

昆明制药（600422）：粉针剂车间通过认证，业绩保持快速增长

行业分类：医药

2011. 12. 23

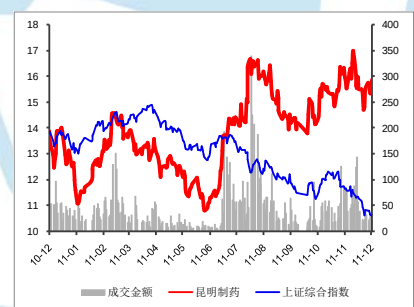
研究员：张绍坤
 （执业证书编号：S0640511010008）
 联系人：刁志学、赵浩然
 电话：0755-83520492、83689524
 Email: diaozhixue@163.com

6个月目标价	18.00
当前股价	15.20
投资评级	买入

基础数据

上证指数	2186.30
总股本（亿）	3.14
流通A股（亿）	3.14
流通A股市值（亿）	47.73
总市值（亿）	47.73
ROE	11.89%
资产负债率	42.80%
动态市盈率	38.01
动态市净率	6.24

近一年股价表现



相关研究报告：

昆明制药（600422）：营销改革提高收入，
 管理升级降低费用 2011. 08. 01
 昆明制药（600422）：产品放量助昆药提
 升 2011. 08. 19
 昆明制药（600422）：三季度增长放缓，
 后市持续看好 2011. 10. 25
 昆明制药（600422）：强强联手，共谋发
 展大计 2011. 11. 17

事件回顾：

公司发布公告：1，经公司财务部门初步测算，预计2011年度公司净利润较上年同期增长40%-60%；2，经国家食品药品监督管理局专家组现场核查，根据国家食品药品监督管理局公告2011年第93号《药品GMP认证公告（第236号）》，公司新建粉针剂车间于2011年12月19日获得《药品GMP证书》（证书编号为CN20110032），有效期至2016年12月18日。

我们的观点：

➤ 4季度络泰增长将提速，全年业绩保持快速增长

2011年前三季度昆明制药营业收入及净利润的同比增幅分别为32.36%和50.3%，从单季度情况来看，3季度公司费用上升明显，是当季公司净利润的增速（24.44%）低于同期营业收入的增速（40.70%）的主要原因，同时由于络泰、天眩清针剂等特色高毛利产品保持较快增长，公司3季度毛利率较去年同期有所提高；我们认为4季度公司将延续3季度的发展势头，同时受心脑血管用药需求增加的影响，络泰产品的同比增长将会加速，进一步提升公司盈利水平，预计全年净利润将实现40-50%的增长幅度。

➤ 粉针车间通过GMP认证释放公司产能

血塞通冻干粉针（络泰）是公司目前的主导产品之一，连续多年一直保持高速增长，预计2011年全年保持增长50%以上的增长幅度，但目前公司产能严重不足，只能采取委托加工的方式提高产量来满足市场需求，此次冻干粉针车间通过GMP认证后，将新增产能3000万支，不仅能够有效缓解公司产能瓶颈，同时也有利于控制产品质量、降低生产成本；公司11月15日与黑龙江珍宝岛签署了关于血塞通冻干粉针的合作框架协议，双方将加强在技术和标准方面的合作有利于提高行业技术壁垒，形成了强强联合的市场竞争格局。我们认为随着血塞通冻干粉针市场竞争格局的形成、公司新增产能的逐步释放，络泰产品有望在未来2-3年内持续保持快速增长的势头，长期利好公司发展。

投资评级：

公司粉针剂车间通过GMP认证后，泰络产品将突破产能瓶颈限制，与此同时，公司同珍宝岛公司通过技术合作形成了类似于独家产品的优势，保障了其未来持续稳定增长。我们维持此前的盈利假设和投资评级，11-13年EPS分别为0.40元、0.62元、0.80元，对应的动态市盈率分别为38、24和19倍；买入评级，目标价18.00元。

投资风险：

药品价格的宏观控制；合作效果存在不确定性；产能释放低于预期。

图表 1: 盈利预测表

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	1413	1740	1945	营业收入	1817	2286	2843	3254
现金	200	177	191	189	营业成本	1228	1605	2012	2288
应收账款	258	325	404	463	营业税金及附加	10	13	16	18
其他应收款	50	65	78	92	营业费用	338	373	398	439
预付账款	65	303	380	433	管理费用	111	110	128	146
存货	331	444	562	629	财务费用	7	10	20	18
其他流动资产	76	100	125	140	资产减值损失	12	12	12	12
非流动资产	437	406	376	346	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	244	218	190	营业利润	111	163	257	332
无形资产	24	25	24	23	营业外收入	8	8	8	8
其他非流动资产	143	134	132	130	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	1416	1819	2117	2291	利润总额	117	168	263	338
流动负债	576	877	1015	1011	所得税	19	25	39	51
短期借款	111	295	343	257	净利润	99	143	223	287
应付账款	173	249	298	347	少数股东损益	13	18	28	37
其他流动负债	292	332	374	408	归属母公司净利润	86	125	195	251
非流动负债	20	27	31	30	EBITDA	154	205	309	383
长期借款	20	27	31	30	EPS (元)	0.27	0.40	0.62	0.80
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	596	903	1046	1041	主要财务比率				
少数股东权益	85	103	131	168	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%	25.8%	24.4%	14.5%
留存收益	222	300	426	569	营业利润	49.1%	46.6%	57.8%	29.2%
归属母公司股东权益	735	813	939	1083	归属于母公司净利润	46.7%	46.5%	55.5%	28.6%
负债和股东权益	1416	1819	2117	2291	获利能力				
					毛利率(%)	32.4%	29.8%	29.2%	29.7%
现金流量表					净利率(%)	4.7%	5.5%	6.9%	7.7%
单位: 百万元					ROE(%)	11.6%	15.4%	20.7%	23.2%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	13.8%	14.3%	19.2%	22.6%
经营活动现金流	91	-154	51	214	偿债能力				
净利润	99	143	223	287	资产负债率(%)	42.1%	49.6%	49.4%	45.4%
折旧摊销	36	32	32	32	净负债比率(%)	24.34%	37.20%	37.07%	28.83%
财务费用	7	10	20	18	流动比率	1.70	1.61	1.71	1.92
投资损失	-0	-0	-0	-0	速动比率	1.11	1.09	1.14	1.28
营运资金变动	-59	-388	-271	-158	营运能力				
其他经营现金流	8	50	48	34	总资产周转率	1.37	1.41	1.44	1.48
投资活动现金流	-64	-3	-1	-2	应收账款周转率	5	5	5	5
资本支出	64	0	0	0	应付账款周转率	7.43	7.60	7.35	7.09
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	0	-3	-1	-2	每股收益(最新摊薄)	0.27	0.40	0.62	0.80
筹资活动现金流	-25	134	-37	-213	每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	-0.49	0.16	0.68
短期借款	-1	184	48	-87	每股净资产(最新摊薄)	2.34	2.59	2.99	3.45
长期借款	-14	7	4	-1	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	59.40	40.55	26.08	20.28
资本公积增加	-0	0	0	0	P/B	6.91	6.25	5.41	4.70
其他筹资现金流	-9	-57	-89	-125	EV/EBITDA	33	25	17	13
现金净增加额	2	-23	14	-1					

数据来源: 中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入**：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持**：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

张绍坤，SAC执业证书号：S0640511010008，南开大学经济学硕士，2007年8月加入中航证券金融研究所，从事消费行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635

传真：0755-83688539

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。