

生物医药行业
公司点评报告

昆明制药（600422）

评级： 增持

收盘价（元） 14.03

血塞通增长迅速，营销改革和股权激励提高效率

市场数据

52周内最高价（元）	17.58
52周内最低价（元）	10.55
市净率	5.24
总股本（亿股）	3.14
流通A股（亿股）	3.14
流通B股或H股（亿股）	0.00
总市值（亿元）	42.89
流通A股市值（亿元）	42.85
流通B股或H股市值（亿元）	0.00

事件：

公司2012年2月20日发布2011年报，营业总收入24.34亿元，同比增长33.94%，归属于上市公司净利润1.30亿元，同比增长52.05%，实现基本每股收益0.41元。

	2011年	2010年	本年比上年增减（%）	2009年
营业总收入	2,434,008,102.73	1,817,237,639.66	33.94	1,434,908,664.88
营业利润	163,189,001.24	111,212,474.50	46.74	74,597,118.75
利润总额	175,150,401.27	117,363,032.37	49.24	79,636,959.57
归属于上市公司股东的净利润	130,122,930.70	85,577,950.71	52.05	58,323,079.83
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	120,941,571.51	81,510,183.80	48.38	54,921,488.31
经营活动产生的现金流量净额	140,236,287.40	90,820,592.12	54.41	128,569,839.05
	2011年末	2010年末	本年末比上年末增减（%）	2009年末
资产总额	1,629,894,793.78	1,415,989,645.51	15.11	1,244,138,033.70
负债总额	712,372,421.13	595,837,706.60	19.56	505,788,766.06
归属于上市公司股东的所有者权益	818,178,360.18	735,241,145.74	11.28	665,787,853.62
总股本	314,176,000.00	314,176,000.00	0	314,176,000.00

相关研究：

《昆明制药：天时地利酿昆药》，
2011.7.12

生物医药研究小组

李顶峰

证书编号 S0120511030002

联系人：

郑一宁

8621-68761616-8519

zhengyn@tebon.com.cn

杨莹

8621-68761616-8565

yangying@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路500号城建国际中心26楼

<http://www.tebon.com.cn>

点评：

- **重点产品营销突破，业绩增长迅速：**天然植物药系列实现收入9.60亿元，同比增长28.89%。其中，三七类产品营业收入4.64亿元，同比增长54.17%，主打产品血塞通业绩增长迅速，血塞通软胶囊、血塞通冻干粉针400mg和200mg分别增长110%、106%、65%，天玄清注射液增速达43%。
- **新增产能如期完工：**2011年12月，公司新建冻干粉针剂车间通过GMP认证，基本符合我们之前的预期，新增3000万支血塞通产能有效缓解了公司的产能瓶颈，为公司未来血塞通的高速增长提供了保障。
- **化学药整合进展顺利：**公司与TEVA公司在化学药方面合作顺利，合资成立的贝克诺顿公司盈利状况良好。2011年，贝克诺顿实现净利润2492万元。公司通过与TEVA合作，学习国际仿制药巨头公司的先进经验和研发能力，为未来的化学仿制药研发打下坚实基础。
- **股权激励方案提高管理层积极性，管理效率提高略超预期：**公司自下而上的股权激励措施以及重点培养中层管理人才的“金枪鱼”计划有效的调动了管理层积极性，大大提升了管理效率。销售费用率和管理费用率有大幅度下降，2011年销售费用率为16.21%，同比下降2.41个百分点，管理费用率为5.48%，同比下降0.63个百分点。2011年6月28日，完成股权激励方案的股票回购，实际授予数量270,513股，实际授予对象共5人，授予价格为12.69元/股。

请务必阅读正文后的免责条款部分

- **风险提示:** 中药材价格上涨带来的成本压力; 药品降价的风险; 与珍宝岛合作不顺利的风险。
- **盈利预测:** 公司 2011 年盈利情况略低于我们之前的预期, 每股收益 0.414 元 (我们预计 2011 年 EPS0.445 元), 在不考虑公开发行的前提下, 预计 2012-2013 年的营业收入分别为 31.25 和 39.87 亿元; 公司净利润分别为 1.96 和 2.60 亿元; 摊薄后每股收益分别为 0.624 和 0.828 元。

图 1: 昆明制药单季度利润表

利润简表 (单季度)													2011Q4	
	单位: 百万元												同比增长	环比增长
	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4		
营业收入	297.09	358.99	379.91	398.92	414.52	426.81	447.72	528.18	496.85	579.38	629.94	727.83	37.80%	15.54%
营业成本	197.91	239.56	246.54	245.14	282.82	280.41	314.45	350.57	353.59	407.69	432.31	519.09	48.07%	20.07%
营业税金及附加	1.58	2.06	1.55	2.94	1.83	1.42	2.85	3.83	2.09	3.45	4.50	4.73	23.42%	5.03%
销售费用	68.31	69.11	76.97	79.37	92.33	85.52	67.22	93.30	91.84	88.91	116.51	97.23	4.21%	-16.54%
管理费用	20.51	19.52	22.40	34.75	19.57	25.52	24.03	41.99	25.00	27.82	26.16	54.30	29.32%	107.58%
财务费用	3.07	2.89	2.41	2.28	1.77	2.15	1.35	1.41	1.71	2.15	3.28	2.30	62.46%	-30.01%
资产减值损失	0.00	7.52	4.12	9.81	0.00	2.95	0.83	8.00	0.00	4.33	0.00	1.84	-76.95%	#DIV/0!
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.08	0.00	0.00	0.00	0.00	-96.94%	#DIV/0!
营业利润	5.71	18.33	25.92	24.63	16.20	28.85	37.00	29.16	22.63	45.03	47.19	48.34	65.77%	2.45%
营业外收入	1.30	2.06	0.08	3.98	0.26	0.08	1.51	6.55	2.56	0.49	0.22	10.72	63.75%	4751.50%
营业外支出	0.04	0.37	0.24	1.72	0.01	0.30	0.26	1.67	0.22	0.40	0.35	1.07	-36.06%	203.98%
利润总额	6.97	20.03	25.76	26.88	16.45	28.62	38.25	34.04	24.97	45.13	47.06	57.99	70.37%	23.25%
所得税	0.42	3.38	2.88	6.00	2.02	5.88	5.63	5.15	5.01	3.74	6.81	14.13	174.29%	107.44%
净利润	6.55	16.64	22.88	20.88	14.43	22.75	32.61	28.89	19.96	41.38	40.25	43.87	51.85%	9.00%
归属于母公司净利润	5.53	14.42	20.94	17.43	12.15	20.09	29.14	24.19	17.19	38.82	36.25	37.86	56.49%	4.45%

图 2: 昆明制药季度累计利润表

利润简表 (季度累计)													2011 同比增长
	单位: 百万元												
	2009Q1	2009H	2009Q1-Q3	2009A	2010Q1	2010H	2010Q1-Q3	2010A	2011Q1	2011H	2011Q1-Q3	2011A	
营业收入	297.09	656.08	1035.99	1434.91	414.52	841.33	1289.06	1817.24	496.85	1076.23	1706.18	2434.01	33.94%
营业成本	197.91	437.47	684.01	929.15	282.82	563.23	877.68	1228.24	353.59	761.28	1193.59	1712.68	39.44%
营业税金及附加	1.58	3.64	5.19	8.12	1.83	3.25	6.10	9.92	2.09	5.54	10.04	14.77	48.77%
销售费用	68.31	137.42	214.39	293.76	92.33	177.86	245.08	338.38	91.84	180.75	297.26	394.49	16.58%
管理费用	20.51	40.04	62.43	97.18	19.57	45.09	69.12	111.11	25.00	52.82	78.98	133.28	19.96%
财务费用	3.07	5.96	8.37	10.65	1.77	3.91	5.26	6.68	1.71	3.86	7.14	9.43	41.29%
资产减值损失	0.00	7.52	11.64	21.45	0.00	2.95	3.78	11.78	0.00	4.33	4.33	6.18	-47.55%
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.08	0.00	0.00	0.00	0.00	-96.94%
营业利润	5.71	24.04	49.96	74.60	16.20	45.05	82.05	111.21	22.63	67.66	114.85	163.19	46.74%
营业外收入	1.30	3.36	3.44	7.41	0.26	0.34	1.85	8.39	2.56	3.05	3.27	13.99	66.71%
营业外支出	0.04	0.41	0.65	2.37	0.01	0.31	0.57	2.24	0.22	0.61	0.96	2.03	-9.50%
利润总额	6.97	26.99	52.75	79.64	16.45	45.08	83.32	117.36	24.97	70.10	117.16	175.15	49.24%
所得税	0.42	3.80	6.68	12.68	2.02	7.90	13.53	18.69	5.01	8.76	15.57	29.69	58.91%
净利润	6.55	23.19	46.07	66.95	14.43	37.18	69.79	98.68	19.96	61.34	101.59	145.46	47.41%
归属于母公司净利润	5.53	19.95	40.89	58.32	12.15	32.25	61.38	85.58	17.19	56.01	92.26	130.12	52.05%

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为-10% - +10%
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下, 我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我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并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权, 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“德邦证券有限责任公司”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。