



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2011年3月3日

小盘股

研究部

李永喜

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080207120070

liyongxi@cicc.com.cn

曾令波

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080207120069

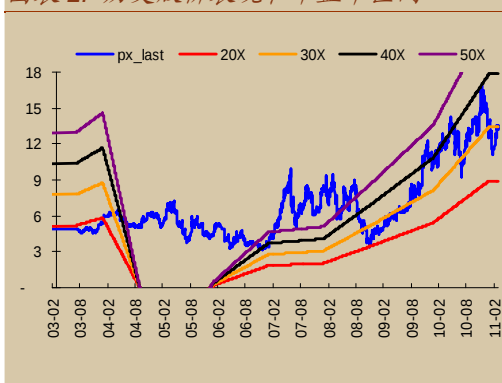
zenglb@cicc.com.cn

审慎推荐

昆明制药(600422.SH)

渠道改革与激励增收, 期待明星产品扩产

图表 1: 历史股价表现和市盈率区间



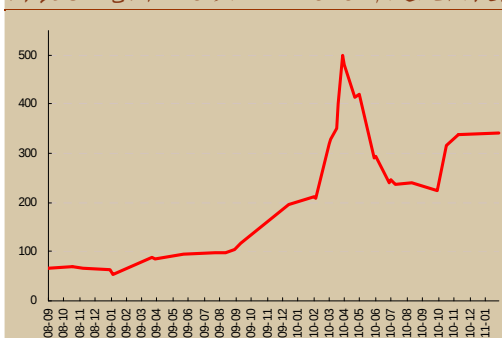
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 2: 分业务业绩比较

(百万元)	2009	1H10	2H10	YoY	HoH	2010	YoY
收入	1,435	841	976	25%	16%	1,817	27%
天然植物药系列	577	325	389	25%	20%	714	24%
化学合成药	328	208	180	7%	-14%	387	18%
外购药品	510	301	375	32%	25%	677	33%
毛利率	35.2%	33.1%	31.9%	-5%	-1%	32.4%	-3%
天然植物药系列	58.2%	60.1%	53.1%	-4%	-7%	56.3%	-2%
化学合成药	46.0%	33.6%	49.6%	-9%	16%	41.0%	-5%
外购药品	2.7%	2.1%	3.7%	1%	2%	2.9%	0%

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 3: 亳州 120 头三七 2010 年起大幅提价



资料来源: 中国药材市场网, 中金公司研究部

公司动态:

昆明制药公布 2010 年业绩, 共实现营业收入 18.17 亿元, 归属于上市公司股东的净利润 8,558 万元, 同比分别增长 26.6% 和 46.7%。每股收益 0.27 元, 符合预期。公司拟以资本公积金向全体股东每 10 股派发现金红利 1.5 元。

评论:

渠道改革与激励方案双管齐下, 特色产品收入大幅增长。2010 年以来公司进行了清理渠道, 进行了营销组织机构和关键管理人员的调整。同时公司加大了销售人员薪酬激励及针对高管及核心骨干等一系列的激励方案。大产品战略在报告期内继续凸显成效, 特色产品的销售继续保持大幅度增长, 络泰 200mg 同比增长 90%; 络泰 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%, 费用率下降和减值损失大幅减少推动净利润增速达 47%。

期待血塞通冻干粉针扩产, 关注中药厂和贝克诺顿的持续增长潜力。公司, 新建 3000 万支产能车间已经开始进行设备安装, 预计今年 4 月份进行新版 GMP 认证, 5、6 月份可正式投产, 届时自身产能增加 4 倍。未来两年, 血塞通冻干粉针大幅扩产有望带来复合增速达到 60%。拥有 10 多个国家中药保护品种的昆明中药厂经过战略调整和营销改革, 将采用大产品战略着重培养主导产品。与全球最大仿制药企业以色列 TEVA 合资的贝克诺顿, 随着 TEVA 的中国战略逐步清晰, 新产品引入步伐也将加快。

持续关注三七涨价带来的成本压力。2010 年度中成药材普遍涨价, 三七 2010 年均价同比提价超过 200%。虽然公司储备了较多的三七存货, 但三七价格大幅上涨伴随销售规模的增长仍导致营业成本同比增长 32%, 毛利率下降 3 个百分点。尽管近期三七价格逐步企稳, 但成本压力不可忽视, 保守预计未来两年公司天然植物药毛利率仍将小幅下滑。

投资建议:

2011 和 2012 年每股收益预测分别为 0.43 元和 0.63 元, 目前股价对应市盈率分别为 31x 和 21x, 估值合理。股权激励方案获批之后, 公司业务增长动力十足, 目前市值尚小, 成长空间较大, 我们重申“审慎推荐”评级。建议长期投资者积极介入。

风险:

医改引发药品大幅降价; 大盘下跌带来系统性的估值修正。

图表 4: 分季度业绩

(百万元)	季度数据												4Q10	
	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	YoY	QoQ
营业收入	288.4	359.4	298.2	365.0	297.1	359.0	379.9	398.9	414.5	426.8	447.7	528.2	32.4%	18.0%
营业成本	180.7	239.5	207.3	230.2	197.9	239.6	246.5	245.1	282.8	280.4	314.4	350.6	43.0%	11.5%
营业税金及附加	1.7	2.1	1.1	2.6	1.6	2.1	1.5	2.9	1.8	1.4	2.8	3.8	30.3%	34.5%
毛利	105.9	117.8	89.8	132.2	97.6	117.4	131.8	150.8	129.9	145.0	130.4	173.8	15.2%	33.2%
销售费用	72.6	74.0	55.3	73.3	68.3	69.1	77.0	79.4	92.3	85.5	67.2	93.3	17.6%	38.8%
管理费用	20.0	20.8	21.6	35.0	20.5	19.5	22.4	34.8	19.6	25.5	24.0	42.0	20.8%	74.8%
财务费用	5.2	5.1	5.0	3.7	3.1	2.9	2.4	2.3	1.8	2.1	1.4	1.4	-38.0%	4.6%
资产减值损失	1.2	3.8	1.0	11.5	0.0	7.5	4.1	9.8	-	2.9	0.8	8.0	-18.4%	863.0%
营业利润	6.9	16.1	6.8	8.7	5.7	18.3	25.9	24.6	16.2	28.8	37.0	29.2	18.4%	-21.2%
营业外收入	0.7	0.1	0.0	6.3	1.3	2.1	0.1	4.0	0.3	0.1	1.5	6.5	64.6%	334.4%
营业外支出	0.4	0.5	1.7	0.1	0.0	0.4	0.2	1.7	0.0	0.3	0.3	1.7	-3.3%	545.0%
利润总额	7.2	15.7	5.1	15.0	7.0	20.0	25.8	26.9	16.5	28.6	38.2	34.0	26.6%	-11.0%
所得税	1.1	2.0	0.2	3.4	0.4	3.4	2.9	6.0	2.0	5.9	5.6	5.2	-14.2%	-8.6%
少数股东权益	0.5	1.6	0.7	1.3	1.0	2.2	1.9	3.4	2.3	2.7	3.5	4.7	36.2%	35.0%
净利润	5.6	12.1	4.2	10.3	5.5	14.4	20.9	17.4	12.2	20.1	29.1	24.2	38.8%	-17.0%
每股收益(元)	0.018	0.038	0.013	0.033	0.018	0.046	0.067	0.055	0.039	0.064	0.093	0.077	38.8%	-17.0%
毛利率	36.7%	32.8%	30.1%	36.2%	32.9%	32.7%	34.7%	37.8%	31.3%	34.0%	29.1%	32.9%	-4.9%	3.8%
营业费用率	25.2%	20.6%	18.6%	20.1%	23.0%	19.3%	20.3%	19.9%	22.3%	20.0%	15.0%	17.7%	-2.2%	2.7%
管理费用率	6.9%	5.8%	7.2%	9.6%	6.9%	5.4%	5.9%	8.7%	4.7%	6.0%	5.4%	7.9%	-0.8%	2.6%
营业利润率	2.4%	4.5%	2.3%	2.4%	1.9%	5.1%	6.8%	6.2%	3.9%	6.8%	8.3%	5.5%	-0.7%	-2.7%
净利润率	2.0%	3.4%	1.4%	2.8%	1.9%	4.0%	5.5%	4.4%	2.9%	4.7%	6.5%	4.6%	0.2%	-1.9%
有效税率	15.1%	12.9%	4.9%	22.8%	6.0%	16.9%	11.2%	22.3%	12.3%	20.5%	14.7%	15.1%	-7.2%	0.4%

资料来源: 公司资料, 中金公司

图表 5: 财务分析、盈利预测与估值分析摘要

损益表 (人民币百万)						
昆明制药 600422	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
销售收入	1,290	1,311	1,435	1,817	2,150	2,577
销售成本	-857	-858	-929	-1,228	-1,444	-1,737
营业费用	-260	-275	-294	-338	-379	-428
管理费用	-95	-97	-97	-111	-131	-145
EBIT	78	80	115	140	195	267
EBITDA	131	132	172	188	216	289
财务费用	-22	-19	-11	-7	-10	-6
投资收益	6	1	3	2	0	0
其他损益项	0	0	0	0	0	0
所得税	-5	-7	-13	-19	-28	-41
少数股东损益	-2	-4	-9	-13	-15	-18
归属于股东的净利润	29	32	58	86	134	199

资产负债表 (人民币百万)						
昆明制药 600422	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
现金	107	136	195	200	237	205
应收帐款	227	220	211	258	306	366
预付帐款	44	25	24	65	76	92
存货	229	229	272	331	369	444
其他流动资产	-	-	-	-	-	-
流动资产	727	715	810	979	1,124	1,257
固定资产	335	313	287	279	334	378
长期投资	3	3	3	3	3	7
其他长期资产	-	-	-	-	-	-
长期资产	463	442	434	437	418	452
资产总额	1,190	1,157	1,244	1,416	1,542	1,709
短期借款	197	194	112	111	91	41
各项应付款	190	172	219	242	277	324
应交税费	28	30	28	34	40	48
应付职工薪酬	10	11	14	29	34	41
其他流动负债	139	77	113	189	221	279
流动负债	554	472	472	576	629	691
长期借款	1	14	34	20	18	16
其他长期负债	-	-	0	0	0	-0
长期负债	1	14	34	20	18	16
负债总额	555	486	506	596	647	707
少数股东权益	61	64	73	85	100	117
股本	314	314	314	314	314	314
公积金及未分配利润	260	292	352	421	481	571
股东权益	575	607	666	735	796	885
负债及股东权益	1,190	1,157	1,244	1,416	1,542	1,709

现金流量表 (人民币百万)						
昆明制药 600422	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
净利润	29	32	58	86	134	199
折旧/摊销	55	28	33	27	20	22
运营资本变化	124	-25	35	-98	-50	-87
其他项	-78	56	2	76	26	20
经营活动现金流	130	92	129	91	130	154
固定资产投资	-17	-13	-19	-64	-65	-60
其他投资活动	-5	0	1	0	63	7
投资活动现金流	-21	-13	-18	-64	-2	-53
股权融资	-	-	-	-	-	-
借款变动	-118	-31	-62	-3	-34	-52
其他融资活动	-22	-19	-11	-22	-57	-80
融资活动现金流	-140	-50	-73	-25	-91	-132
现金(等价物)变化	-31	29	38	2	37	-31

历史股价表现						
(%)	1周	1月	1季度	YTD	1年	2年
行业板块	-1%	16%	-13%	2%	6%	155%
行业板块	医疗保健		二级行业			医药制造
第一大股东	华方医药		持股比率			24%
总市值(百万元)	4,197		流通市值(百万元)			4,197
发行股数(百万股)	314		股票现价(元)			13.36

成长性分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
销售收入	10.2%	1.6%	9.5%	26.6%	18.3%	19.9%
销售毛利	35.4%	4.4%	11.7%	16.4%	19.8%	19.1%
EBITDA	96.4%	0.3%	30.8%	8.9%	15.0%	33.8%
EBIT	108.6%	3.1%	42.7%	21.5%	40.0%	36.8%
净利润	988.7%	10.5%	81.6%	46.7%	56.9%	48.0%

盈利能力分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
毛利率	33.1%	34.0%	34.7%	31.9%	32.3%	32.1%
营业费用率	20.2%	21.0%	20.5%	18.6%	17.6%	16.6%
管理费用率	7.4%	7.4%	6.8%	6.1%	6.1%	5.6%
EBITDA利润率	10.2%	10.1%	12.0%	10.3%	10.0%	11.2%
EBIT利润率	6.1%	6.1%	8.0%	7.7%	9.1%	10.4%
净利润率	2.3%	2.5%	4.1%	4.7%	6.2%	7.7%

偿债能力分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
流动比率	1.31	1.51	1.72	1.70	1.79	1.82
速动比率	0.90	1.03	1.14	1.13	1.20	1.18
现金比率	9%	12%	16%	14%	15%	12%
资产负债率	47%	42%	41%	42%	42%	41%
债务/权益	97%	80%	76%	81%	81%	80%
净债务/权益	16%	12%	-7%	-7%	-16%	-17%
利息覆盖倍数	6	7	16	28	21	47

杜邦分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
税后利润/EBIT	37%	40%	51%	61%	69%	74%
x EBIT利润率	6.1%	6.1%	8.0%	7.7%	9.1%	10.4%
= 销售净利润率	2.3%	2.5%	4.1%	4.7%	6.2%	7.7%
x 资产周转率	1.08	1.13	1.15	1.28	1.39	1.51
= 总资产收益率	2.5%	2.7%	4.9%	6.4%	9.1%	12.2%
x 总资产/净资产	2.07	1.91	1.87	1.93	1.94	1.93
= 净资产收益率	5.1%	5.3%	8.8%	11.6%	16.9%	22.5%

回报率分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
投入资本回报率	4.5%	4.9%	8.0%	10.6%	15.3%	20.6%
平均资本回报率	2.4%	2.8%	4.7%	6.0%	8.7%	11.6%

每股指标分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
摊薄每股收益	0.09	0.10	0.19	0.27	0.43	0.63
每股经营性现金	0.41	0.29	0.41	0.29	0.41	0.49
每股股息	-	-	0.05	0.15	0.24	0.35
每股净资产	1.83	1.93	2.12	2.34	2.53	2.82

估值分析						
	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
市盈率	130.7	72.0	49.0	31.3	21.1	
市净率	6.9	6.9	6.3	5.7	5.3	
股价/每股经营性现金流	45.8	32.6	46.2	32.2	27.3	
红利收益率	0.0%	0.4%	1.1%	1.8%	2.6%	

资料来源: 彭博资讯, 公司资料, 中金公司

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED