

昆明制药 (600422)

推荐 (维持)

激励开始实施 营销继续完善

市场数据

报告日期	2011-7-29
收盘价(元)	14.75
总股本(百万股)	314.18
流通股本(百万股)	313.91
总市值(百万元)	4634.10
流通市值(百万元)	4630.11
净资产(百万元)	742.02
总资产(百万元)	1474.45
每股净资产	2.36

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1817	2365	3062	3710
同比增长(%)	26.6%	30.1%	29.5%	21.1%
净利润(百万元)	86	125	184	249
同比增长(%)	46.7%	46.1%	47.0%	35.7%
毛利率(%)	32.4%	30.8%	30.3%	30.5%
净利率(%)	4.7%	5.3%	6.0%	6.7%
净资产收益率(%)	11.6%	15.4%	18.4%	20.0%
每股收益(元)	0.27	0.40	0.58	0.79
每股经营现金流(元)	0.29	0.35	0.34	0.73

相关报告

《有动力 有行动 有业绩》
2011-3-26

《天然植物药与中成药是增长基石》2011-3-3

投资要点

事件:

昆明制药发布 2011 年半年报: 2011 年上半年实现营业收入 10.76 亿元, 同比增长 27.92%; 净利润 6134 万元, 同比增长 64.98%; 归属上市公司股东的净利润 5601 万元, 同比增长 73.69%; 扣除非经常性损益后的净利润为 5395 万元, 同比增长 69.58%; 每股收益 0.18 元。

点评:

● **2011 年上半年公司销售收入同比增长 27.92%。** 2011 年上半年公司各块业务的收入情况为: 1)、“天然植物药及中成药”业务实现销售收入 3.53 亿, 同比增长 8.69% (其中: 主要为出口的蒿甲醚销售收入同比下降约 15%; 血塞通、天眩清、舒肝颗粒、灯银脑通胶囊等天然植物药及中成药整体销售收入同比增长约 15%, 考虑其上半年通过代理销售的比例同比有所上升, 我们判断其销量同比增速超过 15%); 2)、“化学药”业务实现销售收入 2.79 亿, 同比增长 34.32% (上半年度化学药的高增速主要得益于 2010 年第四季度引进阿奇霉素进行代理, 其销售业绩开始凸显); 3)、医药商业实现销售收入 4.52 亿, 同比增长 34.33%。

● **2011 年上半年公司利润增速高于收入增速。** 2011 年上半年公司实现净利润 6134 万元, 同比增长 64.98%, 远远高于收入 27.92% 的增速, 这主要得益于公司上半年度销售费用率及有效税率地下降。1) 首先, 2011

分析师 王晞

021-38565926

wangx@xyzq.com.cn

SAC:S0190510110011

联系人: 邓晓倩

010-66290201

dengxq@xyzq.com.cn

年上半年度公司整体毛利率下降 3.8 个百分点。具体来看，天然植物药及中成药业务在主要原材料价格上涨的情况下，上半年度毛利率下降 2.2 个百分点（我们预计公司 2011 年使用的是 2010 年购入的诸如三七等高价药材）；医药商业毛利率同比下降 0.1 个百分点；而化学药毛利率同比上升 2 个百分点。2）上半年度在整体毛利率下降的背景之下，公司销售费用率同比下降 4.35 个百分点，有效税率同比下降 5.04 个百分点。我们考虑销售费用率的下降与医药商业占公司收入的比重及公司产品通过代理商销售比例上升有关（2011 年上半年，公司医药商业的收入占比同比提高超过 6 个百分点）；有效税率地下降与递延所得税负债地调整有关（上半年公司递延所得税负债调整额为 257 万，去年同期为 73 万）。

- **中成药及天然植物药仍是公司的主要利润来源。**1）从 2011 年上半年公司各项业务的收入贡献占比来看：“中成药与天然植物”药贡献了 32.82% 的销售收入（3.53 亿）；“化学药”贡献了 25.39% 的收入（2.79 亿）；“医药商业”贡献了 42% 的销售收入（4.52 亿）。2）从 2011 年上半年公司各项业务的利润贡献占比来看：“中成药与天然植物药”贡献了 64.86% 的毛利；“化学药”贡献了 31.73% 的毛利；而医药商业仅贡献了 2.86% 的毛利。
- **营销组织架构进一步完善。**公司的营销可以概括为三个层次：第一个层次为公司目前已经渗透的重点市场，这个市场由公司自有销售团队来进行销售，实行精细化管理；第二个层次为公司目前已经进入但尚有改善空间的市场，这个市场由公司寻找优质代理商，按接近自有销售队伍的要求来进行精细化销售，提高市场渗透力。2011 年上半年度，公司针对重点产品寻找并建立与代理商的合作取得了显著的成绩；第三个层次为公司的空白市场，这个市场也通过与代理商合作开展销售，公司同时协助代理商在空白区域对产品进行推广等。伴随公司营销组织架构地进一步完善，一方面可以拓宽公司产品覆盖面的广度，另一方面也能提高公司营销的效率，最终为公司产品销售的 growth 提供基础。
- **公司激励计划开始实施，管理层有动力做好业绩。**2011 年上半年度，公司完成对 5 名高管人员首期限制性股票激励，同时实施集团中高级管理人员及子公司高管团队超值奖励计划等。公司对中高级管理层的奖励，已经落到实处，为公司业绩的增长提供了内生性动力。
- **盈利预测。**我们预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.40、0.58 及 0.79 元。我们看好公司激励计划落到实处、营销组织架构不断完善，继续给予公司“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	10-2Q	10-3Q	10-4Q	11-1Q	11-2Q	QOQ	2010-06	2011-06	YOY	说明
营业收入	427	448	528	497	579.4	35.8%	841	1076	27.9%	
营业成本	280	314	351	354	407.7	45.4%	563	761	35.2%	
毛利	146	133	178	143	171.7	17.3%	278	315	13.3%	
销售费用	86	67	93	92	88.9	4.0%	178	181	1.6%	
管理费用	26	24	42	25	27.8	9.0%	45	53	17.1%	
财务费用	2	1	1	2	2.2	0.2%	4	4	-1.4%	
资产减值	3	1	8	0	4.3	47.1%	3	4	47.1%	
公允价值	0	0	0	0	0.0	-	0	0	-	
投资收益	0	0	0	0	0.0	-	0	0	-	
营业利润	29	37	29	23	45.0	56.1%	45	68	50.2%	
利润总额	29	38	34	25	45.1	57.7%	45	70	55.5%	
净利润	20	29	24	17	38.8	93.2%	32	56	73.7%	
EPS	0.064	0.093	0.077	0.055	0.1	93.2%	0.103	0.178	73.7%	
销售费用率	20.0%	15.0%	17.7%	18.5%	15.4%	-4.7%	21.1%	16.8%	-4.4%	
管理费用率	6.0%	5.4%	8.0%	5.0%	4.8%	-1.2%	5.4%	4.9%	-0.5%	
财务费用率	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	-0.1%	0.5%	0.4%	-0.1%	
所得税率	20.5%	14.7%	15.1%	20.1%	8.3%	-12.2%	17.5%	12.5%	-5.0%	
毛利率	34.3%	29.8%	33.6%	28.8%	29.6%	-4.7%	33.1%	29.3%	-3.8%	
净利润率	4.7%	6.5%	4.6%	3.5%	6.7%	2.0%	3.8%	5.2%	1.4%	

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	1356	1781	2147
货币资金	200	355	459	557
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	258	331	432	521
其他应收款	50	68	87	106
存货	331	453	599	709
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	2142	2543	2892
流动负债	576	1214	1421	1511
短期借款	111	650	751	721
应付票据	69	97	129	151
应付账款	173	254	316	391
其他	222	213	225	247
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	1234	1441	1531
股本	314	314	314	314
资本公积	199	199	199	199
未分配利润	168	240	414	650
少数股东权益	85	95	105	115
股东权益合计	820	908	1102	1361
负债及权益合计	1416	2142	2543	2892

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	86	125	184	249
折旧和摊销	36	58	61	64
资产减值准备	-137	16	-2	10
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	20	35	36
投资损失	-0	0	0	0
少数股东损益	13	10	10	10
营运资金的变动	-64	106	192	140
经营活动产生现金流量	63	109	106	229
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	458	67	-66
现金净变动	40	155	105	97
现金的期初余额	195	200	355	459
现金的期末余额	235	355	459	557

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1817	2365	3062	3710
营业成本	1228	1636	2135	2579
营业税金及附加	10	12	15	18
销售费用	338	402	490	586
管理费用	111	130	153	178
财务费用	7	20	35	36
资产减值损失	12	10	10	10
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	111	155	224	303
营业外收入	8	7	7	7
营业外支出	2	1	1	1
利润总额	117	161	230	309
所得税	19	26	37	49
净利润	99	135	194	259
少数股东损益	13	10	10	10
归属母公司净利润	86	125	184	249
EPS (元)	0.27	0.40	0.58	0.79

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	26.6%	30.1%	29.5%	21.1%
营业利润增长率	49.1%	39.0%	45.2%	34.8%
净利润增长率	46.7%	46.1%	47.0%	35.7%
盈利能力(%)				
毛利率	32.4%	30.8%	30.3%	30.5%
净利率	4.7%	5.3%	6.0%	6.7%
ROE	11.6%	15.4%	18.4%	20.0%

偿债能力(%)

资产负债率	42.1%	57.6%	56.7%	52.9%
流动比率	1.70	1.12	1.25	1.42
速动比率	1.11	0.73	0.82	0.94

营运能力(次)

资产周转率	1.37	1.33	1.31	1.37
应收帐款周转率	6.18	8.02	8.03	7.78

每股资料(元)

每股收益	0.27	0.40	0.58	0.79
每股经营现金	0.29	0.35	0.34	0.73
每股净资产	2.34	2.59	3.17	3.97

估值比率(倍)

PE	54.15	37.08	25.22	18.58
PB	6.30	5.70	4.65	3.72

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

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

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.xyjq.com.cn 内幕交易防控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

定期报告点评

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。