

调研点评报告
昆药集团 (600422)
中药 III
内生增长确定，期待战略转型
报告日期: 2016-04-15

评级: **推荐**
 上次评级: 推荐

目标价: **33.7-41**
 上次预测: 30

当前价格 (元)	30.82
52 周价格区间 (元)	25.45-50.05
总市值 (百万)	11893.42
流通市值 (百万)	10268.02
总股本 (万股)	39434.43
流通股 (万股)	34045.16
公司网址	www.kpc.com.cn

一年期收益率比较


表现%	1m	3m	12m
昆药集团	12.24	-5.26	-303.10
上证综指	7.79	2.48	-25.47

财富证券研究发展中心
汤佩徽

 0731-84779511
 tangph@cfzq.com
 S0530513110001

相关研究报告:

预测指标	2015A	2016E	2017E
主营收入 (百万元)	4915.69	5523.18	6271.90
净利润 (百万元)	420.85	530.60	666.32
每股收益 (元)	1.07	1.35	1.69
每股净资产 (元)	8.40	9.32	10.47
市盈率	28.80	22.85	18.19
P/B	3.66	3.30	2.94

资料来源: 财富证券

投资要点

➤ **2015 年业绩快速增长主要源于营销精细化改革+原材料三七价格下跌。**2015 年公司医药商业实现收入 25 亿元，医药制造实现收入 24 亿左右，整体收入增长 13.9%，其中医药制造业务增速 20% 左右。公司在 2015 年对公司的营销体系进行精细化改革，推行事业部制，划分络泰、天眩清、血塞通软件、特色口服药和普药等五大事业部，并对事业部充分授权，将渠道下沉至市县级甚至是单个医院，加大了络泰等主要产品和特色口服中药等新品种的推广，带动公司各产品的快速增长。

从具体产品来看，公司的核心产品血塞通注射剂 (络泰) 2015 年实现销售规模 5.1 亿，与 2014 年基本持平；二线产品快速增长，血塞通软胶囊剂实现收入 1.19 亿元，同比增长约 30%；天麻注射剂 (天眩清) 销售收入为 2.82 亿元，增长 30% 左右。公司旗下子公司发展势头良好，化药平台贝克诺顿实现收入 6.6 亿元，同比增长 18% 左右；中药 OTC 平台昆中药实现收入 5.14 亿元，同比增长 28.79%。2015 年净利润整体同比增长 45.71%，高于收入增速的主要原因在于原材料三七价格的显著回落，以血塞通注射液为代表的心脑血管疾病系列产品的毛利率大幅提升 15 个百分点，节省生产成本 7000-8000 万元。

➤ **二线产品有望持续发力，内生增长仍有空间。**公司主要产品血塞通注射液是三七皂苷类心脑血管疾病用药，主要竞争对手包括中恒集团血栓通 (50%) 和珍宝岛血塞通 (30%)，公司市场份额约为 20% 左右。在医保控费背景下，传统中药注射剂市场增速逐渐放缓，但由于中恒集团受董事长立案调查影响血栓通销售大幅下滑，腾挪出一定的市场空间，对血塞通注射液销售有一定利好，因此整体来看，血塞通注射剂有望保持平稳增长。血塞通软胶囊相比注射剂型在安全性方面具有显著优势，已进入 16 个省市地方医保，但是 80% 销售主要集中在北京、广州、浙江和昆明等城

市，因此随着市场深度和覆盖度的提升，未来 3 年有望保持 30% 的增长；天眩清主要用于镇静催眠，属于化药批文，在天麻素制剂细分市场占有率接近 60%，随着公司在医院市场学术推广力度的加强，有望继续保持 20% 以上的增长；昆中药随着 OTC 药品价格放开和销售渠道逐渐向外省扩张，有望保持 20% 左右的增长；而主要原材料三七价格未来 5 年大幅上涨的概率较小，不会造成成本压力。

- **大股东全额认购定增，充实现金储备，外延并购有望加速。**2015 年 8 月，公司定增方案获得通过，定增价为 23.66 元/股，大股东华方医药以 12.5 亿元现金全额认购，持股比例由 18.83% 提升至 30.14%。此次定增后，公司现金储备金进一步充实，为外延并购奠定提供坚实基础。其实近两年来，公司在外延并购方面已经进行积极探索，与王庆华教授为法人代表香港医韵医药技术有限公司组建合资公司，共同开发长效降糖药 GLP-1 融合蛋白，涉足糖尿病领域；投资 500 万美元参与 Rani 公司 C 轮融资，布局糖针胶囊。随着战略定位的改变，打造聚焦心脑血管、专注慢病领域的国际化药品提供商，并提升化药、生物药制剂领域的竞争力，因此预计未来外延并购将加快步伐。
- **盈利预测与投资评级。**预计公司 2016-2018 年 EPS 为 1.35 元、1.69 元和 2.06 元，对于当前股价 PE 为 23X、18X 和 15X。我们认为公司内生性快速增长具有确定性，随着公司战略定位的转变，将会加快以产品为导向的国内外并购。参考申万中成药子行业 2016 年平均估值为 25X，给予公司合理估值为 25-30X，合理价格为 33.7-41 元，给予“推荐”评级。
- **风险提示。**医保控费背景下，血塞通注射液销售加速放缓；血塞通软胶囊和天眩清销售不及预期。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6 - 12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10%以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5% - 10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为 -5% - 5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5%以上;

免责声明

本报告仅供财富证券有限责任公司内部客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研发中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研发中心

网址: www.cfzq.com

地址: 湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编: 410005

电话: 0731-84403360

传真: 0731-84403438