

昆明制药（600422）

推荐

天然植物药与中成药是增长基石

市场数据

报告日期	2011-3-3
收盘价(元)	13.36
总股本(百万股)	314.18
流通股本(百万股)	314.18
总市值(百万元)	4197.39
流通市值(百万元)	4197.39
净资产(百万元)	735.24
总资产(百万元)	1415.99
每股净资产	2.34

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1817	2323	2876	3495
同比增长(%)	26.6%	27.9%	23.8%	21.5%
净利润(百万元)	86	122	169	242
同比增长(%)	46.7%	42.0%	39.4%	42.6%
毛利率(%)	32.4%	33.1%	33.7%	34.2%
净利率(%)	4.7%	5.2%	5.9%	6.9%
净资产收益率(%)	11.6%	14.2%	16.5%	19.1%
每股收益(元)	0.27	0.39	0.54	0.77
每股经营现金流(元)	0.29	0.02	0.53	0.53

相关报告

投资要点

事件:

昆明制药发布年报, 2010 年实现营业收入 181724 万元, 同比增长 26.65%; 净利润 8,558 万元, 同比增长 46.73%; 归属上市公司股东的净利润 8556 万元, 同比增长 46.73%; 扣除非经常性损益后的净利润为 8151 万元, 同比增长 48.41%; 每股收益 0.27 元。分配预案为每 10 股派现金 1.5 元(含税)。

点评:

公司业绩基本符合我们的预期。

- **2010 年营业收入增长 26.65%。**公司 2010 年收入的快速增长主要得益于两个方面。1) 植物药销售的高速增长。“血塞通”系列: 200mg 冻干粉针同比增长 90%、400mg 冻干粉针同比增长 52%、软胶囊同比增长 104%; “天眩清”系列销售同比增长 27%。2) 医药商业同比增长 32.78%, 达 6.77 亿。
- **利润增速高于收入增速。**公司 2010 年净利润同比增长 46.73% 远远高于收入的增速, 主要得益于费用的良好控制。1) 销售费用率从 20.47% 同比下降 1.85% 至 18.62%; 2) 管理费用率从 6.77% 同比下降 0.66% 至 6.11%。
- **我们继续看好公司逐步建立的激励机制, 管理层有动力做好业绩。**1) 公司于 2009 年 10 月制定了针对高管人员(董事长、总裁班子成员及党委书记)的《2009-2011 年限制性股票股权激励计划》。该计划规定 2009-2011 年进行奖励的净利润触发点分别为 5000 万、7500 万和 11250 万。2010

分析师 王晞

021-38565926

wangx@xyzq.com.cn

SAC:S0190200010075

联系人: 邓晓倩

021-38565597

dengxq@xyzq.com.cn

年公司实现净利润 8600 万，再次达到奖励的触发点。2) 公司在 2010 年制定了针对中层及以上管理人员的超值奖励计划。该计划规定，公司将提取每年净利润超预算增长部分的一定部分，为中层及以上管理人员实施现金奖励。该激励计划针对的面更广，包括了中层及以上研发、销售及管理人员，与 2009 年的股权激励计划，交相辉映，自上而下进行激励，为公司业绩的增长提供了内生性动力。

- **2011 年天然植物药将继续延续业绩高增长的态势。**1) 公司目前已经开始对植物药系列的销售渠道进行改革，目的在于夯实主要市场，做精优势市场，覆盖空白市场：其中广州、深圳、北京、上海、天津等主要市场减持自营；目前已有优势市场代理进行精细化管理，提高渗透力；对于空白市场先采取粗放管理的代理模式进行覆盖。2) 公司未来 2-3 年植物药系列仍然主推“血塞通”及“天眩清”系列，以保证其超过 30% 的增速。3) “血塞通”新增 3000 万支冻干粉针产能将在 2011 年 4 月投产，这将减少公司委托生产的比例，提高产品的毛利率（目前公司自身冻干粉针的产能仅 700 万支）。
- **2011 年中成药系列将大放异彩。**1) 目前公司已派一名副总裁负责中药厂的销售，决心做强中成药系列。2) 公司目前已经开始着手中成药产品在云南省外的渠道改革，目的在于提高省外销售的效率。目前公司省外中成药的销售以自营和代理的模式并存，其中 9 个地区自营，18 个地区找代理，较小的品种以招商的模式进行销售，因为之前销售人员销售能力参差不齐，公司对省外的中成药销售实际处于亏损状态，2011 年公司将该部分销售人员按照销售能力，进行大量压缩，有利于提高省外中成药的销售效率。3) 公司 2011 年将重点培育舒肝颗粒、清肺化痰丸两个品种，2010 年这两个品种的销售收入分别为 3000 万、2000 万，在渠道改革及公司投放更多资源发展中成药的背景之下，这两个产品取得喜人的销售增速是大概率事件。
- **公司已经着手逐步建立三七原料基地。**2010 年中药材价格的普遍高涨成为很多中药企业成本大幅上升的根本原因。公司目前已经着手与大农户合作进行三七基地的建设。这一方面为公司应对国家可能对具有原材料基地的企业产品实行优质优价的政策提前做好准备；另一方面也能在未来为公司面临原材料价格的上涨提供缓冲。
- **公司未来将继续扩大医药商业业务。**2010 年医药商业为公司贡献了约 37% 的销售收入，预计未来年该比例仍会微幅上升。尽管医药商业毛利率远低于天然植物药及中成药，但是公司未来仍计划通过并购的方式扩大医药商业业务。公司有该计划主要是为了适应新的招标政策，促进天然植物药及中成药在省外招标中标，因为目前在药品招标的技术标中对公司自身的销售收入具有硬性的要求。
- **公司未来逐步布局仿制药制剂出口业务。**公司未来将逐步布局抗疟药及化学

仿制药的制剂出口业务。

- **风险提示。**1) 国家新一轮的降价即将启动, 对公司的影响尚是未知数。2) 目前公司的主要原材料——三七价格仍然在高位徘徊, 在 2012 年前三七价格回落是小概率事件; 另一方面公司目前着手建立的三七原料基地短期效应难以显现。因此原材料价格仍然是影响公司的一个负面因素。
- **盈利预测。**我们预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.39、0.54 及 0.77 元, 对应的 PE 为 34.53、24.78 和 17.37 倍。我们看好公司激励机制自上而下的不断完善、中成药及天然植物药的渠道改革、中成药新产品的培育, 继续给予“推荐”评级。

表 1、昆明制药分季度业绩对比 (单位: 百万元、元、%)

主要数据	09-4Q	10-1Q	10-2Q	10-3Q	10-4Q	QOQ	2009-12	2010-12	YOY	说明
营业收入	399	415	427	448	528.2	32.4%	1435	1817	26.6%	
营业成本	245	283	280	314	350.6	43.0%	929	1228	32.2%	
毛利	154	132	146	133	177.6	15.5%	506	589	16.5%	
销售费用	79	92	86	67	93.3	17.6%	294	338	15.2%	
管理费用	35	20	26	24	42.0	20.8%	97	111	14.3%	
财务费用	2	2	2	1	1.4	-38.0%	11	7	-37.3%	
资产减值	10	0	3	1	8.0	-18.4%	21	12	-45.1%	
公允价值	0	0	0	0	0.0	-	0	0	-	
投资收益	0	0	0	0	0.1	-	0	0	-	
营业利润	25	16	29	37	29.2	18.4%	75	111	49.1%	
利润总额	27	16	29	38	34.0	26.6%	80	117	47.4%	
净利润	17	12	20	29	24.2	38.8%	58	86	46.7%	
EPS	0.056	0.039	0.064	0.093	0.1	38.8%	0.186	0.272	46.7%	
销售费用率	19.9%	22.3%	20.0%	15.0%	17.7%	-2.2%	20.5%	18.6%	-1.9%	
管理费用率	8.7%	4.7%	6.0%	5.4%	8.0%	-0.8%	6.8%	6.1%	-0.7%	
财务费用率	0.6%	0.4%	0.5%	0.3%	0.3%	-0.3%	0.7%	0.4%	-0.4%	
所得税率	22.3%	12.3%	20.5%	14.7%	15.1%	-7.2%	15.9%	15.9%	0.0%	
毛利率	38.6%	31.8%	34.3%	29.8%	33.6%	-4.9%	35.3%	32.4%	-2.8%	
净利润率	4.4%	2.9%	4.7%	6.5%	4.6%	0.2%	4.1%	4.7%	0.6%	

资料来源: 天软投资系统

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	979	1422	1707	2103
货币资金	200	349	431	524
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	258	432	472	612
其他应收款	50	67	81	100
存货	331	430	535	633
非流动资产	437	786	762	745
可供出售金融资产	1	1	1	1
长期股权投资	3	4	4	4
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	266	301	310	315
在建工程	12	16	13	12
油气资产	0	0	0	0
无形资产	24	342	341	340
资产总计	1416	2208	2470	2848
流动负债	576	1245	1335	1469
短期借款	111	700	719	745
应付票据	69	92	115	135
应付账款	173	241	282	349
其他	222	211	218	240
非流动负债	20	20	20	20
长期借款	20	20	20	20
其他	0	0	0	0
负债合计	596	1265	1355	1489
股本	314	314	314	314
资本公积	199	199	199	199
未分配利润	168	284	444	673
少数股东权益	85	87	89	91
股东权益合计	820	944	1115	1359
负债及权益合计	1416	2208	2470	2848

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	86	122	169	242
折旧和摊销	36	58	61	64
资产减值准备	-137	15	-3	9
无形资产摊销	2	27	27	27
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	7	21	36	36
投资损失	-0	0	0	0
少数股东损益	13	2	2	2
营运资金的变动	-64	196	108	184
经营活动产生现金流量	63	7	167	168
投资活动产生现金流量	1	-412	-68	-65
融资活动产生现金流量	-24	554	-17	-10
现金净变动	40	149	83	93
现金的期初余额	195	200	349	431
现金的期末余额	235	349	431	524

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1817	2323	2876	3495
营业成本	1228	1554	1907	2301
营业税金及附加	10	13	16	19
销售费用	338	441	532	629
管理费用	111	144	178	217
财务费用	7	21	36	36
资产减值损失	12	5	5	5
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	111	145	202	288
营业外收入	8	3	3	3
营业外支出	2	1	1	1
利润总额	117	147	204	290
所得税	19	23	32	46
净利润	99	124	171	244
少数股东损益	13	2	2	2
归属母公司净利润	86	122	169	242
EPS (元)	0.27	0.39	0.54	0.77

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	26.6%	27.9%	23.8%	21.5%
营业利润增长率	49.1%	30.3%	39.3%	42.5%
净利润增长率	46.7%	42.0%	39.4%	42.6%
盈利能力(%)				
毛利率	32.4%	33.1%	33.7%	34.2%
净利率	4.7%	5.2%	5.9%	6.9%
ROE	11.6%	14.2%	16.5%	19.1%

偿债能力(%)

资产负债率	42.1%	57.3%	54.8%	52.3%
流动比率	1.70	1.14	1.28	1.43
速动比率	1.11	0.79	0.87	0.99

营运能力(次)

资产周转率	1.37	1.28	1.23	1.31
应收帐款周转率	6.18	6.73	6.36	6.45

每股资料(元)

每股收益	0.27	0.39	0.54	0.77
每股经营现金	0.29	0.02	0.53	0.53
每股净资产	2.34	2.73	3.27	4.04

估值比率(倍)

PE	49.05	34.53	24.78	17.37
PB	5.71	4.90	4.09	3.31

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限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，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。