



昆明制药 (600422.SH)

第二期回购股票完成, 下跌带来买点

评级: 买入

前次: 买入

目标价(元):

19.04-20.18

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3月29日

基本状况

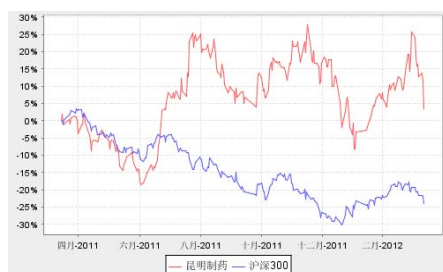
总股本(百万股)	314.18
流通股本(百万股)	313.91
市价(元)	13.60
市值(百万元)	4272.79
流通市值(百万元)	4269.11

业绩预测

指标	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,434.9	1,817.2	2,434.0	3,011.8	3,698.7
营业收入增速	9.46%	26.64%	33.94%	23.74%	22.81%
净利润增长率	81.59%	46.73%	52.05%	40.89%	28.14%
摊薄每股收益(元)	0.19	0.27	0.41	0.58	0.75
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	35.85	25.45	19.86
PEG	0.70	1.09	0.69	0.62	0.71
每股净资产(元)	2.12	2.34	2.60	3.19	3.94
每股现金流量(元)	0.41	0.29	0.45	0.53	0.66
净资产收益率	8.76%	11.64%	15.90%	18.31%	19.00%
市净率	5.01	5.93	5.70	4.66	3.77
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) 昆明制药3月29日公告,公司股权激励计划第二期回购股票已于2012年3月26日完成,共回购36.6万股,购买的最高价为15.75元/股,最低价为14.73元/股,平均交易价格为15.51元/股。
- 2) 3月28日,伴随上证指数下跌2.65%,医药指数下跌4.25%,昆明制药股价下跌6.91%,收盘于13.60元。

■ 我们的判断: 公司业绩增长确定性好, 完成股票回购将解除对市场心理的压制, 近期下跌带来买点。

- 1) 公司股权激励的限制性股票首期(2011年)回购均价为12.69元/股,第二期的回购均价上升到15.51元/股,显示了公司管理层的信心。近期股价的下跌带来买入机会。
- 2) 尽管熊市中,市场的估值水平有整体下移的风险,但是对于盈利增长确定性好,有可能超预期的个股应该给予一定溢价。在看好公司主导产品络泰®血塞通冻干粉针和天眩清®天麻素水针的产品力以及其他丰富品种资源的基础上,我们认为昆明制药可能超预期的因素主要有:
 - **营销能力不断提升:** 不断优化营销渠道,不断扩大自主营销队伍和代理商队伍;空白区域市场和医院的开发;主导产品在各省招投标的进展。
 - **产能瓶颈阶段性解决:** 年产3000万支的新建冻干粉针车间2011年12月份通过国家GMP验证并投入使用,阶段性地解决了血塞通冻干的产能瓶颈,支持血塞通冻干粉针2012年销售放量。
 - **血塞通冻干粉针新版国标实行:** 血塞通冻干粉针的新版国家标准在3月初开始实行,取消了专用助溶剂。我们认为新版国标的实行将有助于提高血塞通冻干粉针对血栓通冻干粉针的竞争力,并且降低血塞通冻干粉针的成本。

请务必阅读正文之后的重要声明部分

- 从对医院终端的调研来看，昆明制药的主导产品络泰®血塞通冻干粉针、天眩清®天麻素注射液的销售量增长非常好，验证了我们对这两大产品销售放量的判断。
- **投资建议：**看好主导产品络泰®血塞通冻干粉针、天眩清®天麻素注射液的成长空间和公司营销能力的持续加强，我们重申“买入”评级。我们预测 2012、2013 年实现每股收益分别为 0.58 元、0.75 元，有超预期的可能。
- **风险因素：**
 - A股估值水平整体下移的系统性风险。
 - 医药行业宏观政策的不确定性。
 - 2012年云南的文山等地干旱，三七价格处于高位（成本测算显示三七剪口每涨价100元/公斤，提高200mg品规的血塞通冻干成本约0.21元）。

图表 1：昆明制药销售收入预测表（百万元）

项 目	2009	2010	2011A	2012E	2013E
产品I三七总皂甙系列					
其中：三七总皂甙原料药、口服制剂、水针	84.00	132.56	161.09	196.53	235.84
三七总皂甙冻干粉针剂	119.00	168.15	302.50	481.25	698.70
销售收入	203.00	300.71	463.59	677.78	934.54
增长率 (YOY)	6.84%	48.13%	54.17%	46.20%	37.88%
占总销售额比重	14.15%	16.55%	19.05%	22.50%	25.27%
占主营业务利润比重	30.01%	26.63%	32.77%	38.19%	41.71%
产品II天麻素系列					
销售收入	72.00	90.63	120.87	163.86	213.01
增长率 (YOY)	44.00%	25.88%	33.37%	35.56%	30.00%
占总销售额比重	5.02%	4.99%	4.97%	5.44%	5.76%
占主营业务利润比重	10.79%	13.58%	14.03%	15.21%	15.66%
产品III蒿甲醚系列					
销售收入	138.33	107.30	165.50	160.54	152.51
增长率 (YOY)	-10.16%	-22.43%	54.24%	-3.00%	-5.00%
占总销售额比重	9.64%	5.90%	6.80%	5.33%	4.12%
占主营业务利润比重	8.97%	1.79%	8.44%	5.52%	4.15%
产品IV其他中成药					
销售收入	165.56	216.71	224.32	257.97	296.67
增长率 (YOY)	-0.08%	30.90%	3.51%	15.00%	15.00%
占总销售额比重	11.54%	11.93%	9.22%	8.57%	8.02%
占主营业务利润比重	17.92%	21.18%	15.69%	14.42%	13.14%
产品IV化学合成药					
销售收入	350.41	387.36	344.81	413.77	496.53
增长率 (YOY)	24.57%	10.54%	-10.98%	20.00%	20.00%
占总销售额比重	24.42%	21.32%	14.17%	13.74%	13.42%
占主营业务利润比重	30.35%	26.98%	24.80%	22.95%	21.81%
产品IV医药商业					
销售收入	509.51	676.55	1,114.91	1,337.89	1,605.47
增长率 (YOY)	2.65%	32.78%	64.79%	20.00%	20.00%
占总销售额比重	35.51%	37.23%	45.81%	44.42%	43.41%
占主营业务利润比重	2.75%	3.39%	4.27%	3.71%	3.53%

来源：齐鲁证券研究所

图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)					
	2009	2010	2011A	2012E	2013E		2009	2010	2011A	2012E	2013E
营业总收入	1,435	1,817	2,434	3,012	3,699	货币资金	195	200	243	220	407
增长率	9.5%	26.6%	33.9%	23.7%	22.8%	应收款项	319	384	437	541	664
营业成本	-929	-1,228	-1,713	-2,110	-2,560	存货	272	331	388	478	580
% 销售收入	64.8%	67.6%	70.4%	70.1%	69.2%	其他流动资产	24	65	75	90	107
毛利	506	589	721	902	1,138	流动资产	810	979	1,143	1,329	1,758
% 销售收入	35.2%	32.4%	29.6%	29.9%	30.8%	% 总资产	65.1%	69.1%	70.2%	71.3%	77.8%
营业税金及附加	-8	-10	-15	-18	-22	长期投资	4	4	4	4	4
% 销售收入	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	287	279	311	293	260
营业费用	-294	-338	-394	-488	-599	% 总资产	23.1%	19.7%	19.1%	15.7%	11.5%
% 销售收入	20.5%	18.6%	16.2%	16.2%	16.2%	无形资产	109	116	128	192	193
管理费用	-97	-111	-133	-163	-196	非流动资产	434	437	486	534	501
% 销售收入	6.8%	6.1%	5.5%	5.4%	5.3%	% 总资产	34.9%	30.9%	29.8%	28.7%	22.2%
息税前利润 (EBIT)	107	130	179	233	321	资产总计	1,244	1,416	1,630	1,863	2,260
% 销售收入	7.4%	7.1%	7.3%	7.7%	8.7%	短期借款	112	125	136	34	20
财务费用	-11	-7	-9	2	8	应付款项	308	375	476	587	714
% 销售收入	0.7%	0.4%	0.4%	-0.1%	-0.2%	其他流动负债	51	76	82	101	123
资产减值损失	-21	-12	-6	1	-26	流动负债	472	576	694	722	857
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	34	20	10	10	10
投资收益	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	9	9	9
% 税前利润	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	506	596	712	741	876
营业利润	75	111	163	236	303	普通股股东权益	666	735	818	1,002	1,236
营业利润率	5.2%	6.1%	6.7%	7.8%	8.2%	少数股东权益	73	85	99	121	148
营业外收支	5	6	12	8	9	负债股东权益合计	1,244	1,416	1,630	1,863	2,260
税前利润	80	117	175	243	312	比率分析					
利润率	5.5%	6.5%	7.2%	8.1%	8.4%		2009	2010	2011A	2012E	2013E
所得税	-13	-19	-30	-39	-50	每股指标					
所得税率	15.9%	15.9%	17.0%	15.9%	15.9%	每股收益 (元)	0.186	0.272	0.414	0.584	0.748
净利润	67	99	145	205	262	每股净资产 (元)	2.119	2.340	2.604	3.188	3.935
少数股东损益	9	13	15	21	27	每股经营现金净流 (元)	0.409	0.289	0.446	0.532	0.657
归属于母公司的净利润	58	86	130	183	235	每股股利 (元)	0.000	0.150	0.150	0.000	0.000
净利率	4.1%	4.7%	5.3%	6.1%	6.4%	回报率					
现金流量表 (人民币百万元)						净资产收益率	8.76%	11.64%	15.90%	18.31%	19.00%
	2009	2010	2011A	2012E	2013E	总资产收益率	4.69%	6.04%	7.98%	9.84%	10.40%
净利润	58	86	130	183	235	投入资本收益率	13.08%	14.31%	18.18%	20.76%	26.87%
少数股东损益	9	13	15	21	27	增长率					
非现金支出	58	48	43	43	71	营业总收入增长率	9.46%	26.64%	33.94%	23.74%	22.81%
非经营收益	5	3	4	-3	-7	EBIT增长率	46.21%	21.45%	37.98%	30.18%	37.73%
营运资金变动	-1	-59	-53	-78	-119	净利润增长率	81.59%	46.73%	52.05%	40.89%	28.14%
经营活动现金净流	129	91	140	167	206	总资产增长率	7.53%	13.81%	15.11%	14.28%	21.32%
资本开支	18	64	-43	83	4	资产管理能力					
投资	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	86.7	75.5	44.0	44.0	44.0
其他	0	0	0	0	0	存货周转天数	102.1	92.4	82.6	82.6	82.6
投资活动现金净流	-18	-64	-43	-84	-4	应付账款周转天数	55.2	49.1	51.8	51.8	51.8
股权募资	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	75.2	55.0	42.5	35.1	25.6
债权募资	-62	-1	5	-102	-14	偿债能力					
其他	-11	-24	-71	-5	-1	净负债/股东权益	-6.59%	-6.70%	-10.61%	-15.68%	-27.26%
筹资活动现金净流	-73	-25	-57	-107	-15	EBIT利息保障倍数	10.0	19.4	19.0	-116.8	-38.8
现金净流量	38	2	41	-23	187	资产负债率	40.65%	42.08%	43.71%	39.76%	38.75%

来源: 齐鲁证券研究所

图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》
07	2012年1月13日	事件点评《业绩增长确定性好, 下跌带来买点》
08	2012年1月13日	事件点评《再次获得高新技术企业认证》
09	2012年2月20日	事件点评《业绩符合预期, 12年继续快速成长》
10	2012年3月28日	事件点评《第二期回购股票完成, 下跌带来买点》

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