

证券研究报告—动态报告

医药保健

制药与生物

昆明制药(600422)

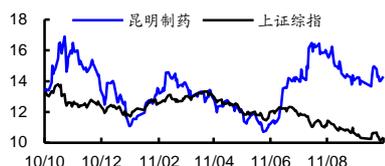
2011年3季报点评

谨慎推荐

(维持评级)

2011年10月25日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本(百万股)	314.2/313.9
总市值(百万元)	4,492.7/4,488.8
沪深300/深圳成指	2,370.33/9,957.62
12个月最高/最低(元)	16.90/10.70

相关研究报告:

《昆明制药-600422-公开增发预案点评:有望促各项业务全面发展》——2011-10-16

《昆明制药-600422-效益型增长有望持续》——2011-7-29

《昆明制药-600422-基本面持续改善》——2011-7-14

《国信证券-昆明制药(600422):调整后股改方案显示大股东信心》——2006-2-22

证券分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120026

证券分析师: 丁丹

电话: 0755-82139908

E-mail: dingdan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120006

联系人: 杜佐远

电话: 0755-82130473

E-mail: duzyuan@guosen.com.cn

季报点评

核心产品高增长

● 主业快速增长 49%

公司前三季度收入 17.06 亿元 (+32.36%), 归属于母公司股东净利润 9226 万元 (+50.30%, 已预增 50-55%), EPS 0.29 元, 扣非后净利润 9026 万元 (+48.66%), 合 EPS 0.29 元。ROE 为 11.81%, 经营性现金流 0.24 元/股(0%)。

● Q3 单季度利润增速放缓

单季度收入 6.30 亿元 (+40.7%); 归属于上市公司股东的净利润 3625 万元 (+24.42%), 扣非后净利润 3632 万元 (+28.00%)。单季度毛利率 31.37% 同比提升 1.61 个百分点, 销售费用在 10Q3 低基数上大幅增长 73%, 管理费用继续受益于管理改善小幅增长 9%。

● 核心产品高增长

核心产品血塞通注射液、天麻素注射液增长 50% 左右, 同时口服制剂系统化管理的实施使得部分口服产品(血塞通软胶囊增长翻倍、灯银脑通胶囊)快速增长, 口服产品的贡献日益增强。血塞通粉针的增长空间来自: 三七类注射液行业的大市场、快速增长; 血塞通水针销量是粉针的 3 倍多, 粉针逐步替代水针。

● 风险提示

主要原材料三七价格上涨。09 年干旱造成三七减产, 价格暴涨, 目前维持高位震荡, 由于三七是 3 年生药材, 13 年之前三七价格维持高位的可能性大。预计公司下半年三七成本与上半年相近。

● 维持“谨慎推荐”评级

受益于三七注射液行业的大市场、快速增长, 公司销售、管理改善(由自销转变为自销+代理), 股权激励的推出, 公司基本面不断改善, 业绩快速增长。维持 11-13 年 EPS 0.40/0.57/0.80, 同比增长 47%、43%、40%, PEG 0.83。维持“谨慎推荐”评级, 一年期目标价 16.1-17.2 (12PE 28-30)。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,434.91	1,817	2,310	2,739	3,241
(+/-%)	9.46%	26.6%	27.1%	18.6%	18.3%
净利润(百万元)	58.32	86	125	179	250
(+/-%)	81.59%	46.7%	46.5%	42.8%	39.8%
每股收益(元)	0.19	0.27	0.40	0.57	0.80
EBIT Margin	6.34%	7.1%	8.0%	9.4%	10.9%
净资产收益率 (ROE)	8.76%	11.6%	15.0%	18.3%	21.2%
市盈率 (PE)	77.03	52.5	35.8	25.1	17.9
EV/EBITDA	36.49	30.7	25.6	19.0	14.4
市净率 (PB)	6.75	6.11	5.38	4.59	3.81

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	200	262	351	499	营业收入	1817	2310	2739	3241
应收款项	384	475	555	648	营业成本	1228	1595	1862	2172
存货净额	331	436	509	594	营业税金及附加	10	13	15	18
其他流动资产	65	55	66	78	销售费用	338	393	460	532
流动资产合计	979	1228	1481	1819	管理费用	111	126	145	166
固定资产	279	319	333	344	财务费用	7	7	7	5
无形资产及其他	24	23	23	22	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	131	131	131	131	资产减值及公允价值变动	(12)	(12)	(12)	(12)
长期股权投资	3	3	3	3	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1416	1703	1970	2318	营业利润	111	165	239	336
短期借款及交易性金融负债	125	135	135	135	营业外净收支	6	7	7	7
应付款项	242	348	406	474	利润总额	117	172	246	343
其他流动负债	208	266	310	361	所得税费用	19	27	39	55
流动负债合计	576	749	851	970	少数股东损益	13	19	27	38
长期借款及应付债券	20	20	20	20	归属于母公司净利润	86	125	179	250
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	20	20	20	20	现金流量表 (百万元)				
负债合计	596	769	871	990	净利润	86	125	179	250
少数股东权益	85	99	120	149	资产减值准备	(10)	(12)	0	0
股东权益	735	836	979	1179	折旧摊销	36	21	25	28
负债和股东权益总计	1416	1703	1970	2318	公允价值变动损失	12	12	12	12
					财务费用	7	7	7	5
关键财务与估值指标					营运资本变动	(94)	(36)	(61)	(71)
每股收益	0.27	0.40	0.57	0.80	其它	19	26	21	29
每股红利	0.10	0.08	0.11	0.16	经营活动现金流	49	137	175	248
每股净资产	2.34	2.66	3.12	3.75	资本开支	(4)	(60)	(50)	(50)
ROIC	12%	15%	19%	25%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	12%	15%	18%	21%	投资活动现金流	(4)	(60)	(50)	(50)
毛利率	32%	31%	32%	33%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	8%	9%	11%	负债净变化	(14)	0	0	0
EBITDA Margin	9%	9%	10%	12%	支付股利、利息	(24)	(25)	(36)	(50)
收入增长	27%	27%	19%	18%	其它融资现金流	36	10	0	0
净利润增长率	47%	47%	43%	40%	融资活动现金流	(39)	(15)	(36)	(50)
资产负债率	48%	51%	50%	49%	现金净变动	5	62	89	148
息率	0.5%	0.6%	0.8%	1.1%	货币资金的期初余额	195	200	262	351
P/E	52.5	35.8	25.1	17.9	货币资金的期末余额	200	262	351	499
P/B	6.1	5.4	4.6	3.8	企业自由现金流	47	80	130	204
EV/EBITDA	30.7	25.6	19.0	14.4	权益自由现金流	69	84	124	200

资料来源: 国信证券经济研究所预测

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我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供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648
陈建生	0755-82133766	黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳鑫	0755-82130432			黄道立	0755-82133397
周俊	0755-82130833-6215				
糜怀清	021-60933167				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左涛	021-60933164	郑东	010-66025270
祝彬	021-60933156			秦波	010-66026317
常伟				郭莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑武	0755-82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁丹	0755-82139908
杨森	0755-82133343	罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	胡博新	0755-82133263
		梁丹	0755-82134323	刘勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭波	0755-82133909
张弢	010-88005311	刘明	010-88005319	龙飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
谢达成	021-60933161	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
		田良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706	朱少凌	0755-82130646	欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	010-88005321				
熊丹	0755-82133528				
建材		旅游		食品饮料	
郑东	010-66025270	曾光	0755-82150809	黄茂	0755-82138922
马彦	010-88005304	钟潇	0755-82132098		
建筑		新兴产业		研究支持	
邱波	0755-82133390	陈健	010-66022025	沈瑞	0755-82132998
刘萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	余辉	0755-82130741
		孙伟	010-66026320	王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳瑾	0755-82133538	康亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	郑云	021-60875163
邓岳	0755-82150533	李腾	0755-82130833-6223	毛甜	021-60933154
		刘洋	0755-82150566	李荣兴	021-60933165
		潘小果	0755-82130843	郑亚斌	
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		钱晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			
戴军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174		
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090		
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165		

秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦敏	0755-82130833-3772	袁剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833-1379		

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
王立法 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏宁 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	林莉 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
焦戡 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原祎 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
	孔华强 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐冉 0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
		赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		郑灿 0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn