

昆明制药 (600422.SH)

业绩预增符合预期，产能瓶颈解决

 评级: **买入**

 前次: **买入**

目标价(元):

19.66-19.66

联系人

分析师

袁倩倩 CFA
谢刚

生物医药小组

S0740510120005

021-20315202

021-20315178

qiuqq@r.qlzq.com.cn

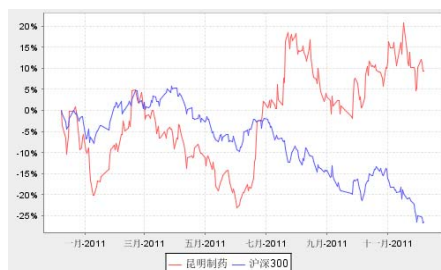
xiegang@r.qlzq.com.cn

2011年12月23日

基本状况

总股本(百万股)	314.18
流通股本(百万股)	313.91
市价(元)	15.20
市值(百万元)	4775.48
流通市值(百万元)	4771.36

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,434.9	1,817.2	2,217.9	2,716.4	3,292.0
营业收入增速	9.46%	26.64%	22.05%	22.48%	21.19%
净利润增长率	81.59%	46.73%	47.64%	36.66%	33.24%
摊薄每股收益(元)	0.19	0.27	0.40	0.55	0.73
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	57.21	50.96	35.33	25.86	19.41
PEG	0.70	1.09	0.74	0.71	0.58
每股净资产(元)	2.12	2.34	2.59	3.14	3.87
每股现金流量(元)	0.41	0.29	0.01	0.38	0.55
净资产收益率	8.76%	11.64%	15.51%	17.49%	18.90%
市净率	5.01	5.93	5.48	4.52	3.67
总股本(百万元)	314.18	314.18	314.18	314.18	314.18

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 12月23日，昆明制药发布两则公告：
 - 一、**2011年年度业绩预增公告**：预计2011年度公司净利润较上年同期增长 **40%—60%**，业绩增长的主要原因是2011年度络泰、天眩清针剂等特色产品继续保持较快增长，同时，口服制剂系统化管理的实施带来口服产品销售增长。
 - 二、**新建冻干粉针剂车间已通过GMP认证**，获得了5年的药品生产许可。公司将合理调整生产计划，利用新增产能更好地配合满足市场需求。
- 昆明制药2011年度的业绩预增符合我们的盈利预测，**再次验证了公司业绩增长的确定性。**
- 年产3000万支冻干粉针剂的新建车间**通过GMP认证**，为公司主导产品络泰®血塞通冻干粉针2012年的持续高速增长打下基础，**解决产能瓶颈**。由于第四季度络泰®血塞通冻干粉针已经出现供不应求的情况，我们预计公司会尽快将新生产线投入使用。
- 我们推荐昆明制药的逻辑仍然是“**品种资源好，营销能力提升将资源转化为利润**”：
 - 我们继续看好注射用血塞通（冻干）的后续增长，该产品的利好因素不变：适用于中成药有优势的心脑血管大治疗领域、三七类注射剂的认可度提升、络泰®血塞通冻干竞争格局有利。随着公司营销能力的提高，对空白市场从广度和深度上覆盖的加强，以及药品集采的推进，我们预计明年该产品会继续保持良好增长趋势。
 - 天眩清®天麻素水针的利好因素也很明显：享有优质优价，镇静催眠用药处在成长期。

- 公司营销改革（包括：引入代理商、精细化管理、大品种战略、政策事务维护等等）的成效，随着药品招投标工作的推进，将进一步显现。注射用血塞通（冻干）和血塞通水针正在分享基药放量的利好。
- 昆明制药及全资子公司昆明中药厂独家口服制剂品种资源丰富，未来将逐步上利润规模。

■ 投资建议：公司基本面趋势向好，鉴于产能瓶颈解决，明年有可能超预期，我们重申“买入”评级。未来两年的盈利预测暂时不调整，预测 2011-2013 年实现每股收益分别为 0.40 元、0.55 元、0.73 元，目标价 19.66 元。

图表 1：昆明制药销售收入预测表（百万元）

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
产品I三七总皂甙系列					
其中：三七总皂甙原料药、口服制剂、水针	84.00	110.10	132.12	151.94	174.73
三七总皂甙冻干粉针剂	119.00	168.15	231.00	316.25	424.70
销售收入	203.00	278.25	363.12	468.19	599.43
增长率 (YOY)	6.84%	37.07%	30.50%	28.93%	28.03%
占总销售额比重	14.15%	15.31%	16.37%	17.24%	18.21%
占主营业务利润比重	30.01%	33.06%	38.25%	40.22%	41.41%
产品II天麻素系列					
销售收入	72.00	94.00	126.04	163.86	213.01
增长率 (YOY)	44.00%	30.56%	34.09%	30.00%	30.00%
占总销售额比重	5.02%	5.17%	5.68%	6.03%	6.47%
占主营业务利润比重	10.79%	11.32%	13.46%	14.17%	14.92%
产品III蒿甲醚系列					
销售收入	138.33	107.30	91.21	86.64	82.31
增长率 (YOY)	-10.16%	-22.43%	-15.00%	-5.00%	-5.00%
占总销售额比重	9.64%	5.90%	4.11%	3.19%	2.50%
占主营业务利润比重	8.97%	4.86%	4.05%	3.14%	2.41%
产品IV其他中成药					
销售收入	165.56	235.80	259.38	298.29	357.95
增长率 (YOY)	-0.08%	42.43%	10.00%	15.00%	20.00%
占总销售额比重	11.54%	12.98%	11.69%	10.98%	10.87%
占主营业务利润比重	17.92%	15.71%	15.32%	14.36%	13.95%
产品IV化学合成药					
销售收入	350.41	387.36	464.83	557.80	669.36
增长率 (YOY)	24.57%	10.54%	20.00%	20.00%	20.00%
占总销售额比重	24.42%	21.32%	20.96%	20.53%	20.33%
占主营业务利润比重	30.35%	25.69%	25.65%	24.77%	24.07%
产品IV医药商业					
销售收入	509.51	676.55	913.34	1,141.68	1,370.01
增长率 (YOY)	2.65%	32.78%	35.00%	25.00%	20.00%
占总销售额比重	35.51%	37.23%	41.18%	42.03%	41.62%
占主营业务利润比重	2.75%	3.23%	3.27%	3.34%	3.24%

来源：齐鲁证券研究所

图表 2：昆明制药财务报表摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	1,311	1,435	1,817	2,218	2,716	3,292	货币资金	136	195	200	193	142	312
增长率	1.60%	9.5%	26.6%	22.0%	22.5%	21.2%	应收款项	325	319	384	594	728	873
营业成本	-858	-929	-1,228	-1,520	-1,861	-2,235	存货	229	272	331	379	464	557
% 销售收入	65.4%	64.8%	67.6%	68.5%	68.5%	67.9%	其他流动资产	25	24	65	80	98	118
毛利	453	506	589	698	856	1,057	流动资产	715	810	979	1,246	1,432	1,860
% 销售收入	34.6%	35.2%	32.4%	31.5%	31.5%	32.1%	% 总资产	61.8%	65.1%	69.1%	75.3%	78.8%	83.8%
营业税金及附加	-7	-8	-10	-12	-15	-18	长期投资	3	4	4	4	4	4
% 销售收入	0.6%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	313	287	279	258	225	202
营业费用	-275	-294	-338	-377	-454	-550	% 总资产	27.1%	23.1%	19.7%	15.6%	12.4%	9.1%
% 销售收入	21.0%	20.5%	18.6%	17.0%	16.7%	16.7%	无形资产	98	109	116	110	119	117
管理费用	-97	-97	-111	-120	-141	-168	非流动资产	442	434	437	409	386	361
% 销售收入	7.4%	6.8%	6.1%	5.4%	5.2%	5.1%	% 总资产	38.2%	34.9%	30.9%	24.7%	21.2%	16.2%
息税前利润 (EBIT)	73	107	130	189	246	321	资产总计	1,157	1,244	1,416	1,656	1,819	2,221
% 销售收入	5.6%	7.4%	7.1%	8.5%	9.0%	9.8%	短期借款	194	112	125	125	14	14
财务费用	-19	-11	-7	-5	1	7	应付款项	229	308	375	451	551	663
% 销售收入	1.5%	0.7%	0.4%	0.2%	0.0%	-0.2%	其他流动负债	50	51	76	137	107	127
资产减值损失	-17	-21	-12	-11	-10	-12	流动负债	472	472	576	713	673	804
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	14	34	20	20	20	20
投资收益	2	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	4.7%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	486	506	596	733	693	824
营业利润	39	75	111	172	236	316	普通股股东权益	607	666	735	814	987	1,217
营业利润率	2.9%	5.2%	6.1%	7.8%	8.7%	9.6%	少数股东权益	64	73	85	108	139	179
营业外收支	4	5	6	6	6	6	负债股东权益合计	1,157	1,244	1,416	1,656	1,819	2,221
税前利润	43	80	117	178	242	321	比率分析						
利润率	3.3%	5.5%	6.5%	8.0%	8.9%	9.8%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-7	-13	-19	-28	-39	-51	每股指标						
所得税率	15.8%	15.9%	15.9%	15.9%	15.9%	15.9%	每股收益 (元)	0.102	0.186	0.272	0.402	0.550	0.732
净利润	36	67	99	149	204	270	每股净资产 (元)	1.931	2.119	2.340	2.592	3.142	3.874
少数股东损益	4	9	13	23	31	40	每股经营现金净流 (元)	0.292	0.409	0.289	0.005	0.377	0.555
归属于母公司的净利润	32	58	86	126	173	230	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.150	0.150	0.000	0.000
净利率	2.5%	4.1%	4.7%	5.7%	6.4%	7.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	5.30%	8.76%	11.64%	15.51%	17.49%	18.90%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	2.78%	4.69%	6.04%	7.63%	9.49%	10.36%
净利润	36	67	99	149	204	270	投入资本收益率	8.32%	13.08%	14.31%	18.20%	20.37%	24.20%
少数股东损益	0	0	0	23	31	40	增长率						
非现金支出	51	58	48	45	45	47	营业总收入增长率	1.60%	9.46%	26.64%	22.05%	22.48%	21.19%
非经营收益	19	5	3	3	-1	-4	EBIT 增长率	1.57%	46.21%	21.45%	45.59%	30.28%	30.60%
营运资金变动	-15	-1	-59	-196	-129	-139	净利润增长率	10.49%	81.59%	46.73%	47.64%	36.66%	33.24%
经营活动现金净流	92	129	91	25	149	215	总资产增长率	-2.79%	7.53%	13.81%	16.92%	9.86%	22.09%
资本开支	13	18	64	0	6	4	资产管理能力						
投资	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	92.4	86.7	75.5	73.5	73.5	72.5
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	101.2	102.1	92.4	91.0	91.0	91.0
投资活动现金净流	-13	-18	-64	0	-6	-4	应付账款周转天数	51.9	55.2	49.1	49.1	49.1	49.1
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	89.4	75.2	55.0	40.5	29.4	22.0
债权募资	-31	-62	-1	0	-111	0	偿债能力						
其他	-20	-11	-24	-9	-52	-1	净负债/股东权益	10.73%	-6.59%	-6.70%	-5.15%	-9.62%	-19.88%
筹资活动现金净流	-50	-73	-25	-9	-163	-1	EBIT 利息保障倍数	3.8	10.0	19.4	36.5	-292.8	-48.9
现金净流量	29	38	2	16	-19	209	资产负债率	42.05%	40.65%	42.08%	44.28%	38.08%	37.12%

来源：齐鲁证券研究所

图表 4：2011 年齐鲁证券对昆明制药的系列报告

序号	日期	报告标题
01	2011 年 9 月 15 日	投资价值分析报告《营销改善，激励到位，资源转化为业绩》
02	2011 年 10 月 15 日	事件点评《经营继续向好，增发为做强做大打基础》
03	2011 年 10 月 24 日	季报点评《业绩符合预期，特色产品继续快速增长》
04	2011 年 11 月 16 日	事件点评《合作利好公司的长期发展》
05	2011 年 12 月 23 日	事件点评《业绩预增符合预期，产能瓶颈解决》

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308