

中药 II

**昆明制药 (600422. SH) / 15.48 元**

## 两强联合技术合作，利好长期发展

### 事项

公司与黑龙江珍宝岛签署《关于注射用血塞通（冻干）标准及专利等相关事宜进行合作的框架协议》，在产品标准制定、制作技术等方面进行合作。

### 主要观点

- 1、两强联合成为标准制定者，携手做大血塞通市场：**公司与珍宝岛均是血塞通制剂的主要生产厂家，本次强强联合在标准制定方面进行合作，共同成为血塞通产品的标准制定者，我们认为此次合作在短期内能够规避两类竞争，一方面较为有效的化解公司与珍宝岛之间的产品竞争，另一方面提高产品质量标准无形中给同类产品以及后进入市场的竞品建立起一道技术壁垒，确立了两公司产品权威地位，利好产品长期发展。11 年前三季度血塞通粉针快速增长，营收增速达 50% 以上，奠定了公司快速增长的基础，12 年冻干粉针车间有望达产，扩张产能 3000 万支，结合本次合作项目来看，我们预计未来 3 年血塞通产品将保持 30% 以上的复合增长。
- 2、技术革新互通有无，有望降低生产成本：**10 年为应对原材料涨价的影响，公司通过工艺革新控制毛利率同比下降仅 1.98 个百分点，而研发费用增长达 37.13%。通过此次合作项目，两公司承诺将已有或即将拥有的血塞通产品制作技术无偿供对方使用，同时对第三方使用进行限制，我们认为此举将有效降低公司生产成本，同时技术互促有效整合两公司研发资源，利于公司长期稳定发展。
- 3、合作催生中药产业联盟，利好产业发展：**公司与珍宝岛不但在产品质量标准和技术层面进行合作，合作范围还包括中药保护、中药注射液安全性再评价以及市场销售等项目，我们认为此次技术层面的合作可能成为产业联盟的雏形，为今后公司做大做强奠定基础。
- 4、产能扩张着眼未来发展，计划公增投入新生产基地建设：**公司计划通过公开增发募集 7 亿元资金，其中生产基地建设与产能扩张项目投入达 6.72 亿元，在新签约的呈贡工业园区打造国际化制剂基地、小容量注射液生产车间和中药现代化基地，为 15 年之后公司稳步发展奠定坚实基础。
- 5、盈利预测：**维持推荐评级。维持公司 11-13 年 EPS 分别为 0.43、0.60 和 0.81 元，目前股价对应的 PE 为 36X、26X、19X。公司着力心脑血管产品，具有良好的成长性，故维持推荐评级，未来 12 个月目标价 21 元。

### 风险提示

(1) 产品销售不达预期；(2) 合作存在一定不确定性。

证券分析师：廖万国  
 执业编号：S0360210100002  
 Tel：0755-82027735  
 Email：liaowanguo@hczq.com  
 联系人：平晓川  
 Tel：010-66500867  
 Email：Pingxiaochuan@hczq.com

### 投资评级

投资评级：推荐  
 评级变动：维持

### 公司基本数据

|                |             |
|----------------|-------------|
| 总股本(万股)        | 31418       |
| 流通 A 股/B 股(万股) | 31391/0     |
| 资产负债率(%)       | 42.80       |
| 每股净资产(元)       | 2.47        |
| 市盈率(倍)         | 52.71       |
| 市净率(倍)         | 6.27        |
| 12 个月内最高/最低价   | 17.38/10.55 |

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

### 相关研究报告

《主营产品快速增长，中期高增长看血塞通放量》 2011-10-24  
 《股权激励触发在即，业绩持续增长可期》 2011-08-31  
 《激励机制改变业绩快速增长》 2011-07-29

## 附录：财务预测表

### 资产负债表

| 单位：百万元         | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 979  | 1094  | 1318  | 1588  |
| 现金             | 200  | 436   | 634   | 881   |
| 应收账款           | 258  | 230   | 233   | 240   |
| 其它应收款          | 50   | 47    | 46    | 47    |
| 预付账款           | 65   | 38    | 42    | 48    |
| 存货             | 331  | 277   | 293   | 300   |
| 其他             | 76   | 66    | 70    | 70    |
| <b>非流动资产</b>   | 437  | 391   | 367   | 338   |
| 长期投资           | 3    | 3     | 3     | 3     |
| 固定资产           | 266  | 236   | 208   | 181   |
| 无形资产           | 24   | 22    | 21    | 19    |
| 其他             | 143  | 131   | 134   | 134   |
| 资产总计           | 1416 | 1485  | 1685  | 1926  |
| <b>流动负债</b>    | 576  | 542   | 577   | 623   |
| 短期借款           | 111  | 139   | 121   | 124   |
| 应付账款           | 173  | 151   | 161   | 162   |
| 其他             | 292  | 251   | 295   | 337   |
| <b>非流动负债</b>   | 20   | 27    | 31    | 30    |
| 长期借款           | 20   | 27    | 31    | 30    |
| 其他             | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>负债合计</b>    | 596  | 568   | 607   | 652   |
| 少数股东权益         | 85   | 94    | 104   | 114   |
| 股本             | 314  | 314   | 314   | 314   |
| 资本公积金          | 199  | 199   | 199   | 199   |
| 留存收益           | 222  | 310   | 460   | 646   |
| 归属母公司股东权益      | 735  | 823   | 973   | 1160  |
| <b>负债和股东权益</b> | 1416 | 1485  | 1685  | 1926  |

### 现金流量表

| 单位：百万元         | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 91   | 252   | 246   | 300   |
| 净利润            | 99   | 144   | 197   | 265   |
| 折旧摊销           | 36   | 31    | 31    | 31    |
| 财务费用           | 7    | 1     | -5    | -12   |
| 投资损失           | -0   | -1    | -0    | -0    |
| 营运资金变动         | -59  | 63    | 26    | 20    |
| 其它             | 8    | 15    | -3    | -3    |
| <b>投资活动现金流</b> | -64  | 7     | -4    | -1    |
| 资本支出           | 64   | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 0    | 1     | 0     | -0    |
| 其他             | 0    | 7     | -4    | -1    |
| <b>筹资活动现金流</b> | -25  | -23   | -44   | -52   |
| 短期借款           | -1   | 28    | -18   | 3     |
| 长期借款           | -14  | 7     | 4     | -1    |
| 普通股增加          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | -0   | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | -9   | -57   | -30   | -54   |
| <b>现金净增加额</b>  | 2    | 236   | 198   | 247   |

资料来源：公司报表、华创证券

### 利润表

| 单位：百万元          | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 1817 | 2231  | 2792  | 3489  |
| 营业成本            | 1228 | 1511  | 1906  | 2397  |
| 营业税金及附加         | 10   | 9     | 9     | 9     |
| 营业费用            | 338  | 397   | 483   | 597   |
| 管理费用            | 111  | 132   | 154   | 174   |
| 财务费用            | 7    | 1     | -5    | -12   |
| 资产减值损失          | 12   | 17    | 17    | 15    |
| 公允价值变动收益        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 0    | 1     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 111  | 166   | 229   | 309   |
| 营业外收入           | 8    | 8     | 8     | 8     |
| 营业外支出           | 2    | 2     | 2     | 2     |
| <b>利润总额</b>     | 117  | 171   | 235   | 315   |
| 所得税             | 19   | 27    | 37    | 50    |
| <b>净利润</b>      | 99   | 144   | 197   | 265   |
| 少数股东损益          | 13   | 9     | 10    | 11    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 86   | 135   | 187   | 254   |
| <b>EBITDA</b>   | 154  | 197   | 255   | 328   |
| <b>EPS（元）</b>   | 0.27 | 0.43  | 0.60  | 0.81  |

### 主要财务比率

|                | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |
| 营业收入           | 26.6%  | 22.8%  | 25.1%  | 25.0%  |
| 营业利润           | 49.1%  | 48.9%  | 38.4%  | 35.0%  |
| 归属母公司净利润       | 46.7%  | 57.9%  | 38.6%  | 35.9%  |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |
| 毛利率            | 32.4%  | 32.3%  | 31.7%  | 31.3%  |
| 净利率            | 4.7%   | 6.1%   | 6.7%   | 7.3%   |
| ROE            | 11.6%  | 16.4%  | 19.2%  | 21.9%  |
| ROIC           | 13.7%  | 22.9%  | 33.7%  | 48.7%  |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 42.1%  | 38.3%  | 36.1%  | 33.9%  |
| 净负债比率          | 24.34% | 29.94% | 25.94% | 24.75% |
| 流动比率           | 1.70   | 2.02   | 2.29   | 2.55   |
| 速动比率           | 1.13   | 1.50   | 1.77   | 2.06   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 总资产周转率         | 1.37   | 1.54   | 1.76   | 1.93   |
| 应收帐款周转率        | 8      | 9      | 12     | 15     |
| 应付帐款周转率        | 7.43   | 9.31   | 12.21  | 14.87  |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益           | 0.27   | 0.43   | 0.60   | 0.81   |
| 每股经营现金         | 0.29   | 0.80   | 0.78   | 0.95   |
| 每股净资产          | 2.34   | 2.62   | 3.10   | 3.69   |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |
| P/E            | 56.83  | 36.00  | 25.98  | 19.12  |
| P/B            | 6.61   | 5.91   | 5.00   | 4.19   |
| EV/EBITDA      | 32     | 25     | 19     | 15     |

## 医药组分析师廖万国介绍

解放军军事医学科学院医学硕士和上海中欧国际工商管理学院工商管理硕士/从业 4 年。1990 年起先后从事基础医学研究和药品营销管理，任产品经理、销售经理和营销总监。2008 年进入平安证券综合研究所任医药行业研究员，2009 年底进入华创证券研究所任高级医药行业研究员和首席医药行业研究员、医药组组长。

## 华创证券机构销售通讯录

| 地区 | 职务     | 姓名  | 电话            | 邮箱                    |
|----|--------|-----|---------------|-----------------------|
| 北京 | 销售总监   | 杨晓昊 | 010-66500808  | yangxiaohao@hczq.com  |
|    | 销售总监助理 | 申林英 | 010-66500810  | shenlinyong@hczq.com  |
|    | 销售经理   | 刘小玄 | 010-66500807  | liuxuan@hczq.com      |
|    | 销售经理   | 石翌飞 | 010-66500811  | shizhaofei@hczq.com   |
|    | 销售经理   | 胡晓琼 | 010-66500806  | huxq@hczq.com         |
|    | 销售助理   | 赵翌帆 | 010-66500809  | zhaoyifan@hczq.com    |
| 广深 | 销售总监   | 李 涛 | 0755-82027736 | litao@hczq.com        |
|    | 销售经理   | 张 娟 | 0755-82828570 | zhangjuan@hczq.com    |
|    | 销售经理   | 孔令瑶 | 0755-83715429 | konglingyao@hczq.com  |
|    | 销售助理   | 汪丽燕 | 0755-88283119 | wangliyan@hczq.com    |
|    | 销售助理   | 杨 茜 | 0755-82027566 | yangxi@hczq.com       |
| 上海 | 销售总监   | 魏媛红 | 021-50589152  | weiyuanhong@hczq.com  |
|    | 销售经理   | 王维昌 | 021-50111907  | wangweichang@hczq.com |
|    | 销售经理   | 李茵茵 | 021-50589862  | liyinyin@hczq.com     |
|    | 销售助理   | 吴丽平 | 021-50581878  | wuliping@hczq.com     |

# 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

## 公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

## 行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

# 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

# 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

# 华创证券研究所

## 北京总部

地址:北京市西城区锦什坊街 26 号  
恒奥中心 C 座 3A  
邮编: 100033  
传真: 010-66500801

## 深圳分部

地址:深圳市福田区深南大道 7060 号  
财富广场 B 座二楼  
邮编: 518040  
传真: 0755-82027731

## 上海分部

地址:上海浦东新区福山路 450 号  
新天国际大厦 22 楼 A 座  
邮编: 200122  
传真: 021-50583558