



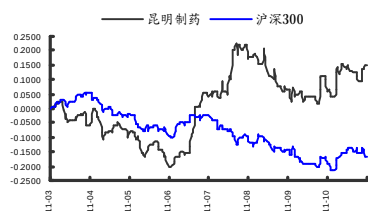
昆明制药（600422）公告点评

联手竞争对手，提升产品质量

生物医药-中药

增持

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
昆明制药	4.7	-2.5	0.9
沪深 300	0.1	-5.8	-16.0

市场数据 2011.11.16

当前价格 (元)	15.48
52 周价格区间 (元)	10.55-17.07
总市值 (百万)	4863.44
流通市值 (百万)	4859.26
总股本 (万股)	31417.60
流通股 (万股)	31390.55
日均成交额 (百万)	45.37
近一月换手 (%)	15.95

相关报告

分析师

黄秋菡

电话: 0755-83704681

邮件: huangqh@ghzq.com.cn

证书编号: S0350510120009

合规申明:

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的 1%?

☒ 是

☐ 否

n 与黑龙江珍宝岛展开技术合作 公司公告称，15 日与黑龙江珍宝岛签署《关于注射用血塞通（冻干）标准及专利等相关事宜进行合作的框架协议》。主要内容有 1）双方在该品种质量标准提高、中药保护、中药注射剂安全性再评价、市场销售等项目进行合作，成果共享。2）对“注射用血塞通（冻干）”生产制作技术合作进行进一步的深入研究，其共同研发的技术新成果归双方共同拥有。协议双方均有义务保护该品种新技术成果权益，任何一方不得单独许可他人使用，如第三方要求使用，需经协议双方共同签署书面同意意见。3）双方互惠许可的专利权，当被许可方需要具体实施被许可的某件专利时，许可方须配合被许可方另行签订《专利实施许可合同》，并由许可方负责办理专利实施许可合同备案申请等所需手续。

n 有助于提高产品竞争力 三七总皂苷冻干粉针领域，中恒的血栓通与昆药、珍宝岛的血塞通基本属于同质竞争，加之两者同属基药目录，在医院资源推广并无明显差异。中恒血栓通凭借独家优势在品种推广、价格维护等方面领先昆药和珍宝岛，一定程度上体现其更为优质的产品质量。此次两家厂商的技术合作，联手提高血塞通产品质量，目的是缩小血塞通产品相对中恒血栓通的差距，减少内耗，共同做大血塞通市场。

n 不确定性仍值得关注 合作协议中提及的共同研究、专利互惠等合作细节，体现了双方联手做大的愿景，但共同研究时双方的资源投入如何限定，合作违约如何认定以及处置并未有明确表述，因此，该框架协议仅具备指导意义，具体的合作细节还需进一步明确，后续合作还需双方彼此信任才能真正实施。合作协议没有提及双方在销售领域如何降低彼此竞争等环节，因此，未来在医院资源争夺等领域，双方仍将维持竞争态势，此番协议的可持续性和有效性仍值得关注。

n 成长性良好，给予“增持”评级 此次合作框架协议的签署，表明昆药立志于提升血塞通粉针质量，锻造强势品牌的态度。目前公司在产品线梳理、营销重建等方面已经取得了不错成绩，明年粉针产能释放以及渠道放量都可能推动业绩延续前期增长。我们预计 11/12 年 EPS 为 0.39/0.56 元，对应 PE40/28 倍，虽估值没有明显优势，但成长性不容忽视，给予增持评级。

图 1、昆明制药盈利预测

证券代码:	600422.sh	股票价格:	15.48	投资评级:	增持	日期:	2011-11-16		
财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	每股指标与估值	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					每股指标				
ROE	10%	13%	16%	18%	EPS	0.27	0.39	0.56	0.73
毛利率	32%	30%	32%	33%	BVPS	2.34	2.62	3.02	3.55
期间费率	26%	26%	23%	24%	估值				
销售净利率	5%	5%	6%	6%	P/E	56.83	39.87	27.71	21.27
成长能力					P/B	6.61	5.91	5.12	4.36
收入增长率	27%	34%	21%	21%	P/S	2.68	2.00	1.65	1.36
利润增长率	47%	43%	44%	30%					
营运能力					利润表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
总资产周转率	1.28	1.48	1.58	1.64	营业收入	1817	2434	2955	3574
应收账款周转率	4.74	7.01	7.01	7.01	营业成本	1228	1702	2008	2409
存货周转率	3.71	6.26	6.26	6.26	营业税金及附加	10	13	16	20
偿债能力					销售费用	338	413	532	643
资产负债率	42%	44%	42%	41%	管理费用	111	129	156	189
流动比	1.70	1.67	1.80	1.93	财务费用	7	6	6	4
速动比	1.13	1.28	1.38	1.49	其他费用/（-收入）	(12)	(5)	0	0
					营业利润	111	165	237	309
资产负债表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E	营业外净收支	6	0	0	0
现金及现金等价物	200	454	544	672	利润总额	117	165	237	309
应收款项	384	347	421	510	所得税费用	19	24	35	45
存货净额	331	274	323	388	净利润	99	141	202	264
其他流动资产	65	87	105	128	少数股东损益	13	19	27	35
流动资产合计	979	1162	1394	1697	归属于母公司净利润	86	122	175	229
固定资产	266	260	284	295					
在建工程	12	62	42	32	现金流量表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
无形资产及其他	24	24	22	19	经营活动现金流	91	260	115	154
长期股权投资	3	3	3	3	净利润	99	141	202	264
资产总计	1416	1642	1876	2178	少数股东权益	13	19	27	35
短期借款	111	111	111	111	折旧摊销	36	29	28	31
应付款项	242	339	399	479	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	67	90	109	132	营运资金变动	(57)	71	(142)	(175)
其他流动负债	155	155	155	155	投资活动现金流	(64)	(37)	(26)	(11)
流动负债合计	576	695	775	877	资本支出	15	7	(24)	(12)
长期借款及应付债券	20	20	20	20	长期投资	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	其他	0	0	0	0
长期负债合计	20	20	20	20	筹资活动现金流	227	(34)	(49)	(64)
负债合计	596	715	795	897	债务融资	(15)	0	0	0
股本	314	314	314	314	权益融资	0	0	0	0
股东权益	820	927	1080	1281	其它	266	0	0	0
负债和股东权益总计	1416	1642	1875	2178	现金净增加额	254	189	41	80

资料来源: 公司资料、国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。