

分析师：涂羚波

执业证书编号：S0050510120022

Tel: 010-59355910

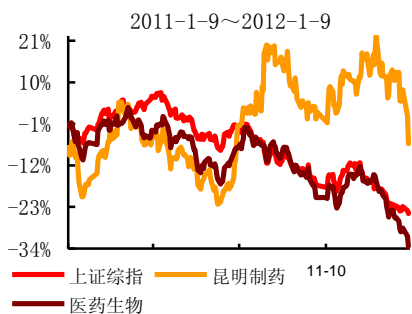
Email: tulb@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街 5 号新
盛大厦 7 层(100140)**医药生物****投资评级**

本次评级:	增持
跟踪评级:	维持
目标价格:	18

市场数据

市价(元)	13.05
上市的流通 A 股(亿股)	3.14
总股本(亿股)	3.14
52 周股价最高最低(元)	10.55-17.58
上证指数/深证成指	2163.40/8634.42
2011 年股息率	0.41%

52 周相对市场表现**相关研究****昆明制药 (600422. SH)****血塞通、天眩青高速增长****投资要点**

● **增长符合预期。**公司发布2011年业绩公告，预计2011 年度净利润较上年同期增长 40%—60%。增长的原因是络泰、天眩清针剂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。

● **血塞通、天眩清高速增长。**受益于公司的营销改革和大品种战略，血塞通冻干粉针预计销量增长 50%以上，血塞通注射液增速也在 30%左右；天眩清作为优质优价产品，销售量预计在 1600 万支左右，增速 40%。

● **蒿甲醚制剂未来进军国际市场。**公司将通过公开增发根据 WHO 的 GMP 要求，建成 0.5 毫升 1200 万支以及 1 毫升 4800 万支的蒿甲醚注射液生产线，目标是进军国际的公立采购市场。

● **维持“增持”评级。**预计公司 2010、2011、2012 年分别实现销售收入 22.52 亿元、27.37 亿元、32.62 亿元，同比增长 23.91%、21.56%、19.18%，实现净利润 1.30 亿元、1.87 亿元、2.46 亿元，同比分别增长 52%、43%、31%，每股收益 0.42 元、0.60 元、0.78 元。公司近期跌幅较大，股价已跌至价值区域，维持增持建议。

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1817	2252	2737	3262
增长率(%)	26.64	23.91	21.56	19.18
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	85.58	130.40	187.08	245.58
增长率(%)	47	52	43	31
毛利率 (%)	32	32	32	32
净 产收益率(%)	12	15	18	19
EPS(元)	0.27	0.42	0.60	0.78
P/E(倍)	47.91	31.44	21.92	16.69
P/B(倍)	5.58	4.74	3.89	3.16

来源：公司年报、民族证券

表 1: 公司收入和毛利预测

单位: 万元	2010	2011E	2012E	2013E
天然植物药物	71363	89204	109721	131665
增长率 (%)	23.58%	25.00%	23.00%	20.00%
毛利率 (%)	56.26%	56.26%	56.26%	56.26%
化学合成药物	38736	46483	54850	63626
增长率 (%)	18.19%	20.00%	18.00%	16.00%
毛利率 (%)	41.03%	40.00%	40.00%	40.00%
外购药品	67655	84569	103174	123809
增长率 (%)	32.79%	25.00%	22.00%	20.00%
毛利率 (%)	2.95%	3.00%	3.00%	3.00%
保健食品	172	207	248	298
增长率 (%)	20.22%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率 (%)	20.81%	20.00%	20.00%	20.00%
总收入	177927	220463	267993	319398
增长率 (%)	25.64%	23.91%	21.56%	19.18%
营业成本率	67.36%	67.63%	67.61%	67.66%
毛利率 (%)	32.64%	32.37%	32.39%	32.34%

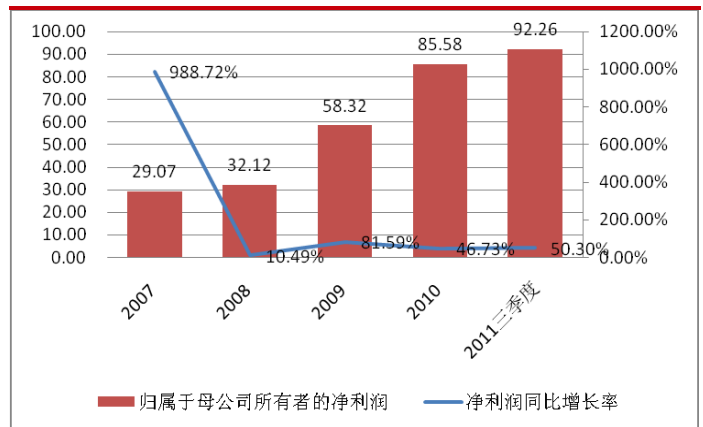
资料来源: 民族证券

图 1: 公司近年营业收入



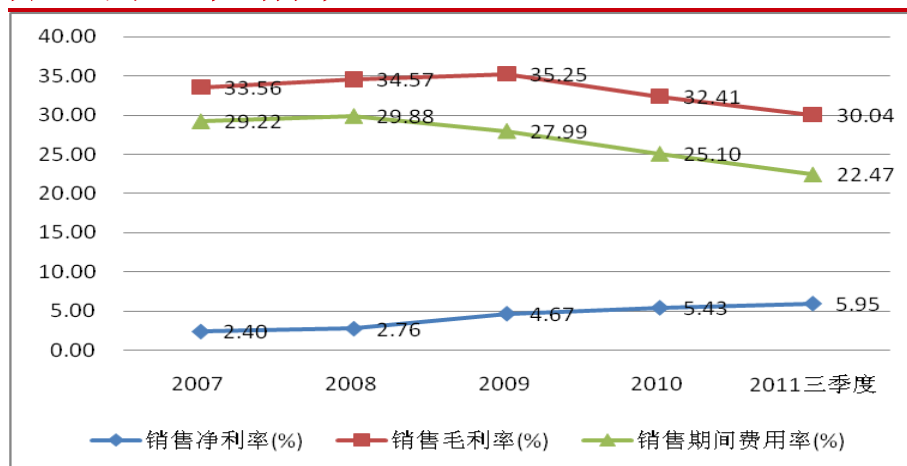
资料来源: 公司资料, 民族证券

图 2: 公司近年净利润



资料来源: 公司资料, 民族证券

图 3: 公司近三年盈利水平



数据来源: 公司资料 民族证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	979	1111	1391	1753
现金及等价物	200	145	217	354
应收帐款	334	414	503	599
存货	331	410	498	594
其它流动资产	115	142	173	206
非流动资产	411	425	480	531
长期股权投资	3	3	3	3
固定资产及其他	279	315	356	391
投资性房地产	0	0	0	0
无形资产	90	68	82	98
其它非流动资产	39	39	39	39
资产总计	1416	1549	1884	2297
流动负债	576	559	679	810
短期借款	125	0	0	0
应付帐款	242	300	365	436
其它流动负债	208	258	314	374
非流动负债	20	20	20	20
长期借款	20	20	20	20
其它非流动负债	0	0	0	0
负债合计	596	579	699	830
少数股东权益	85	104	132	169
归属于母公司所有者权益	735	866	1053	1298
负债和股东权益	1416	1549	1884	2297

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	69	119	171	236
净利润	99	150	215	282
资产减值准备	12	0	0	0
折旧和摊销	36	38	44	49
公允价值变动损失	0	0	0	0
财费用	7	9	0	0
营运资本变动	-84	-78	-88	-95
投资收益	0	0	0	0
投资活动现金流	-32	-52	-99	-100
资本支出	-27	-52	-99	-100
其它	-5	0	0	0
融资活动现金流	-25	-134	0	0
权益性融资	-17	0	0	0
负债净变化	-1	-125	0	0
财务费用	-7	-9	0	0
现金净增加额	12	-67	72	136
期初现金余额	200	212	145	217
期末现金余额	212	145	217	354

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1817	2252	2737	3262
营业成本	1228	1523	1850	2207
营业税金及附加	10	12	15	18
销售费用	338	405	479	555
管理费用	111	124	137	147
财务费用	7	9	0	0
资产减值损失	12	0	0	0
公允价值变动净	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	111	178	256	336
营业外收入	8	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	117	178	256	336
所得税	19	28	41	53
净利润	99	150	215	282
少数股东损益	13	19	28	37
归属于母公司所	86	130	187	246
EBITDA	130	187	256	336
EPS (元)	0.27	0.42	0.60	0.78

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	26.6%	23.9%	21.6%	19.2%
营业利润	49.1%	60.3%	43.5%	31.3%
归属母公司净利	46.7%	52.4%	43.5%	31.3%
获利能力				
毛利率	32.4%	32.4%	32.4%	32.3%
净利率	4.7%	5.8%	6.8%	7.5%
ROE	11.6%	15.1%	17.8%	18.9%
ROIC	8.1%	15.9%	17.8%	19.0%
偿债能力				
资产负债率	42.1%	37.4%	37.1%	36.1%
流动比率	1.7	2.0	2.0	2.2
速动比率	1.1	1.3	1.3	1.4
营运能力				
总资产周转率	1.3	1.5	1.5	1.4
应收帐款周转率	5.4	5.4	5.4	5.4
应付帐款周转率	5.1	5.1	5.1	5.1
每股指标(元)				
每股收益	0.27	0.42	0.60	0.78
每股经营现金	0.22	0.38	0.54	0.75
每股净资产	2.34	2.76	3.35	4.13
估值比率				
P/E	47.9	31.4	21.9	16.7
P/B	5.6	4.7	3.9	3.2
EV/EBITDA	68.2	47.2	34.6	26.3

分析师简介

西安交通大学硕士，曾就职于江中制药集团和某大型投资管理公司，具备 8 年医药行业的从业经验，以及 9 年证券行业的研究和投资经验，善于从投资的视角和公司基本面两方面挖掘公司的投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；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受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（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本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

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供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本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。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。