

**昆明制药 (600422.SH)**

 评级: **买入**

 前次: **买入**

目标价(元):

**19.66**

联系人

分析师

**袁倩倩 CFA**
**谢刚**

生物医药小组

S0740510120005

021-20315202

021-20315178

qiuqq@r.qlzq.com.cn

xiegang@r.qlzq.com.cn

2012年1月5日

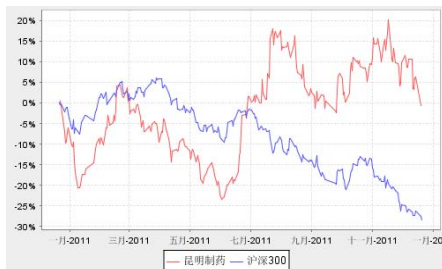
**昆明制药股价异动点评**
**基本状况**

总股本(百万股)	314.18
流通股本(百万股)	313.91
市价(元)	12.89
市值(百万元)	4360.76
流通市值(百万元)	4357.01

**业绩预测**

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,434.9	1,817.2	2,217.9	2,716.4	3,292.0
营业收入增速	9.46%	26.64%	22.05%	22.48%	21.19%
净利润增长率	81.59%	46.73%	47.64%	36.66%	33.24%
摊薄每股收益(元)	0.19	0.27	0.40	0.55	0.73
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	57.21	50.96	35.33	25.86	19.41
PEG	0.70	1.09	0.74	0.71	0.58
每股净资产(元)	2.12	2.34	2.59	3.14	3.87
每股现金流量(元)	0.41	0.29	0.01	0.38	0.55
净资产收益率	8.76%	11.64%	15.51%	17.49%	18.90%
市净率	5.01	5.93	5.48	4.52	3.67
总股本(百万元)	314.18	314.18	314.18	314.18	314.18

备注: 市场预测取 聚源一致预期

**股价与行业-市场走势对比**

**投资要点**

- **事件:** 1月4日、5日连续两天, 昆明制药股价大跌, 两天分别下跌6.53%和7.13%, 1月5日报收于12.89元。
- **背景:** 近期A股市场屡创新低, 过去半年上证指数下跌23.72%, 医药指数下跌28.19%。在此背景下, 2011年表现强势的个股近期纷纷补跌, 主要的风险体现在资本市场的系统性风险。
- **下跌的潜在原因:** 熊市中, 投资者对EPS稀释非常敏感。由于昆明制药2011年11月8日的临时股东大会通过了公开增发A股的议案, 如果监管层审批顺利的话, 我们预计公增将在今年完成。熊市中, 投资者关注增发对当期EPS的稀释, 而忽略增发取得的现金和募投项目对未来EPS的增厚。
- **盈利增长确定性好, 今年有超预期的可能:**
  - 2011年12月23日, 公司已经发布了2011年业绩预增公告, 预计2011年度公司净利润较上年同期增长**40%-60%**, 符合我们之前的预测。2011年业绩增长的主要原因是络泰®血塞通冻干粉针、天眩清®天麻素注射液等特色产品继续保持较快增长, 同时, 口服制剂系统化管理的实施带来口服产品销售增长。
  - 根据近期我们对医院终端的调研, 络泰®血塞通冻干粉针作为基本药物目录中的类独家品种, 在基层医疗机构的销售放量超过我们之前的预期, 2011年第四季度络泰®血塞通冻干粉针已经出现供不应求的情况。考虑到公司年产3000万支冻干粉针剂的新建车间2011年12月已经通过GMP认证, 即将投产, 解决产能瓶颈, 我们判断公司**2012年的业绩很有可能超过我们之前的预期。**
- **股价进入相对安全的区间:** 回顾公司股权激励的限制性股票首期(2011年)回购价格, 购买的最高价为12.82元/股, 最低价为12.23元/股, 平均交易价格为12.69元/股, 目前股价已经进入相对安全的区间。

- 投资建议：公司基本面趋势向好，鉴于今年有可能超预期，我们重申“买入”评级。目前的风险主要来自资本市场的系统性风险和估值水平的整体下移。12、13年的盈利预测暂时不调整，预测2011-2013年实现每股收益分别为0.40元、0.55元、0.73元，目标价19.66元。

**图表1：昆明制药销售收入预测表（百万元）**

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>产品I三七总皂甙系列</b>					
其中：三七总皂甙原料药、口服制剂、水针	84.00	110.10	132.12	151.94	174.73
三七总皂甙冻干粉针剂	119.00	168.15	231.00	316.25	424.70
销售收入	203.00	278.25	363.12	468.19	599.43
增长率 (YOY)	6.84%	37.07%	30.50%	28.93%	28.03%
占总销售额比重	14.15%	15.31%	16.37%	17.24%	18.21%
占主营业务利润比重	30.01%	33.06%	38.25%	40.22%	41.41%
<b>产品II天麻素系列</b>					
销售收入	72.00	94.00	126.04	163.86	213.01
增长率 (YOY)	44.00%	30.56%	34.09%	30.00%	30.00%
占总销售额比重	5.02%	5.17%	5.68%	6.03%	6.47%
占主营业务利润比重	10.79%	11.32%	13.46%	14.17%	14.92%
<b>产品III蒿甲醚系列</b>					
销售收入	138.33	107.30	91.21	86.64	82.31
增长率 (YOY)	-10.16%	-22.43%	-15.00%	-5.00%	-5.00%
占总销售额比重	9.64%	5.90%	4.11%	3.19%	2.50%
占主营业务利润比重	8.97%	4.86%	4.05%	3.14%	2.41%
<b>产品IV其他中成药</b>					
销售收入	165.56	235.80	259.38	298.29	357.95
增长率 (YOY)	-0.08%	42.43%	10.00%	15.00%	20.00%
占总销售额比重	11.54%	12.98%	11.69%	10.98%	10.87%
占主营业务利润比重	17.92%	15.71%	15.32%	14.36%	13.95%
<b>产品IV化学合成药</b>					
销售收入	350.41	387.36	464.83	557.80	669.36
增长率 (YOY)	24.57%	10.54%	20.00%	20.00%	20.00%
占总销售额比重	24.42%	21.32%	20.96%	20.53%	20.33%
占主营业务利润比重	30.35%	25.69%	25.65%	24.77%	24.07%
<b>产品IV医药商业</b>					
销售收入	509.51	676.55	913.34	1,141.68	1,370.01
增长率 (YOY)	2.65%	32.78%	35.00%	25.00%	20.00%
占总销售额比重	35.51%	37.23%	41.18%	42.03%	41.62%
占主营业务利润比重	2.75%	3.23%	3.27%	3.34%	3.24%

来源：齐鲁证券研究所

图表 2: 昆明制药财务报表摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	<b>1,311</b>	<b>1,435</b>	<b>1,817</b>	<b>2,218</b>	<b>2,716</b>	<b>3,292</b>	货币资金	136	195	200	193	142	312
增长率	1.60%	9.5%	26.6%	22.0%	22.5%	21.2%	应收账款	325	319	384	594	728	873
营业成本	-858	-929	-1,228	-1,520	-1,861	-2,235	存货	229	272	331	379	464	557
% 销售收入	65.4%	64.8%	67.6%	68.5%	68.5%	67.9%	其他流动资产	25	24	65	80	98	118
毛利	453	506	589	698	856	1,057	流动资产	715	810	979	1,246	1,432	1,860
% 销售收入	34.6%	35.2%	32.4%	31.5%	31.5%	32.1%	% 总资产	61.8%	65.1%	69.1%	75.3%	78.8%	83.8%
营业税金及附加	-7	-8	-10	-12	-15	-18	长期投资	3	4	4	4	4	4
% 销售收入	0.6%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	313	287	279	258	225	202
营业费用	-275	-294	-338	-377	-454	-550	% 总资产	27.1%	23.1%	19.7%	15.6%	12.4%	9.1%
% 销售收入	21.0%	20.5%	18.6%	17.0%	16.7%	16.7%	无形资产	98	109	116	110	119	117
管理费用	-97	-97	-111	-120	-141	-168	非流动资产	442	434	437	409	386	361
% 销售收入	7.4%	6.8%	6.1%	5.4%	5.2%	5.1%	% 总资产	38.2%	34.9%	30.9%	24.7%	21.2%	16.2%
息税前利润 (EBIT)	73	107	130	189	246	321	<b>资产总计</b>	<b>1,157</b>	<b>1,244</b>	<b>1,416</b>	<b>1,656</b>	<b>1,819</b>	<b>2,221</b>
% 销售收入	5.6%	7.4%	7.1%	8.5%	9.0%	9.8%	短期借款	194	112	125	125	14	14
财务费用	-19	-11	-7	-5	1	7	应付账款	229	308	375	451	551	663
% 销售收入	1.5%	0.7%	0.4%	0.2%	0.0%	-0.2%	其他流动负债	50	51	76	137	107	127
资产减值损失	-17	-21	-12	-11	-10	-12	流动负债	472	472	576	713	673	804
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	14	34	20	20	20	20
投资收益	2	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	4.7%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>486</b>	<b>506</b>	<b>596</b>	<b>733</b>	<b>693</b>	<b>824</b>
营业利润	39	75	111	172	236	316	<b>普通股股东权益</b>	<b>607</b>	<b>666</b>	<b>735</b>	<b>814</b>	<b>987</b>	<b>1,217</b>
营业利润率	2.9%	5.2%	6.1%	7.8%	8.7%	9.6%	少数股东权益	64	73	85	108	139	179
营业外收支	4	5	6	6	6	6	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,157</b>	<b>1,244</b>	<b>1,416</b>	<b>1,656</b>	<b>1,819</b>	<b>2,221</b>
税前利润	43	80	117	178	242	321	<b>比率分析</b>						
利润率	3.3%	5.5%	6.5%	8.0%	8.9%	9.8%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-7	-13	-19	-28	-39	-51	<b>每股指标</b>						
所得税率	15.8%	15.9%	15.9%	15.9%	15.9%	15.9%	每股收益 (元)	0.102	0.186	0.272	0.402	0.550	0.732
净利润	36	67	99	149	204	270	每股净资产 (元)	1.931	2.119	2.340	2.592	3.142	3.874
少数股东损益	4	9	13	23	31	40	每股经营现金净流 (元)	0.292	0.409	0.289	0.005	0.377	0.555
归属于母公司的净利润	32	58	86	126	173	230	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.150	0.150	0.000	0.000
净利率	2.5%	4.1%	4.7%	5.7%	6.4%	7.0%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	5.30%	8.76%	11.64%	15.51%	17.49%	18.90%
							总资产收益率	2.78%	4.69%	6.04%	7.63%	9.49%	10.36%
							投入资本收益率	8.32%	13.08%	14.31%	18.20%	20.37%	24.20%
							<b>增长率</b>						
							营业收入同比增长率	1.60%	9.46%	26.64%	22.05%	22.48%	21.19%
							EBIT 增长率	1.57%	46.21%	21.45%	45.59%	30.28%	30.60%
							净利润增长率	10.49%	81.59%	46.73%	47.64%	36.66%	33.24%
							总资产增长率	-2.79%	7.53%	13.81%	16.92%	9.86%	22.09%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	92.4	86.7	75.5	73.5	73.5	72.5
							存货周转天数	101.2	102.1	92.4	91.0	91.0	91.0
							应付账款周转天数	51.9	55.2	49.1	49.1	49.1	49.1
							固定资产周转天数	89.4	75.2	55.0	40.5	29.4	22.0
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	10.73%	-6.59%	-6.70%	-5.15%	-9.62%	-19.88%
							EBIT 利息保障倍数	3.8	10.0	19.4	36.5	-292.8	-48.9
							资产负债率	42.05%	40.65%	42.08%	44.28%	38.08%	37.12%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 3: 过去一年内齐鲁证券对昆明制药的系列报告

序号	日期	报告标题
01	2011 年 9 月 15 日	投资价值分析报告《营销改善, 激励到位, 资源转化为业绩》
02	2011 年 10 月 15 日	事件点评《经营继续向好, 增发为做强做大打基础》
03	2011 年 10 月 24 日	季报点评《业绩符合预期, 特色产品继续快速增长》
04	2011 年 11 月 16 日	事件点评《合作利好公司的长期发展》
05	2011 年 12 月 23 日	事件点评《业绩预增符合预期, 产能瓶颈解决》
06	2012 年 1 月 5 日	事件点评《昆明制药股价异动点评》

来源: 齐鲁证券研究所

**投资评级说明**

**买入：**预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%--+5%

**减持：**预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海  
联系人:王莉本  
电话: 021-20315181  
手机: 18616512309  
传真: 021-20315125  
邮编: 200120  
地址: 上海市花园石桥路 66  
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳  
联系人:李霖  
电话:0755-23819303  
手机:15816898448  
传真:0755-82717806  
邮编:518048  
地址:深圳市福田区深南大道  
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京  
联系人:张哲  
电话: 021-20315112  
手机:18621368050  
传真: 021-20315125  
邮编: 200120  
地址: 上海市花园石桥路 66  
号东亚银行金融大厦 18 层

济南  
联系人:韩丽萍  
电话:0531-68889516  
手机:15806668226  
传真:0531-68889536  
邮编:250001  
地址:山东济南经七路 86 号  
证券大厦 2308