

生物医药行业

公司点评报告

昆明制药（600422）

评级： 买入

收盘价（元） 14.03

目标价（元） 18.70

市场数据

52 周内最高价（元） 17.58

52 周内最低价（元） 10.55

市净率 6.12

总股本（亿股） 3.14

流通 A 股（亿股） 3.14

流通 B 股或 H 股（亿股） 0.00

总市值（亿元） 46.22

流通 A 股市值（亿元） 46.18

流通 B 股或 H 股市值（亿元） 0.00

相对股价表现



相关研究：

《昆明制药：天时地利酿昆药》，
2011.7.12

《昆明制药：血塞通增长迅速，营销改革和股权激励提高效率》，
2012.2.21

生物医药研究小组

李项峰

证书编号 S0120511030002

联系人：

郑一宁

8621-68761616-8519

zhengyn@tebon.com.cn

杨莹

8621-68761616-8565

yangying@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心
26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

一季度业绩略超预期，血塞通延续增长势头

事件：

公司 2012 年 4 月 28 日发布 2012 年一季报，报告期内实现营业收入 7.43 亿元，同比增长 49.63%，归属于上市公司净利润 3239 万元，同比增长 88.46%，实现基本每股收益 0.10 元。

币种：人民币

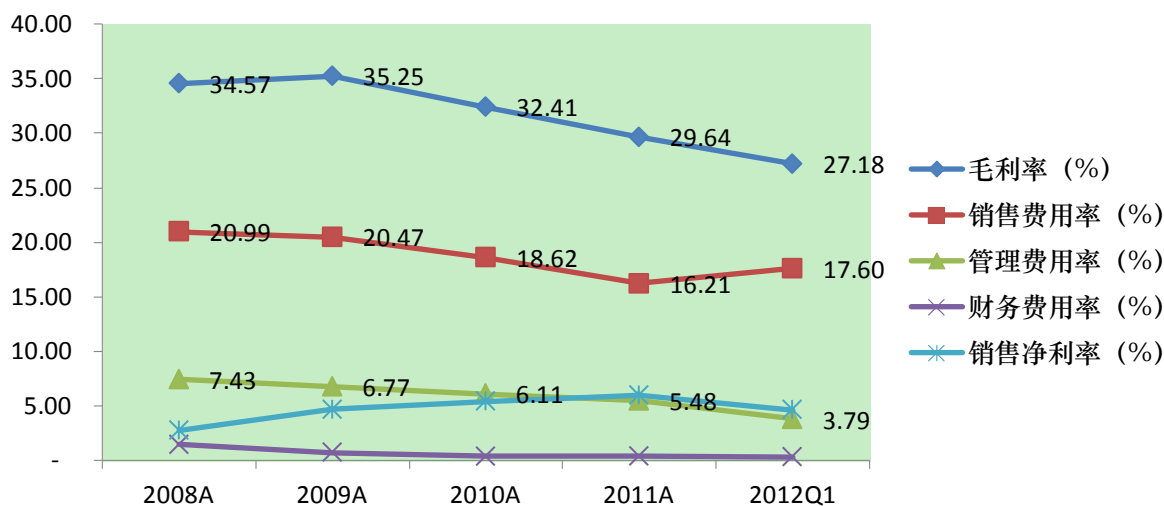
	本报告期末	上年度期末	本报告期末比上年 度期末增减(%)
总资产(元)	1,705,487,875.91	1,629,894,793.78	4.64
所有者权益（或股东权益）(元)	851,137,913.52	818,178,360.18	4.03
归属于上市公司股东的每股净资产（元/股）	2.71	2.60	4.23
	年初至报告期期末		比上年同期增减 (%)
经营活动产生的现金流量净额(元)	16,501,414.76		-30.15
每股经营活动产生的现金流量净额（元/股）	0.05		-37.5
	报告期	年初至报告期期 末	本报告期比上年 同期增减(%)
归属于上市公司股东的净利润(元)	32,393,940.80	32,393,940.80	88.46
基本每股收益（元/股）	0.1031	0.1031	88.48
扣除非经常性损益后的基本每股收益(元/股)	0.0931	0.0931	93.96
稀释每股收益（元/股）	0.1031	0.1031	88.48
加权平均净资产收益率（%）	3.88	3.88	增加 1.81 个百分点
扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率（%）	3.51	3.51	增加 1.69 个百分点

点评：

- **业绩略超预期增长，血塞通产品延续增长势头：**2011 年，血塞通增长势头强劲，血塞通软胶囊、血塞通冻干粉针 400mg 和 200mg 分别增长 110%、106%、65%。2012 年一季度延续了这一高增长的势头，母公司营业收入增长达 88.43%，由于母公司主要生产销售天然植物药，而植物药中，血塞通系列产品占 60%左右的比例。我们预计随着产能瓶颈的解决，未来血塞通系列产品仍能维持高增长的态势。
- **三七价格上涨导致毛利率有所下滑：**公司产品主要原料为三七，近年来由于云南干旱导致的三七价格上涨给毛利率带来一定的压力，从 2009 年至 2012 年一季度，毛利率持续下降，一季度毛利率降为 27.18%。预计未来三七的价格不会出现更大的涨幅，因此毛利率能够维持目前的水平。
- **费用率控制良好：**一季度利润同比增速大于收入同比增速，主要缘于费用率的同比下降，销售费用率同比下降 0.88 个百分点，管理费用率同比下降 1.24 个百分点。所以，尽管毛利率有所下滑，销售净利率却同比上升 0.64 个百分点。

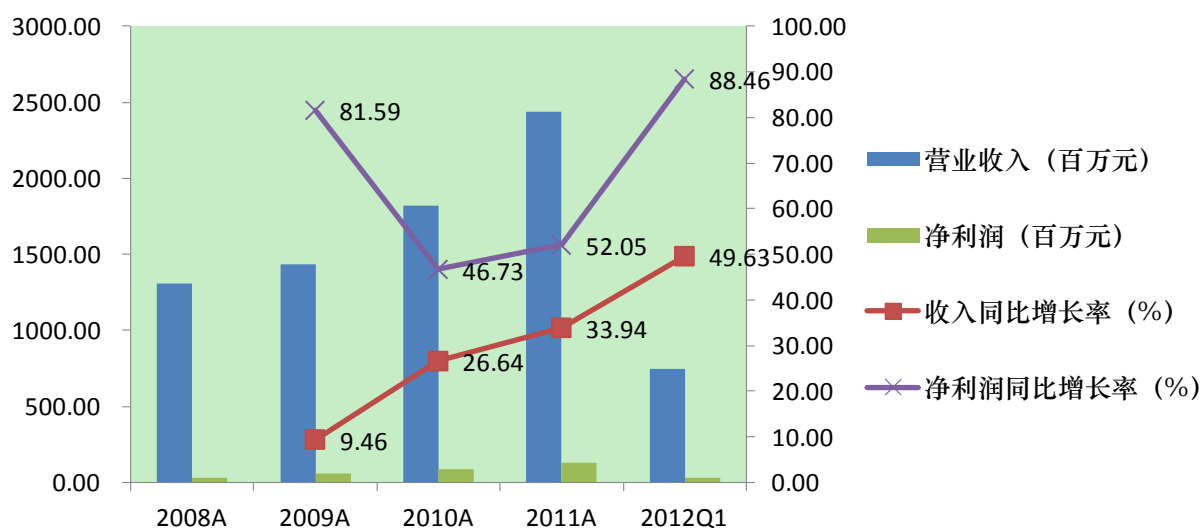
- **风险提示：**中药材价格上涨带来的成本压力；药品降价的风险；与珍宝岛合作不顺利的风险。
- **盈利预测：**在不考虑公开发行的前提下，预计 2012-2013 年的营业收入分别为 31.25 和 39.87 亿元；公司净利润分别为 1.96 和 2.60 亿元；摊薄后每股收益分别为 0.624 和 0.828 元。

图表 1：昆明制药盈利能力情况



资料来源：德邦证券研究所

图表 2：昆明制药收入和利润增长情况



资料来源：德邦证券研究所

图表 3：昆明制药单季度利润表

利润简表（单季度）															2011Q4
单位：百万元	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	同比增长	环比增长
营业收入	297.09	358.99	379.91	398.92	414.52	426.81	447.72	528.18	496.85	579.38	629.94	727.83	743.46	49.63%	2.15%
营业成本	197.91	239.56	246.54	245.14	282.82	280.41	314.45	350.57	353.59	407.69	432.31	519.09	541.38	53.11%	4.29%
营业税金及附加	1.58	2.06	1.55	2.94	1.83	1.42	2.85	3.83	2.09	3.45	4.50	4.73	2.87	36.94%	-39.36%
销售费用	68.31	69.11	76.97	79.37	92.33	85.52	67.22	93.30	91.84	88.91	116.51	97.23	130.82	42.44%	34.55%
管理费用	20.51	19.52	22.40	34.75	19.57	25.52	24.03	41.99	25.00	27.82	26.16	54.30	28.16	12.64%	-48.14%
财务费用	3.07	2.89	2.41	2.28	1.77	2.15	1.35	1.41	1.71	2.15	3.28	2.30	2.42	41.70%	5.25%
资产减值损失	0.00	7.52	4.12	9.81	0.00	2.95	0.83	8.00	0.00	4.33	0.00	1.84	0.00	N/A	-100.00%
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.08	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	N/A	-100.00%
营业利润	5.71	18.33	25.92	24.63	16.20	28.85	37.00	29.16	22.63	45.03	47.19	48.34	37.82	67.15%	-21.76%
营业外收入	1.30	2.06	0.08	3.98	0.26	0.08	1.51	6.55	2.56	0.49	0.22	10.72	2.92	13.97%	-72.76%
营业外支出	0.04	0.37	0.24	1.72	0.01	0.30	0.26	1.67	0.22	0.40	0.35	1.07	0.31	43.53%	-71.01%
利润总额	6.97	20.03	25.76	26.88	16.45	28.62	38.25	34.04	24.97	45.13	47.06	57.99	40.43	61.90%	-30.28%
所得税	0.42	3.38	2.88	6.00	2.02	5.88	5.63	5.15	5.01	3.74	6.81	14.13	5.81	15.79%	-58.90%
净利润	6.55	16.64	22.88	20.88	14.43	22.75	32.61	28.89	19.96	41.38	40.25	43.87	34.63	73.49%	-21.06%
归属于母公司净利润	5.53	14.42	20.94	17.43	12.15	20.09	29.14	24.19	17.19	38.82	36.25	37.86	32.39	88.46%	-14.44%

资料来源：德邦证券研究所

图表 4：昆明制药季度累计利润表

利润简表（季度累计）															2012Q1
单位：百万元	2009Q1	2009H	2009Q1-Q3	2009A	2010Q1	2010H	2010Q1-Q3	2010A	2011Q1	2011H	2011Q1-Q3	2011A	2012Q1	同比增长	
营业收入	297.09	656.08	1035.99	1434.91	414.52	841.33	1289.06	1817.24	496.85	1076.23	1706.18	2434.01	743.46	49.63%	
营业成本	197.91	437.47	684.01	929.15	282.82	563.23	877.68	1228.24	353.59	761.28	1193.59	1712.68	541.38	53.11%	
营业税金及附加	1.58	3.64	5.19	8.12	1.83	3.25	6.10	9.92	2.09	5.54	10.04	14.77	2.87	36.94%	
销售费用	68.31	137.42	214.39	293.76	92.33	177.86	245.08	338.38	91.84	180.75	297.26	394.49	130.82	42.44%	
管理费用	20.51	40.04	62.43	97.18	19.57	45.09	69.12	111.11	25.00	52.82	78.98	133.28	28.16	12.64%	
财务费用	3.07	5.96	8.37	10.65	1.77	3.91	5.26	6.68	1.71	3.86	7.14	9.43	2.42	41.70%	
资产减值损失	0.00	7.52	11.64	21.45	0.00	2.95	3.78	11.78	0.00	4.33	4.33	6.18	0.00	N/A	
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.08	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	N/A	
营业利润	5.71	24.04	49.96	74.60	16.20	45.05	82.05	111.21	22.63	67.66	114.85	163.19	37.82	67.15%	
营业外收入	1.30	3.36	3.44	7.41	0.26	0.34	1.85	8.39	2.56	3.05	3.27	13.99	2.92	13.97%	
营业外支出	0.04	0.41	0.65	2.37	0.01	0.31	0.57	2.24	0.22	0.61	0.96	2.03	0.31	43.53%	
利润总额	6.97	26.99	52.75	79.64	16.45	45.08	83.32	117.36	24.97	70.10	117.16	175.15	40.43	61.90%	
所得税	0.42	3.80	6.68	12.68	2.02	7.90	13.53	18.69	5.01	8.76	15.57	29.69	5.81	15.79%	
净利润	6.55	23.19	46.07	66.95	14.43	37.18	69.79	98.68	19.96	61.34	101.59	145.46	34.63	73.49%	
归属于母公司净利润	5.53	19.95	40.89	58.32	12.15	32.25	61.38	85.58	17.19	56.01	92.26	130.12	32.39	88.46%	

资料来源：德邦证券研究所

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 -10% - +10%
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下, 我公司就不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权, 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“德邦证券有限责任公司”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。