

昆明制药 600422.SH

预增符合预期 产能瓶颈解决

事件：

公司公布 2011 年业绩预增公告，预计实现净利润增长 40–60%，即实现 EPS0.38–0.44 元。同时公司公告新建冻干粉针线通过 GMP 认证。

研究结论

我们认为，公司的业绩预增范围基本符合预期。公司分析增长原因主要是：通过对重点市场的规划、重点品种的分析，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。

血塞通等主力产品预计未来仍将保持较快增长。今年公司利润增长主要来自以血塞通、天眩清为主力品种的母公司。2011 年前三季度母公司实现净利润 6505 万元，同比增长 81%，几乎贡献全部的利润增长，显示以洛泰和天眩清为代表的母公司产品是主要增长动力；公司新的冻干粉针生产线通过认证后，也解除了血塞通冻干的产能瓶颈。我们估计，经过营销改革，公司的产品凭借基药中类独家品种的优势，在二级及以下医院的可能放量较快；考虑到未来县级医院在建设投入、医保支持和病患需求上均会加大，我们预计公司的主力品种仍有望保持较高的增速。

口服制剂业务稳步发展。公司口服制剂业务也是重要发展方向，其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。预计未来血塞通软胶囊等产品也将逐渐成为公司利润增长的重要一极。

维持公司买入评级。我们认为，公司营销改革的效果依旧持续，洛泰、天眩清在短期内的快速增长应有保障；而公司口服制剂等诸多中药品种也具备深度开发的可能，长期角度我们仍然看好公司的潜力。维持对公司 2011-2012 年 0.43、0.65 元的业绩预测，预计公司 2013 年业绩 0.84 元，维持公司买入的投资评级。公司市值较小、产品发展空间较大，短期仍需关注第二期股权激励行权时间及增发项目进度。

风险因素：中药材价格波动，药品价格管制。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

庄琰

8621-63325888 × 6069

zhuangyan@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210030004

李淑花

8621-63325888 × 6088

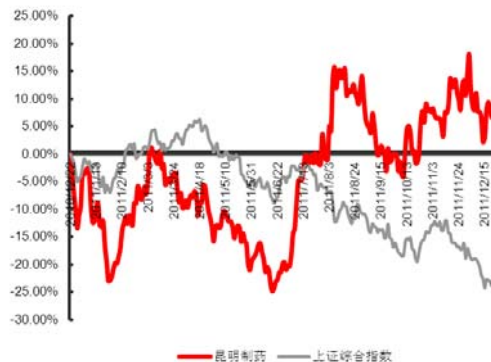
lishuhua@orientsec.com.cn

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 12 月 22 日)	15.20 元
目标价格	17.50 元
总股本/A 股 (亿股)	3.14
A 股市值 (亿元)	48
国家/地区	中国
行业	医药
报告发布日期	2011 年 12 月 23 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	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1817	2446	3058	3777
同比(%)	27%	35%	25%	23%
净利润	86	135	204	264
同比(%)	47%	58%	51%	30%
毛利率(%)	32.4%	31.1%	32.3%	32.8%
ROE(%)	12.0%	16.1%	20.0%	21.5%
每股收益(元)	0.27	0.43	0.65	0.84
P/E (倍)	55.80	35.40	23.41	18.06
P/B (倍)	5.82	5.18	4.34	3.61

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声明。

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	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	979	1179	1483	1833	营业收入	1817	2446	3058	3777
现金	200	135	211	266	营业成本	1228	1686	2069	2538
应收账款	258	348	435	537	营业税金及附加	10	13	17	21
其它应收款	50	71	89	110	营业费用	338	425	526	652
预付账款	65	67	62	76	管理费用	111	129	165	205
存货	331	455	559	685	财务费用	7	8	8	8
其他	76	103	128	159	资产减值损失	12	12	15	18
非流动资产	437	394	379	366	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	266	253	240	227	营业利润	111	173	259	334
无形资产	24	24	24	24	营业外收入	8	4	1	1
其他	143	114	112	112	营业外支出	2	2	1	1
资产总计	1416	1573	1862	2198	利润总额	117	175	259	334
流动负债	576	642	751	864	所得税	19	26	39	50
短期借款	111	116	116	116	净利润	99	148	221	284
应付账款	173	236	290	355	少数股东损益	13	13	17	20
其他	292	290	345	392	归属于母公司净利润	86	135	204	264
非流动负债	20	10	10	10	EBITDA	145	204	289	363
长期借款	20	10	10	10	EPS (元)	0.27	0.43	0.65	0.84
其他	0	0	0	0					
负债合计	596	652	761	874	主要财务比率				
少数股东权益	85	98	115	135	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	314	314	314	314	成长能力				
资本公积	199	199	199	199	营业收入	26.6%	34.6%	25.0%	23.5%
留存收益	168	242	385	562	营业利润	49.1%	55.2%	50.4%	28.9%
归属母公司股东权益	735	823	987	1190	净利润	46.7%	57.7%	51.2%	29.7%
负债和股东权益	1416	1573	1862	2198	获利能力				
					毛利率	32.4%	31.1%	32.3%	32.8%
现金流量表					净利率	5.4%	6.1%	7.2%	7.5%
					ROE	12.0%	16.1%	20.0%	21.5%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROA	7.0%	9.4%	11.8%	12.9%
经营活动现金流	57	12	139	139	偿债能力				
净利润	99	148	221	284	资产负债率	42.1%	41.4%	40.9%	39.7%
折旧摊销	34	32	30	28	净负债比率				
财务费用	7	8	8	8	流动比率	1.70	1.84	1.98	2.12
公允价值变动损益	0	0	0	0	速动比率	1.13	1.13	1.23	1.33
营运资金变动	-77	-176	-119	-181	营运能力				
其它	-6	-0	0	0	总资产周转率	1.28	1.55	1.64	1.72
投资活动现金流	-31	11	-15	-15	应收账款周转率	-	-	-	-
资本支出	-26	-15	-15	-15	应付账款周转率	7.09	7.14	7.14	7.14
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	-6	26	0	0	每股收益	0.27	0.43	0.65	0.84
筹资活动现金流	-20	-88	-48	-69	每股经营现金流	0.18	0.04	0.44	0.44
短期借款	13	-9	0	0	每股净资产	2.61	2.93	3.51	4.22
长期借款	-14	-10	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	55.80	35.40	23.41	18.06
资本公积增加	-0	0	0	0	P/B	5.82	5.18	4.34	3.61
其他	-19	-69	-48	-69					
现金净增加额	6	-65	76	55					

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