

昆明制药（600422）：营销改革显成效，血塞通 2012 年放量，股价被低估 增持（维持）

医药行业/中药

当前股价：13.36 元

报告日期：2011 年 3 月 3 日

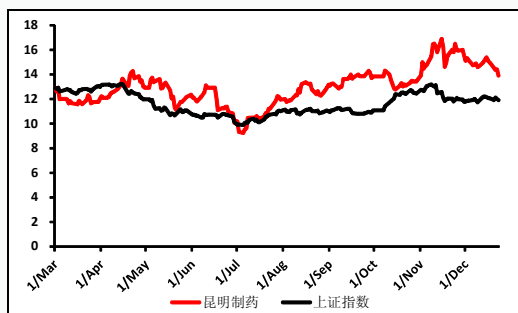
主要财务指标（单位：百万元）

	2005A	2006A	2007E	2008E
营业收入	1,435	1,817	2,072	2,601
(+/-)	9.46%	26.64%	14.03%	25.54%
营业利润	75	111	166	286
(+/-)	93.51%	49.08%	49.14%	72.34%
归属于母公司 的净利润	58	86	124	211
(+/-)	81.59%	46.73%	44.74%	70.63%
每股收益（元）	0.19	0.27	0.39	0.67
市盈率（倍）	72	49	34	20

公司基本情况（2010 年 3 月 2 日止）

总股本/已流通股（万股）	31,417/31,417
流通市值（亿元）	42.06
每股净资产（元）	2.34
资产负债率（%）	42.08

股价表现（最近一年）



证券分析师：彭晓
执业证书编号：A0140511010008
010-66045453 pengx@txsec.com
联系人：邓周宇
021-58824282-811 dengzy@txsec.com
服务热线 010-66045555
服务邮箱 service@txsec.com

- 2010年，公司实现营业收入18.17亿元，同比增长26.65%；利润总额1.17亿元，同比增长47.37%；实现归属于母公司净利润8557.80万元，同比增长46.73%；经营现金流净额为9082.06万元，同比下降29.36%，实现基本每股收益 0.27元。公司业绩略高于我们的预期。
- 2010年公司营业收入快速增长，其中：公司制药主业实现销售收入11.01亿元，同比增长21.63%；医药商业实现销售收入6.76亿元，同比增长32.79%。制药主业的快速增长得益于营销改革的持续性，其中：天然植物药实现销售收入7.14亿元，同比增长23.58%；化学合成药实现销售收入3.87亿元，同比增长18.19%。在植物药中，络泰（血塞通）200mg同比增长90%；络泰（血塞通）400mg 同比增长52%；天眩清同比增长27%；血塞通软胶囊（30s）同比增长104%。公司植物药的快速增长得益于母公司营销改革的持续性，母公司完成营销组织架构调整，对全国销售地区实行分区管理；同时对产品实施分组管理，单独管理并重点发展口服制剂，大产品战略成效显现。
- 2010年全年，公司综合毛利率下降明显，达到32.41%，同比下降2.84个百分点。其中，天然植物药毛利率达到56.25%，同比下降1.98个百分点，化学药毛利率达到41.03%，同比下降5.01%。公司毛利率下滑可能来自降价打击，也可能来自中药材涨价的因素。但是由于公司拥有自建GAP的中药种植基地，在面对原材料上涨的压力时，比竞争对手更有优势。
- 由于公司期间费用控制较好，期间费用率仅为25.10%，同比下降2.89%，完全弥补了毛利率的下滑。期间费用率中，销售费用率达到18.62%，同比下降1.85个百分点。公司在进行营销改革的过程中，销售费用率明显下降，表明了公司费用控制的能力。
- 子公司昆明中药厂有限公司实现净利润1604万元，同比增长18.28%，虽然增速较快，但由于净利润基数很低，还不能说明中药厂的营销改革显成效。公司年报显示：“2010 年下半年，完成昆明中药厂公司的营销诊断和分析，进行了营销组织机构和关键管理人员的调整。”昆明中药厂拥有国家中药保护品种13个，舒肝颗粒等9个产品为中药厂的独家保护品种，另外4个产品为保护品种；作为拥有众多优势产品资源

的企业，其业绩如此之低，一方面说明其营销能力确实有问题，另一方面也表明了业绩改善存在很大的空间，我们将继续关注中药厂营销改革

- 子公司贝克诺顿实现净利润2181万元，同比大幅增长41.53%。贝克诺顿为昆明制药与国际仿制药龙头TEVA的合资企业，拥有非常成熟的商业平台，并在抗生素、骨科、风湿、内分泌等领域有很好的积累，健全的营销网络和成熟的销售体系是贝克诺顿的核心价值。公司目前仅代理销售阿莫西林，阿法迪三和阿尔治；去年下半年TEVA向贝克诺顿输入的2个新产品已经拿到上市许可，分别是抗生素产品（阿奇霉素）和器官移植免疫抑制产品（环孢素A），而未来还将会有更多的优质产品注入到贝克诺顿。我们认为，依托成熟的营销体系，植入的新产品会进一步推动贝克诺顿的快速增长。
- **盈利预测：**考虑到公司血塞通产能为700万支每年，已经到了产能极限，而新扩建的3000万支冻干粉针生产能力的生产车间2011年年底投产，2012年放量，同时新注入贝克诺顿的两个产品2011年能贡献业绩；我们预测2011年-2012年公司净利润为1.24亿元，2.11亿元，分别同比增长54.04%，68.78%，基本EPS为0.42元，0.71元；以3月2日收盘价13.36元计算，对应动态市盈率为34倍，20倍。价值被低估，维持“增持”的投资评级。
- **风险提示：**血塞通市场推广低于预期，公司营销改革效果低于预期。

图表：昆明制药盈利预测

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	131093	143491	181724	207211	260133
增长率		9.46%	26.64%	14.03%	25.54%
减：主营业务成本	85,780	92,915	122,824	136,279	163,630
增长率		8.32%	32.19%	10.95%	20.07%
毛利率	34.57%	35.25%	32.41%	34.23%	37.10%
主营业务税金及附	749	812	992	1,132	1,421
资产减值损失	1,743	2,145	1,178	1,200	1,200
减：销售费用	27,521	29,376	33,838	38,584	48,438
管理费用	9,746	9,718	11,111	12,669	15,904
财务费用	1,902	1,065	668	761	956
期间费用率	29.88%	27.99%	25.10%	25.10%	25.10%
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	202	0	8	0	0
营业利润	3,855	7,460	11,121	16,587	28,584
增长率		93.51%	49.08%	49.14%	72.34%
加：营业外收入	717	741	839	700	700
减：营业外支出	274	237	224	300	300
利润总额	4,298	7,964	11,736	16,987	28,984
减：所得税	677	1,268	1,869	2,704	4,615
少数股东损益	409	863	1,310	1,896	3,235
归属母公司净利润	3,212	5,832	8,558	12,386	21,135
增长率		81.59%	46.73%	44.74%	70.63%
净利润率	2.45%	4.06%	4.71%	5.98%	8.12%
每股收益（元）	0.10	0.19	0.27	0.39	0.67
EBITDA	9,160	12,143	15,334	20,893	33,085
EV/EBITDA	46	35	27	20	13
PE	131	72	49	34	20

资料来源：天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号:ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址:北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话:010-66045566 传真:010-66573918 邮编:100140
北京新盛	地址:北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话:010-66045566; 66045577 传真:010-66045500 邮编:100140
北京德胜园	地址:北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话:010-66045566 传真:010-66045700 邮编:100088
上海天相	地址:上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话:021-58824282 传真:021-58824283 邮编:200120
深圳天相	地址:深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话:0755-83234800 传真:0755-82709089 邮编:518041