

昆明制药 600422.SH

血塞通、天眩清带动利润高速增长

事件：公司公布业绩预增公告，预计1-6月份公司净利润较上年同期增长60-80%，合每股收益0.16-0.18元。主要原因是洛泰、天眩清较快增长同时口服制剂销售加快。

研究结论

洛泰（血塞通冻干）、天眩清继续快速增长。我们认为，公司主力品种洛泰和天眩清的快速增长是公司上半年业绩保持较高增速的主要原因。2010年，洛泰200mg同比增长90%；洛泰400mg同比增长52%；天眩清同比增长27%，而预计受益于营销改革，未来洛泰的增速仍有望维持50%左右，同时天眩清增长有望回升。新3000万支洛泰产能预计将在今年下半年完成认证并投入使用，在此之前外协加工应能够满足市场的需求。

口服制剂和中药厂仍将会是工作重点。公司在去年下半年将口服制剂成立昆云公司，重点开拓公司的口服制剂品种。公司预增公告中亦披露，口服制剂系统化管理的实施使得部分口服产品销售快速增长，口服产品对市场销售的贡献日益增强，显示体系改革已经初步带来成效。而在中药厂方面，经过去年的战略咨询规划，公司对中药厂的销售模式和架构也进行了调整，预计效果也将逐渐体现。通过营销体系的梳理和改革，预计非注射剂产品将成为公司未来的重要增长点。

维持公司买入评级。整体来看，公司长期改善空间较大且公司正在向正确的方向努力；营销改革启动后部分产品的销售已经出现改观，但要完全发挥出公司的产品潜力仍需要进一步的改革和实践。洛泰、天眩清和口服制剂将成为未来公司的重要发展方向，口服制剂可能构筑洛泰之外又一重要增长点。因此长期角度我们仍然看好公司的潜力。预计公司2011年-2012年业绩0.45，0.67元，维持公司买入的投资评级。

风险因素：中药材价格波动，药品价格管制。



东方证券
ORIENT SECURITIES

庄琰

医药行业分析师

8621-63325888 × 6069

zhuangyan@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210030004

李淑花

医药行业首席分析师

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **(维持)**

股价(2011年7月6日) 12.32元

目标价格 15.00元

总股本/A股(亿股) 3.14

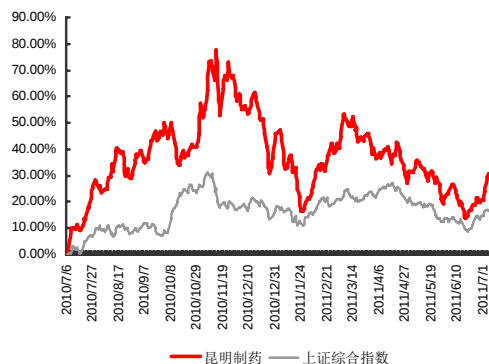
A股市值(亿元) 47

国家/地区 中国

行业 医药

报告发布日期 2011年7月7日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测		单位：百万元			
主要财务指标	2009	2010	2011E	2012E	
营业收入	1435	1817	2243	2740	
同比(%)	9%	27%	23%	22%	
净利润	58	86	142	210	
同比(%)	82%	47%	66%	48%	
毛利率(%)	35.2%	32.4%	34.8%	36.8%	
ROE(%)	9.1%	12.0%	16.7%	20.3%	
每股收益(元)	0.19	0.27	0.45	0.67	
P/E(倍)	66.37	45.23	27.26	18.46	
P/B(倍)	5.24	4.72	4.17	3.48	

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
流动资产	810	979	1080	1361	营业收入	1435	1817	2243	2740
现金	195	200	148	257	营业成本	929	1228	1462	1733
应收账款	211	258	319	390	营业税金及附加	8	10	12	15
其它应收款	41	50	65	79	营业费用	294	338	424	524
预付账款	24	65	58	52	管理费用	97	111	144	183
存货	272	331	395	468	财务费用	11	7	4	2
其他	67	76	94	115	资产减值损失	21	12	15	18
非流动资产	434	437	394	379	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	3	3	3	3	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	281	266	253	240	营业利润	75	111	183	266
无形资产	25	24	24	24	营业外收入	7	8	1	1
其他	125	143	114	112	营业外支出	2	2	1	1
资产总计	1244	1416	1474	1740	利润总额	80	117	183	266
流动负债	472	576	535	618	所得税	13	19	27	40
短期借款	112	111	61	61	净利润	67	99	155	226
应付账款	158	173	205	243	少数股东损益	9	13	13	17
其他	202	292	270	315	归属于母公司净利润	58	86	142	210
非流动负债	34	20	10	10	EBITDA	108	145	214	296
长期借款	34	20	10	10	EPS (元)	0.19	0.27	0.45	0.67
其他	0	0	0	0					
负债合计	506	596	545	628					
少数股东权益	73	85	98	115	主要财务比率				
股本	314	314	314	314	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
资本公积	200	199	199	199	成长能力				
留存收益	103	168	249	395	营业收入	9.5%	26.6%	23.4%	22.2%
归属母公司股东权	666	735	830	997	营业利润	93.5%	49.1%	64.4%	45.6%
负债和股东权益	1244	1416	1474	1740	净利润	81.6%	46.7%	65.9%	47.7%
					获利能力				
					毛利率	35.2%	32.4%	34.8%	36.8%
					净利率	4.7%	5.4%	6.9%	8.3%
					ROE	9.1%	12.0%	16.7%	20.3%
					ROA	5.4%	7.0%	10.5%	13.0%
					偿债能力				
					资产负债率	40.7%	42.1%	37.0%	36.1%
					净负债比率				
					流动比率	1.72	1.70	2.02	2.20
					速动比率	1.14	1.13	1.28	1.45
					营运能力				
					总资产周转率	1.15	1.28	1.52	1.57
					应收账款周转率	-	-	-	-
					应付账款周转率	5.90	7.09	7.14	7.14
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.19	0.27	0.45	0.67
					每股经营现金流	0.48	0.18	0.24	0.53
					每股净资产	2.35	2.61	2.96	3.54
					估值比率				
					P/E	66.37	45.23	27.26	18.46
					P/B	5.24	4.72	4.17	3.48

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

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：

分析师在本报告中对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；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn