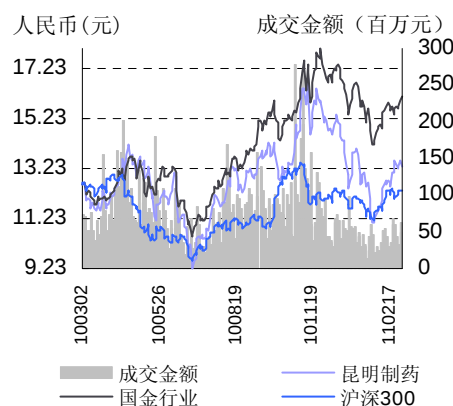


昆明制药 (600422.SH) 中药行业
评级: 买入 维持评级
业绩点评

市价(人民币): 13.36 元

收入增长提速, 费用仍有压缩空间
长期竞争力评级: 高于行业均值
市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	314.18
总市值(百万元)	4,197.39
年内股价最高最低(元)	16.90/9.23
沪深 300 指数	3243.30
上证指数	2913.81


相关报告

1. 《管理改善持续推动业绩成长》, 2010.10.28
2. 《工业增速加快, 管理改善继续》, 2010.8.20
3. 《明星品种高增长, 新品种已到位》, 2010.7.28

李龙俊 分析师 SAC 执业编号: S1130210080003
(8621)61038315
lilj@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130208070242
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130210050004
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.186	0.272	0.428	0.605	0.796
每股净资产(元)	2.12	2.34	2.64	2.94	3.61
每股经营性现金流(元)	0.41	0.29	0.63	0.59	0.82
市盈率(倍)	57.21	50.96	31.24	22.06	16.79
行业优化市盈率(倍)	66.23	66.23	66.23	66.23	66.23
净利润增长率(%)	81.59%	46.73%	57.02%	41.57%	31.39%
净资产收益率(%)	8.76%	11.64%	16.21%	20.58%	22.05%
总股本(百万股)	314.18	314.18	314.18	314.18	314.18

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2010 年, 公司实现营业总收入 18.17 亿元, 比上年同期增长 26.64%; 实现利润总额 11736 万元, 比上年同期增长 47.37%; 实现净利润 8558 万元, 比上年同期增长 46.73%。实现每股收益 0.273 元。

经营分析

- **工业收入增速明显改善:** 2010 年收入增长达到 26.6%, 而过去 4 年公司的收入增长均低于 13%, 公司经营拐点确立; 毛利率为 32.4%, 较 2009 年有所下降, 三七等原料上涨造成成本压力, 我们认为 2011 年毛利率将不会继续下降; 公司 4 季度在营销方面投入大量费用, 为 2011 年打下更好的基础; 管理费用仅同比增长 14%, 反映公司内部挖潜体现一定成效。
- **主导产品继续维持良好增长势头:** 2010 年络泰 (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%; 我们认为, 未来 2-3 年, 血塞通系列及天眩清产品仍是公司的主要增长源, 血塞通系列将保持 40% 以上的增长, 而天眩清则保持 30% 左右的增长。
- **贝克诺顿增长喜人, 中药厂改革攻坚:** 2011 年贝克诺顿利润增长 42%, 我们认为随着阿奇霉素等产品的注入, 贝克诺顿的高增长仍能持续; 2010 年下半年完成中药厂的营销诊断和分析, 进行了营销组织机构和关键管理人员的调整, 2011 年将是中药厂的改革攻坚年, 我们预计 2012 年将会看到中药厂调整的效果。
- **管理细化不断深入, 未来发展打下基础:** 2010 年公司实施高管及核心骨干的超值奖励方案; 确定中层考核及定期聘任制度, 实施销售薪酬及激励政策改革; 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; 改善研发机制, 建立、执行新的薪酬体系, 招聘高端研发人才, 建立研发战略联盟; 我们认为, 这些管理改革将为公司未来的持续健康发展打下坚实的基础。

盈利调整

- 预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.428 元、0.605 元和 0.796 元。

投资建议

- 目前公司股价对应 2011 年业绩的估值为 31 倍; 考虑到公司近年业绩高成长以及 TEVA 深入合作的预期, 继续维持“买入”的投资建议。

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	2
买入	0	0	0	0	5
持有	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	3.00	2.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-04-23	买入	13.66	N/A
2	2010-06-29	买入	10.06	13.50 ~ 15.00
3	2010-07-28	买入	12.24	15.00 ~ 15.00
4	2010-08-20	买入	12.76	N/A
5	2010-10-28	买入	13.42	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室