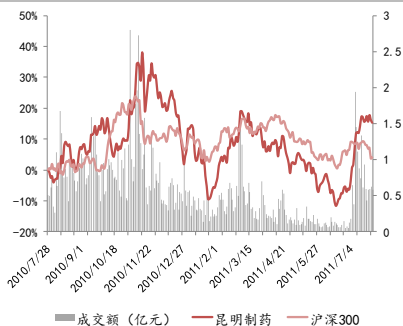


投资评级

谨慎推荐 (维持)

近一年股价走势图



公司基本情况

总股本 (万股)	31,418
流通股本 (万股)	31,418
每股净资产 (元)	2.36
资产负债率 (%)	43.55

相关报告

《防范高估值风险,把握政策行情——医药行业 2011 年年度策略》

2011-12-29

《主打产品高增长,整体毛利率略有下滑——昆明制药年报点评》

2011-3-3

研发部

宋凯

SAC 执业证书编号: S1340511070001

联系电话: 010-68858138

Email: songkai@cnpsec.com

净利润增速 74% 全年保持高增长

——昆明制药 (600422) 半年报点评

事件:

公司公布了 2011 年中报,报告期公司实现营业收入 10.76 亿元,同比增长了 27.94%;营业利润 6766 万元,同比增长了 50.18%,利润总额 7010 万元,同比增长了 55.51%,归属于母公司净利润 5601 万元,同比增长了 73.69%;扣除非经常性损益后归属于母公司净利润增速为 69.58%。基本每股收益 0.18 元。

点评:

● **药品批发业务高速增长,拉低整体毛利率。**报告期内,药品批发和零售业务实现营业收入 4.52 亿元,同比增长了 50.24%,毛利率为 1.99%,基本稳定。药品批发业务在公司收入占比达到 42.04%,同比上升了 6.24 个百分点。低毛利率的药品批发业务收入和占比均有大幅提升,拉低了公司整体毛利率,报告期内公司毛利率为 29.26%,同比下降了 3.80 个百分点。

● **药品生产业务增速稳定,化学合成药高速增长超预期。**报告期内,药品生产业务营业收入 6.32 亿元,同比增长了 18.69%,毛利率为 48.10%,同比减少了 1.64 个百分点。公司药品生产包括天然植物药和化学合成药。化学合成药业务主要来自贝克诺顿,报告期内,公司化学合成药收入为 2.79 亿元,同比增长了 34.32%,毛利率为 35.80%,同比上升 2.19 个百分点。此前我们曾担心药品价格下调以及成本上升会导致公司化学合成药盈利能力下滑,但这一现象并未发生。我们预计公司主要化学药品品种阿法迪三和阿尔治实现了较高的增长,阿莫西林的增速相对平稳。

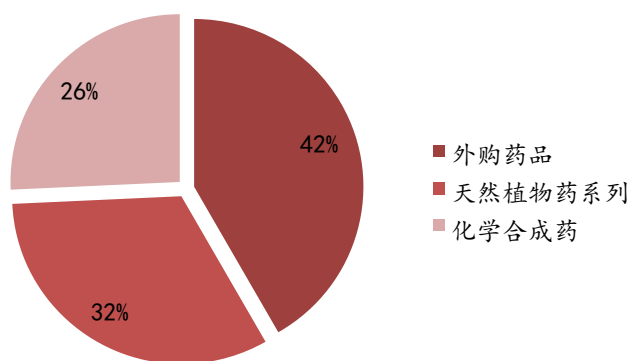
● **天然植物药整体增速较低,但细分产品仍值得关注。**报告期内公司天然植物药实现营业收入 3.53 亿元,同比增长 8.69%,毛利率 57.83%,同比减少了 2.24 个百分点。公司天然植物药包括三七系列产品、天麻系列产品、青蒿素产品以及其他植物药。公司天然植物药的整体增速低于我们的预期,在细分产品中,我们预计公司包括注射用血塞通在内的三七系列产品保持较高的增速,我们预计其增速在 35-40%之间,同时该系列产品成本上升压力逐步显现,导致公司天然植物药整体毛利率下滑。此外,我们认为公司的天眩清天麻素注射液是公司另一个具有高增长潜力的产品,值得投资者期待。公司的青蒿系列产品收入规模将保持稳定。

● **盈利预测与投资评级。**我们上调公司 2011-2013 年盈利预测为每股收益 0.48 元 (原为 0.41)、0.65 (原为 0.61) 元和 0.87 元,对应前一交易日

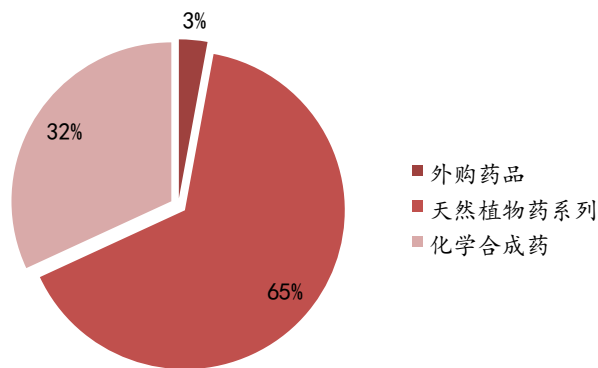
收盘价 14.75 元的动态市盈率为 30 倍、23 倍和 17 倍。公司业绩处于高速增长阶段，医药工业看点颇多，三七系列药物和天麻素系列产品是带动天然植物药增长的主要动力；贝克诺顿或给公司化学合成药带来更多惊喜。目前公司估值比较合理，考虑到未来公司业绩高速增长的预期，我们维持“谨慎推荐”的投资评级。

● **风险提示。** 成本上升压力超过预期；药品价格调整风险。

图表 1：公司收入构成



图表 2：公司毛利润构成



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 3：公司分行业收入预测（万元）

		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
医药工业	收入	92,787	110,099	135,398	166,878	212,118
	增速		19%	23%	23%	27%
	毛利率	53%	51%	52%	51%	51%
其中：天然植物药系列	收入	57,746	71,363	82,610	94,506	112,840
	增速		24%	16%	14%	19%
	毛利率	58%	56%	57%	56%	56%
化学药系列	收入	35,041	38,736	52,788	72,372	99,278
	增速		11%	36%	37%	37%
	毛利率	43%	41%	43%	45%	45%
医药商业	收入	50,951	67,655	101,483	137,002	182,212
	增速		33%	50%	35%	33%
	毛利率	3%	3%	2%	2%	2%
合计	收入	143,737	177,754	236,881	303,880	394,331
	增速		24%	33%	28%	30%
	毛利率	35%	33%	30%	29%	28%

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 4：昆明制药盈利预测（单位：万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	143,491	181,724	236,881	303,880	394,331
增长率	9.46%	26.64%	30.35%	28.28%	29.77%
营业成本	92,915	122,824	164,864	215,392	282,585
毛利率	35.25%	32.41%	30.40%	29.12%	28.34%
营业税金及附加	812	992	1,294	1,376	1,538
销售费用	29,376	33,838	39,749	46,585	57,415
管理费用	9,718	11,111	10,470	13,097	16,641
财务费用	1,065	668	734	912	1,104
期间费用率	27.99%	25.10%	21.51%	19.94%	19.06%
资产减值损失	2,145	1,178	950	1,048	1,128
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	8	0	0	0
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	7,460	11,121	18,820	25,470	33,921
增长率	93.51%	49.08%	69.22%	35.34%	33.18%
加：营业外收入	741	839	550	0	0
减：营业外支出	237	224	100	0	0
其中：非流动资产处置净损失	28	0	0	0	0
利润总额	7,964	11,736	19,270	25,470	33,921
增长率	85.31%	47.37%	64.19%	32.18%	33.18%
减：所得税	1,268	1,869	2,964	3,925	5,217
所得税率	15.93%	15.92%	15.38%	15.41%	15.38%
净利润	6,695	9,868	16,306	21,545	28,704
增长率	84.92%	47.38%	65.24%	32.13%	33.22%
减：少数股东损益	863	1,310	1,088	1,204	1,311
归属于母公司所有者的净利润	5,832	8,558	15,218	20,341	27,393
增长率	81.59%	46.73%	77.83%	33.67%	34.66%
基本每股收益(元)	0.19	0.27	0.48	0.65	0.87

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10% 之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5% 之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5% 之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。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。