理 TEVA，未来或将陆续引进高端仿制药；3) 生物药当前处于培养期，与国家“千人计划”专家王庆华教授合作开发的长效降糖药 GLP-1（胰高血糖素样肽-1）融合蛋白目前正在做临床前研究，预计 2016 年申报临床，并出资 500 万美元参与 Rani 公司 C 轮融资，进入前景广阔的新型生物口服制剂（糖针胶囊）领域，未来可将 Rani 公司作为公司新型给药技术的国际技术平台。
- **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。** 1) 参股平安财智医药并购基金、昆明诺泰医药并购基金，加快医药产业并购，围绕心脑血管、神经性疾病和老年性疾病布局；2) 参股杭州海邦生物创投基金，寻找海外人才创业的优质医药项目；3) 投资平安创投医疗健康基金项目，专注国外早期创新型医疗健康企业；4) 另外在 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。
- **投资建议：维持“强烈推荐”评级，第一目标价 48 元。** 我们认为，公司发展战略清晰，未来将依托互联网，打造聚焦心脑血管慢病领域的国际化企业；随着公司现有业务和组织架构逐步理顺，内生增长动力强劲；同时外延并购将成为公司 2015 年的主旋律，有望打造更多利润增长点；另外面向大股东的定增成功过会以及企业家二代逐渐走向前台将确保公司战略落地，管理层激励计划也将保障业绩增长，预计未来三年保持 30%的业绩增长，当前估值不到 25X2015，具有较强的安全边际，同时兼具进攻性。我们预测公司 2015-2016 年 EPS 分别为 1.21、1.59 元，维持“强烈推荐”的评级，第一目标价 48 元，相当于 2016 年 30 倍 PE。
- **风险提示：** 药品市场推广低于预期和降价风险，新药研发进度低于预期，外延扩张进度低于预期。

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	44.0	42.0	24.7	18.7
P/B	5.8	5.3	4.7	3.9
EV/EBITDA	23.4	19.3	16.9	12.8

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替行使独立判断。

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 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

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

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

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