

昆明制药 (600422)

三七和天麻类产品带动业绩高增长

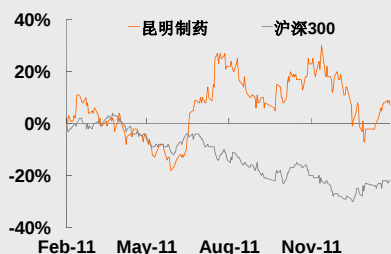
推荐 (维持)

现价: 13.89 元

主要数据

行业	医药生物
公司网址	www.kpc.com.cn
大股东/持股	华方医药科技公司/24.34%
实际控制人/持股	汪力成/13.04%
总股本(百万股)	314
流通 A 股(百万股)	314
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	43.64
流通 A 股市值(亿元)	43.60
每股净资产(元)	2.47
资产负债率(%)	42.8

行情走势图



相关研究报告

《公司调研报告-昆明制药(600422): 看好血塞通粉针和天玄清的持续高增长》——2012.1.4

证券分析师

凌军
投资咨询资格编号
S1060209110193
22624694
lingjun004@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

事项:

2012年2月20日，昆明制药披露2011年报：报告期内实现合并营业总收入24.34亿元，比上年同期增长33.94%；实现归属于上市公司股东的净利润1.3亿元，比上年同期增长52.05%；实现每股收益0.41元；实现经营性净现金流1.4亿元，比上年同期增长54.41%。每股现金分红0.2元。

■ 三七和天麻类产品是主要高增长来源

三七类和天麻类天然植物药2011年营业利润占比接近70%，是公司主要的利润构成部分。三七类和天麻类营业利润同比增长分别为84.5%和20.3%。从具体品种看，三七类主导产品血塞通软胶囊、血塞通冻干粉针400mg、血塞通冻干粉针200mg分别增长110%、106%、65%，天麻类主导产品天麻素注射液同比增长43%。值得说明的是，三七类产品利润增速远高于收入增速（约54%），我们预计主要原因为三七类产品增量主要通过底价代理方式销售。

■ 品种结构调整促进公司化学药利润高增长

除了三七类和天麻类等天然植物药产品，2011年公司化学药利润也实现55%的高增长，主要是因为公司化学药产能紧张，公司有效进行产品结构调整，放弃了利润率较低的品种。因此呈现出收入下滑27.4%但利润高速增长的局面。

■ 费用控制良好

公司已经连续4年实现销售费用率和管理费用率下降。其中，2011年销售费用率为16.21%，较2010年降低2.41个百分点；管理费用率为5.48%，较2010年降低0.64个百分点。

■ 维持“推荐”评级

根据昆明制药2010年股东会通过的股权激励方案，2010-12年公司股权激励主营业务净利润增速的触发条件分别50%、50%和30%；2011年10月公司公告拟增发不超过6800万股，融资7亿元扩充天然植物药产能。无论是由于股权激励，还是为了平衡股本摊薄对参与增发投资者的信心，我们认为公司都将精心布局未来3年高增长规划。不考虑增发股本（注：我们已在1月4日调研报告中详细测算每股收益对应股本增发情况的敏感性），我们预计公司2012-13年每股收益分别为0.55、0.76元，对应2012年2月17日收盘价13.89元，PE分别为25.21、18.37倍，维持“推荐”评级。

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,435	1,817	2434	2,637	3,220
YoY(%)	9.5	26.6	34	20	22
净利润(百万元)	58	86	127	173	238
YoY(%)	81.6	46.7	52	36	37
毛利率(%)	35.2	32.4	29.6	33.9	34.6
净利率(%)	4.1	4.7	6.0	6.6	7.4
ROE(%)	8.8	11.6	17.8	17.5	19.4
EPS(摊薄/元)	0.19	0.27	0.41	0.55	0.76
P/E(倍)	82.6	54.85	33.88	25.21	18.37
P/B(倍)	6.99	6.33	5.91	4.71	3.80

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	
流动资产	979	1143	1457	1833	
现金	200	243	368	501	
应收账款	258	294	371	457	
其他应收款	50	63	70	86	
预付账款	65	64	73	91	
存货	331	388	466	564	
其他流动资产	76	12	110	134	
非流动资产	437	486	367	336	
长期投资	3	3	3	3	
固定资产	266	244	217	189	
无形资产	24	22	21	19	
其他非流动资产	143	218	125	125	
资产总计	1416	1630	1824	2169	
流动负债	576	694	702	799	
短期借款	111	116	121	124	
应付账款	173	243	268	313	
其他流动负债	292	335	313	362	
非流动负债	20	19	31	30	
长期借款	20	10	31	30	
其他非流动负债	0	9	0	0	
负债合计	596	712	732	829	
少数股东权益	85	99	104	114	
股本	314	314	314	314	
资本公积	199	199	199	199	
留存收益	222	302	475	712	
归属母公司股东权益	735	818	988	1226	
负债和股东权益	1416	1630	1824	2169	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	
经营活动现金流	91	140	133	139	
净利润	99	145	183	248	
折旧摊销	36	34	32	32	
财务费用	7	9	10	10	
投资损失	0	-1	0	0	
营运资金变动	-59	-133	-132	-196	
其他经营现金流	8	85	41	46	
投资活动现金流	-64	-43	-4	-1	
资本支出	64	0	0	0	
长期投资	0	-0	0	-0	
其他投资现金流	0	-43	-4	-1	
筹资活动现金流	-25	-57	-22	-6	
短期借款	-1	28	-18	3	
长期借款	-14	7	4	-1	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	-0	0	0	0	
其他筹资现金流	-9	-91	-8	-7	
现金净增加额	2	41	107	133	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	
营业收入	1817	2434	2637	3220	
营业成本	1228	1713	1742	2106	
营业税金及附加	10	15	14	18	
营业费用	338	394	480	586	
管理费用	111	133	161	197	
财务费用	7	9	10	10	
资产减值损失	12	6	17	15	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	0	1	0	0	
营业利润	111	163	212	289	
营业外收入	8	14	8	8	
营业外支出	2	2	2	2	
利润总额	117	175	218	295	
所得税	19	30	35	47	
净利润	99	145	183	248	
少数股东损益	13	15	10	11	
归属母公司净利润	86	127	173	238	
EBITDA	154	200	254	331	
EPS (元)	0.27	0.41	0.55	0.76	

主要财务比率		单位:百万元			
会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	
成长能力					
营业收入	26.6%	33.9%	20.1%	22.1%	
营业利润	49.1%	46.7%	35.9%	36.3%	
归属于母公司净利润	46.7%	52.1%	36.1%	37.2%	
获利能力					
毛利率(%)	32.4%	29.6%	33.9%	34.6%	
净利率(%)	11.1%	6.0%	6.6%	7.4%	
ROE(%)	11.6%	17.8%	17.5%	19.4%	
ROIC(%)	10.8%	18.2%	22.3%	26.3%	
偿债能力					
资产负债率(%)	42.1%	42.8b%	40.1%	38.2%	
净负债比率(%)	24.34%	25.88%	21.52%	19.48%	
流动比率	1.70	1.86	2.08	2.29	
速动比率	1.11	1.22	1.39	1.57	
营运能力					
总资产周转率	1.37	1.47	1.56	1.61	
应收账款周转率	5	5	5	5	
应付账款周转率	7.43	7.42	7.11	7.24	
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.41	0.55	0.76	
每股经营现金流(摊薄)摊	0.29	6.99	0.42	0.44	
每股净资产(最新摊薄)	2.34	2.47	3.15	3.90	
估值比率					
P/E	54.85	33.88	25.21	18.37	
P/B	6.55	5.91	4.87	3.93	
EV/EBITDA	31	24	19	15	

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安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编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257