

昆明制药 (600422)

中药/医药生物

发布时间: 2012-10-30

报告类型 / 公司动态报告

谨慎推荐

上次评级: 推荐

业绩增速放缓, 销售费用吞噬利润

——三季报点评

报告摘要:

三季度业绩增速放缓。公司前三季度营业收入 22.77 亿元, 同比增长 33.47%; 净利润为 1.22 亿元, 同比增长 32.45%; EPS 为 0.39 元。其中, 第三季度净利润为 0.42 亿元, 同比仅增 16.84%, 低于上半年的 42.56% 的同比增速, 增速放缓主要是销售费用大增所致。

天然植物药增速逐季放缓。特色天然植物药主要放在母公司经营, 母公司第三季度营收为 3.06 亿元, 同比增长了 51.86%, 虽仍在高速增长, 但考虑到高开票的因素, 实际同比增速估计在 20% 左右, 且逐季放缓的势头已经出现。母公司 Q3 的净利润同比仅增长了 4.25%, 远低于上半年 48% 的同比增速, 净利润率仅为 8.66%, 比上半年低 2.32%, 比去年低 3.62%。销售费用高企是导致净利润增速下滑的主要原因, Q3 母公司销售费用高达 1.22 亿元, 同比增长 86.51%, 营业税金同比增速为 53.1%。说明在高开票模式下, 营业税金的影响不大, 但销售费用大幅增加, 公司还需探索在新营销模式下如何降低销售费率。

毛利率仍有进一步改善的空间。Q3 母公司的毛利率为 52.07%, 比上半年略微下降 0.7%, 虽然降幅已经收窄, 但毛利率提升低于预期, 这主要和三七等中药材价格下降缓慢有关, 且与中药材采购周期有关, 我们认为三七价格后期仍有望继续下行, 毛利率也有继续改善的空间。

投资建议:公司在高速增长后将进入稳定增长阶段, 且销售费率今年以来的增幅略超预期, 我们将公司的 2012~2014 年的 EPS 调整为 0.56 元、0.75 元和 0.94 元 (之前为 0.60 元、0.80 元和 1.04 元), 当前估值已趋合理, 因此将公司评级下调为“谨慎推荐”。公司拥有多个特色品种, 仍建议投资者长期关注, 并注意阶段性的投资机会。

风险提示:销售费率增长过快的风险; 中药材价格上涨的风险。

股票数据

2012-10-29

收盘价 (元)	19.35
12 个月股价区间 (元)	11.77 ~ 21.19
总市值 (百万元)	6,079
总股本 (百万股)	314
A 股 (百万股)	314
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	1

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	5%	13%	26%
相对收益	7%	18%	44%

相关报告

《600422 昆明制药中报点评: 业绩符合预期, 下半年业绩增速或能高于上半年》

2012-8-15

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1817	2434	3070	3920	4675
(+/-)%	26.64%	33.94%	26.13%	27.69%	19.26%
归属母公司净利润	86	130	176	236	296
(+/-)%	46.73%	52.05%	34.95%	34.43%	25.58%
每股收益 (元)	0.27	0.41	0.56	0.75	0.94
市盈率	71	47	35	26	21
市净率	8	7	7	6	5
净资产收益率 (%)	11.64%	15.90%	18.86%	22.00%	22.69%
股息收益率 (%)	1.08%	1.35%	1.03%	1.55%	1.03%
总股本 (百万股)	314	314	314	314	314

证券分析师: 刘林

执业证书编号: S0550512090001
(021)20361137 liulin@nesc.cn

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	243	474	513	665
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	294	410	522	623
存货	388	741	946	1131
其他流动资产	12	84	89	96
流动资产合计	1143	1956	2365	2869
可供出售金融资产	1	1	1	1
长期投资净额	4	13	24	37
固定资产	301	310	332	348
无形资产	25	24	23	23
商誉	66	66	66	66
非流动资产合计	486	518	549	545
资产总计	1630	2473	2914	3414
短期借款	116	1435	2783	4071
应付款项	243	250	318	379
预收款项	76	95	122	145
一年内到期的非流动负债	20	750	350	500
流动负债合计	694	3169	4332	5915
长期借款	10	10	10	10
其他长期负债	9	9	9	9
长期负债合计	19	25	23	26
负债合计	712	3193	4355	5940
归属于母公司股东权益合计	818	931	1073	1306
少数股东权益	99	115	140	161
负债和股东权益总计	1630	4239	5567	7408

利润表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2434	3070	3920	4675
营业成本	1713	2060	2615	3115
营业税金及附加	15	17	22	26
资产减值损失	6	0	0	0
销售费用	394	606	768	912
管理费用	133	160	204	243
财务费用	9	10	10	10
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	163	217	301	369
营业外收支净额	12	12	12	12
利润总额	175	229	313	381
所得税	30	38	52	63
净利润	145	191	261	318
归属于母公司净利润	130	176	236	296
少数股东损益	15	16	25	22

现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	145	191	261	318
资产减值准备	6	0	0	0
折旧及摊销	37	39	41	43
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	11	10	12	15
投资损失	0	0	0	0
运营资本变动	-53	67	-199	-185
其他	0	0	5	13
经营活动净现金流量	140	311	110	190
投资活动净现金流量	-43	-71	-71	-37
融资活动净现金流量	-57	-10	0	0
企业自由现金流	-379	275	47	147

财务与估值指标	2011A	2012E	2013E	2014E
每股指标				
每股收益 (元)	0.41	0.56	0.75	0.94
每股净资产 (元)	2.60	2.96	3.41	4.16
每股经营性现金流量 (元)	0.45	0.99	0.35	0.61
成长性指标				
营业收入增长率	33.94%	26.13%	27.69%	19.26%
净利润增长率	52.05%	34.95%	34.43%	25.58%
盈利能力指标				
毛利率	29.64%	32.90%	33.29%	33.37%
净利率	5.35%	5.72%	6.02%	6.34%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	46.03	46.40	46.28	46.32
存货周转率 (次)	126.81	126.81	126.81	126.81
偿债能力指标				
资产负债率	43.71%	75.33%	78.22%	80.19%
流动比率	1.65	0.62	0.55	0.49
速动比率	1.00	0.36	0.31	0.28
费用率指标				
销售费用率	16.21%	19.75%	19.60%	19.50%
管理费用率	5.48%	5.20%	5.20%	5.20%
财务费用率	0.39%	0.33%	0.26%	0.21%
分红指标				
分红比例				
股息收益率	1.35%	1.03%	1.55%	1.03%
估值指标				
P/E (倍)	47	35	26	21
P/B (倍)	7	7	6	5
P/S (倍)	2	2	2	1
净资产收益率	15.90%	18.86%	22.00%	22.69%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760