中药

署名人：余方升

S0960511090002

021-52286447

yufangsheng@cjis.cn

6－12 个月目标价： 20.00 元

当前股价： 15.20 元

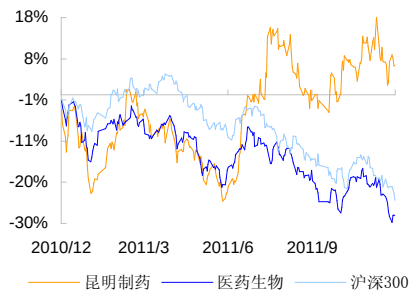
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2186.30
总股本(百万)	314
流通股本(百万)	313
流通市值(亿)	47
EPS	0.27
每股净资产（元）	2.34
资产负债率	42.08%

股价表现

（%）	1M	3M	6M
昆明制药	-4.76	10.22	41.00
医药生物	-10.98	-12.17	-10.10
沪深 300 指数	-10.26	-13.04	-18.64



相关报告

昆明制药-重点品种将保持高增长 2011-10-26

昆明制药-中期业绩超预期，维持推荐评级 2011-07-28

昆明制药-全方位变革坚实基础，业绩有望“快马加鞭” 2011-03-28

昆明制药 600422 推荐

血塞通产能释放奠定未来业绩高增长基础

12 月 22 日，公司预告 11 年度净利润将同比增长 40%-60%，同时新建冻干粉针车间获药品 GMP 证书。

投资要点：

- **主导产品放量推动 11 年业绩持续快速增长。**公司预计 11 年度实现的净利润将同比增长 40-60%，即 EPS 约 0.38-0.43 元，符合我们之前预期。业绩增长主要驱动力在于公司通过对重点市场的规划、重点品种的分析，络泰、天眩清针剂等主导特色产品延续了 50%以上的大幅增长。同时口服制剂系统化管理的实施促使口服产品销量有较大增加；
- **血塞通产能释放在即。**此次公司新建的冻干粉针车间通过 GMP 认证，获得 5 年药品生产许可，有效期至 2016 年 12 月 18 日。从目前情况来看，预计公司 11 年血塞通销量在 1800 万支以上，其中原有车间约生产 800 万支，另外 1000 万支属委托重庆药友生产。新车间预计近期正式投入生产后，届时血塞通的产能瓶颈问题将得到有效解决。粗略按类比中恒 1 元/支的代工费，我们估计这将给公司节省 1000 万的生产成本，占今年净利润的 7.5%；
- **维持推荐评级。**综合来看，公司近年来持续改善激励机制和销售体系，各项工作顺利推进，今后中药厂等增发项目的实施将为公司长期可持续发展奠定坚实的生产基础。我们预计公司 11-13 年的 EPS 分别为 0.42、0.60 和 0.78 元，同比分别增长 56%、42%和 30%，未来业绩有超预期可能，维持推荐评级。

风险提示：主导产品市场竞争比较激烈。

主要财务指标

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1817	2302	2783	3288
收入同比(%)	27%	27%	21%	18%
归属母公司净利润	86	134	189	245
净利润同比(%)	47%	56%	42%	30%
毛利率(%)	32.4%	31.3%	32.3%	33.0%
ROE(%)	11.6%	16.3%	20.2%	22.7%
每股收益(元)	0.27	0.42	0.60	0.78
P/E	55.80	35.77	25.25	19.47
P/B	6.50	5.81	5.10	4.43
EV/EBITDA	31	22	16	13

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	979	1259	1522	1776
现金	200	268	336	381
应收账款	258	345	410	480
其他应收款	50	71	82	95
预付账款	65	57	72	93
存货	331	423	506	590
其他流动资产	76	96	116	137
非流动资产	437	399	380	361
长期投资	3	3	3	3
固定资产	266	263	250	234
无形资产	24	22	20	18
其他非流动资产	143	111	108	106
资产总计	1416	1658	1903	2137
流动负债	576	698	799	855
短期借款	111	197	204	185
应付账款	173	223	266	311
其他流动负债	292	277	329	359
非流动负债	20	35	35	35
长期借款	20	35	35	35
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	596	733	834	890
少数股东权益	85	104	132	168
股本	314	314	314	314
资本公积	199	199	199	199
留存收益	222	308	424	565
归属母公司股东权益	735	822	937	1078
负债和股东权益	1416	1658	1903	2137

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	91	35	166	198
净利润	99	153	217	282
折旧摊销	36	32	33	34
财务费用	7	13	17	16
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-59	-229	-134	-182
其他经营现金流	8	67	33	48
投资活动现金流	-64	6	-15	-15
资本支出	64	20	15	15
长期投资	0	-1	0	0
其他投资现金流	0	25	0	0
筹资活动现金流	-25	27	-84	-139
短期借款	-1	86	7	-19
长期借款	-14	15	0	0
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	-10	-74	-90	-120
现金净增加额	2	68	68	45

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1817	2302	2783	3288
营业成本	1228	1581	1885	2203
营业税金及附加	10	13	15	18
营业费用	338	371	445	526
管理费用	111	138	156	184
财务费用	7	13	17	16
资产减值损失	12	10	12	11
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	111	176	253	329
营业外收入	8	8	8	8
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	117	181	258	335
所得税	19	29	41	53
净利润	99	153	217	282
少数股东损益	13	19	28	36
归属母公司净利润	86	134	189	245
EBITDA	154	221	303	380
EPS（元）	0.27	0.42	0.60	0.78

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	26.6%	26.7%	20.9%	18.1%
营业利润	49.1%	58.5%	43.4%	30.2%
归属于母公司净利润	46.7%	56.0%	41.7%	29.7%
获利能力				
毛利率	32.4%	31.3%	32.3%	33.0%
净利率	4.7%	5.8%	6.8%	7.5%
ROE	11.6%	16.3%	20.2%	22.7%
ROIC	16.4%	22.4%	29.1%	33.2%
偿债能力				
资产负债率	42.1%	44.2%	43.8%	41.7%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.70	1.81	1.91	2.08
速动比率	1.11	1.18	1.25	1.36
营运能力				
总资产周转率	1.37	1.50	1.56	1.63
应收账款周转率	5	5	5	5
应付账款周转率	7.43	7.98	7.71	7.64
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.42	0.60	0.78
每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	0.11	0.53	0.63
每股净资产(最新摊薄)	2.34	2.62	2.98	3.43
估值比率				
P/E	55.80	35.77	25.25	19.47
P/B	6.50	5.81	5.10	4.43
EV/EBITDA	31	22	16	13

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6～12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐：预期未来 6～12 个月内股价升幅 10%～30％
中 性：预期未来 6～12 个月内股价变动在±10%以内
回 避：预期未来 6～12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好：预期未来 6～12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性：预期未来 6～12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡：预期未来 6～12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

中投医药团队荣誉：2007——2011 年连续 5 年在新财富最佳分析师评选中入围和上榜，2008 年和 2011 在卖方分析师水晶球奖中获得第 2 名；2010 年和 2011 年财经风云榜最佳证券分析师；团队成员余文心获得 2011 年度医药信息达人称号（证券行业唯一一个）；

中投医药团队成员：

周锐，医药行业首席分析师，理学博士，3 年医药行业从业经验，8 年证券行业从业经验，整体负责中投医药团队研究工作；

余方升，医药行业分析师，理学学士，经济学硕士，2009 年加入中投证券研究所，2 年证券行业从业经验，负责中药行业研究；

余文心，医药行业分析师，北京大学药学、经济学双学士，北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所，负责化学药、医疗服务及政策研究；

江琦，医药行业分析师，上海交大生物工程学士，金融学硕士，2010 年加入中投证券研究所，负责生物制药及医药流通研究；

王威，医药行业分析师，工学硕士，5 年医疗器械行业从业经验，2010 年加入中投证券研究所，负责医疗器械及境外上市中资医药股研究。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所　公司网站：http://www.cjis.cn

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：（0755）82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：（010）63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：（021）62171434