

经营持续向好，低基数凸显成长性

昆明制药 2012 一季报点评

报告关键点:

- 一季度公司整体增长较快，略高于市场预期
- 公司倡导精细化管理，费用率持续下降，弱化毛利下降风险。
- 股权激励持续兑现利好公司未来发展。

报告摘要:

- 一季度公司整体增长较快，略高于市场预期。2012年一季度公司实现销售收入7.43亿元，同比增长49.6%，归属于上市公司股东的净利润3239万元，同比增长88.5%，全面摊薄后折合每股收益0.10元。考虑到去年同期利润基数较低，公司一季度业绩增速高于市场预期；公司整体毛利率有所下降，由去年一季度的28.8%下降至今年一季度的27.2%，我们认为主要是母公司毛利率下降所致。
- 母公司一季度表现尤为突出，经营持续向好。母公司一季度公司实现销售收入2.59亿元，同比增长88.4%，净利润2291万元，同比增长117.5%，经营性现金流净额同比增加105.1%。公司主要品种络泰系列、天眩清系列和蒿甲醚系列均在母公司，随着基药制度和招标在各省市推进，络泰®血塞通冻干粉针作为类独家品种持续受益于基药市场放量，同时2011年12月新建冻干粉针车间通过国家GMP验证并投入使用，缓解了公司产能受限问题，保障母公司业绩持续增长；而天眩清系列因单独享有优质优价，其成长性也高于同类品种。
- 母公司费用率持续下降，部分抵消毛利率下降影响。母公司毛利率同比有所下降，从去年一季度的47.3%下降至今年一季度的44.4%，我们认为毛利率下降与公司主要中药原料三七成本长期处于高位、环比持续上升有关，我们认为今年一季度三七价格涨幅较大，未来价格将逐步企稳；销售费用率小幅下降0.9个百分点，同时管理费用率下降1.2个百分点，我们认为近年来公司大力调整销售组织架构，整合渠道进行精细化管理，在成本控制、降低费用方面均取得显著进展，公司费用率也呈现逐年下降趋势，我们预计费用率将趋于平稳。
- 股权激励持续兑现利好公司未来发展。公司2011年股权激励业已兑现，而激励费用计提对于公司财务未产生负面影响，随着激励措施逐步落到实处，公司治理情况得以提升，将在制度上保障公司未来的稳健发展。
- 盈利预测及投资评级：维持之前公司2012-2014年EPS分别为0.59元、0.78元和0.98元，12个月目标价为17.80元。随着血塞通系列在基层市场的放量，以及公司营销和管理能力的持续提升，公司未来增长空间广阔，维持公司“增持-A”的投资评级。
- 风险提示：未来络泰血塞通可能降价的风险，未来执行流通差价率对于公司营销模式的挑战，各地基药招标的不确定性

财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,817.2	2,434.0	2,957.3	3,512.1	4,168.9
Growth(%)	26.6%	33.9%	21.5%	18.8%	18.7%
净利润	85.6	130.1	185.3	244.8	307.3
Growth(%)	46.7%	52.1%	42.4%	32.1%	25.5%
毛利率(%)	32.4%	29.6%	31.8%	33.0%	34.0%
净利润率(%)	4.7%	5.3%	6.3%	7.0%	7.4%
每股收益(元)	0.27	0.41	0.59	0.78	0.98
每股净资产(元)	2.34	2.60	3.08	3.70	4.48
市盈率	54.3	35.7	25.1	19.0	15.1
市净率	6.3	5.7	4.8	4.0	3.3
净资产收益率(%)	12.0%	15.9%	19.3%	21.2%	21.9%
ROIC(%)	15.3%	20.3%	26.4%	31.4%	35.5%
EV/EBITDA	28.5	22.3	15.7	12.0	9.4

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级:

增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格:

17.80 元

期限: 12个月 上次预测: 17.80元

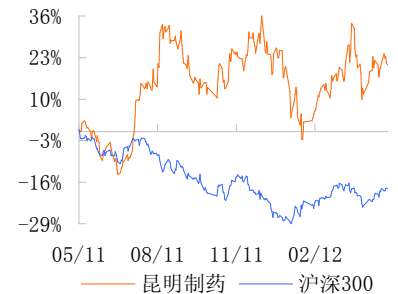
现价(2012年04月27日): 14.71元

报告日期:

2012-05-02

总市值(百万元)	4,621.53
流通市值(百万元)	4,617.55
总股本(百万股)	314.18
流通股(百万股)	313.91
12个月最低/最高	10.55/17.58元
十大流通股东(%)	57.82%
股东户数	16,786

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	1.12	6.63	38.55
绝对收益	8.10	14.75	20.80

邹敏

021-68766073
执业证书编号

首席行业分析师

zoumin@essence.com.cn
S1450511080003

报告联系人

朱凯旋

021-68766571

zhukx@essence.com.cn

前期研究成果

昆明制药: 老树新芽, 传统品种再生生命力

2012-04-05

1. 一季度公司整体增长较快，略高于市场预期。

2012 年一季度公司实现销售收入 7.43 亿元，同比增长 49.6%，归属于上市公司股东的净利润 3239 万元，同比增长 88.5%，全面摊薄后折合每股收益 0.10 元，考虑到去年同期基数相对较低，公司一季度业绩增速略高于市场预期；公司整体毛利率有所下降，由去年一季度的 28.8% 下降至今年一季度的 27.2%，主要是母公司毛利率下降所致；公司的营业费用率、管理费用率均有小幅降低，同时所得税率也较去年同期下降了 5.7 个百分点，费用率和所得税率下降共同促成公司一季度增利快于增收。

表 1 昆明制药分季度业绩

(百万元)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	QoQ 同比
营业收入	415	427	448	528	497	579	630	728	743	49.6%
营业成本	283	280	314	351	354	408	432	519	541	53.1%
主营业务税金及附加	2	1	3	4	2	3	4	5	3	36.9%
主营业务利润	130	145	130	174	141	168	193	204	199	41.1%
营业费用	92	86	67	93	92	89	117	97	131	42.4%
管理费用	20	26	24	42	25	28	26	54	28	12.6%
财务费用	2	2	1	1	2	2	3	2	2	41.7%
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
营业利润	16	29	37	29	23	45	47	48	38	67.2%
营业外收入	0	0	2	7	3	0	0	11	3	14.0%
营业外支出	0	0	0	2	0	0	0	1	0	43.5%
利润总额	16	29	38	34	25	45	47	58	40	61.9%
所得税	2	6	6	5	5	4	7	14	6	15.8%
少数股东损益	2	3	3	5	3	3	4	6	2	-19.4%
净利润	12	20	29	24	17	39	36	38	32	88.5%
全面摊薄每股收益	0.04	0.06	0.09	0.08	0.05	0.12	0.12	0.12	0.10	88.5%
毛利率	31.8%	34.3%	29.8%	33.6%	28.8%	29.6%	31.4%	28.7%	27.2%	-5.7%
营业费用率	22.3%	20.0%	15.0%	17.7%	18.5%	15.3%	18.5%	13.4%	17.6%	-4.8%
管理费用率	4.7%	6.0%	5.4%	7.9%	5.0%	4.8%	4.2%	7.5%	3.8%	-24.7%
营业利润率	3.9%	6.8%	8.3%	5.5%	4.6%	7.8%	7.5%	6.6%	5.1%	11.7%
净利润率	2.9%	4.7%	6.5%	4.6%	3.5%	6.7%	5.8%	5.2%	4.4%	25.9%
所得税率	12.3%	20.5%	14.7%	15.1%	20.1%	8.3%	14.5%	24.4%	14.4%	-28.5%

数据来源：公司季报、安信证券研究中心

2. 母公司一季度表现尤为突出，经营持续向好。

母公司一季度公司实现销售收入 2.59 亿元，同比增长 88.4%，净利润 2291 万元，同比增长 117.5%，经营性现金流净额同比增加 105.1%，显示公司经营质量较高。公司主要品种络泰系列、天眩清系列和蒿甲醚系列均在母公司，随着基药制度的落实和基药招标在各省市推进，络泰®血塞通冻干粉针所处的三七总皂甙冻干粉针市场竞争格局较好，仅有中恒梧州制药和黑龙江珍宝岛两家主要竞争对手，作为类独家品种将继续得益于基药市场逐步扩容，未来如果国家对于二、三级医院强制规定基药使用比例，络泰®血塞通冻干粉针的增长有望持续加速；同时 2011 年 12 月新建冻干粉针车间通过国家 GMP 验证并投入使用，缓解了之前公司存在的产能受限问题，保障母公司业绩持续快速增长；而天眩清系列因单独享有优质优价，其成长性也高于同类品种。

表 2 昆明制药母公司分季度业绩

(百万元)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	QoQ 同比
营业收入	115	135	118	133	138	178	201	227	259	88.4%
营业成本	62	65	55	48	72	85	92	112	144	98.9%
主营业务税金及附加	1	1	2	3	1	2	3	3	1	54.7%
主营业务利润	52	69	61	83	65	91	107	112	114	77.0%

营业费用	33	40	28	39	43	42	65	41	73	71.5%
管理费用	9	12	10	29	10	15	11	39	14	39.8%
财务费用	0	1	0	1	1	1	1	1	1	78.0%
投资收益	0	0	0	1	0	0	0	1	0	-100%
营业利润	9	14	19	13	11	30	29	30	26	132.1%
营业外收入	0	0	0	4	2	0	0	7	0	-97.2%
营业外支出	0	0	0	1	0	0	0	1	0	801.7%
利润总额	9	14	19	17	14	30	29	36	26	89.5%
所得税	1	3	2	2	3	1	4	10	3	-4.8%
净利润	8	11	17	15	11	29	25	26	23	117.5%
全面摊薄每股收益	0.03	0.03	0.05	0.05	0.03	0.09	0.08	0.08	0.07	117.5%
毛利率	45.8%	51.7%	53.3%	64.1%	47.3%	52.5%	54.3%	50.6%	44.4%	-6.2%
营业费用率	29.1%	29.3%	23.4%	29.5%	30.9%	23.6%	32.4%	18.1%	28.1%	-9.0%
管理费用率	7.7%	8.7%	8.9%	21.5%	7.5%	8.3%	5.3%	17.0%	5.5%	-25.8%
营业利润率	7.8%	10.6%	16.3%	10.1%	8.1%	16.6%	14.6%	13.4%	10.0%	23.2%
净利润率	7.2%	7.8%	14.4%	11.1%	7.7%	16.4%	12.6%	11.6%	8.8%	15.5%
所得税率	7.7%	24.9%	12.6%	11.6%	22.9%	2.9%	13.0%	27.7%	11.5%	-49.8%

数据来源：公司季报、安信证券研究中心

3. 母公司费用率持续下降，弱化毛利下降风险。

母公司毛利率同比有所下降，从去年一季度的 47.3% 下降至今年一季度的 44.4%，我们认为毛利率下降与公司主要中药原料三七成本长期处于高位、环比持续上升有关，云南持续干旱致使三七产业大面积减产，导致三七价格不断攀升，直接导致络泰等相关品种成本上升，但我们认为今年一季度三七价格涨幅已较大，未来价格将会逐步企稳；销售费用率小幅下降 0.9 个百分点，同时管理费用率下降 1.2 个百分点，我们认为近年来公司大力调整销售组织架构，整合渠道进行精细化管理，在成本控制、降低费用方面均取得显著进展，公司费用率也呈现逐年下降趋势，我们预计费用率将趋于平稳。

4. 股权激励持续兑现利好公司未来发展。

公司 2011 年股权激励业已兑现，而激励费用计提对于公司财务未产生负面影响，随着激励措施逐步落到实处，公司治理情况得以提升，将在制度上保障公司未来的稳健发展。

5. 盈利预测及投资评级

维持公司“增持-A”的投资评级，12 个月目标价为 17.80 元。维持之前公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.59 元、0.78 元和 0.98 元，12 个月目标价为 17.80 元。随着血塞通系列在基层市场的放量，以及公司营销和管理能力的持续提升，公司未来增长空间广阔，维持公司“增持-A”的投资评级。

风险提示：未来络泰血塞通可能降价的风险，未来执行流通差价率对于公司营销模式的挑战，各地基药招标的不确定性

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2012-04-26
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
利润表						2010	2011	2012E	2013E	2014E	
营业收入	1,817.2	2,434.0	2,957.3	3,512.1	4,168.9	成长性					
减: 营业成本	1,228.2	1,712.7	2,015.8	2,352.4	2,751.9	营业收入增长率	26.6%	33.9%	21.5%	18.8%	18.7%
营业税费	9.9	14.8	17.9	21.3	25.3	营业利润增长率	49.1%	46.7%	51.7%	32.9%	26.0%
销售费用	338.4	394.5	497.1	597.6	725.1	净利润增长率	46.7%	52.1%	42.4%	32.1%	25.5%
管理费用	111.1	133.3	166.3	199.7	241.2	EBITDA 增长率	27.2%	35.4%	39.4%	28.4%	23.2%
财务费用	6.7	9.4	5.1	4.6	3.5	EBIT 增长率	38.3%	46.4%	46.4%	32.0%	25.3%
资产减值损失	11.8	6.2	7.5	7.5	7.5	NOPLAT 增长率	35.8%	47.0%	39.3%	31.1%	24.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	11.0%	6.9%	10.1%	10.6%	11.0%
投资和汇兑收益	0.1	-	-	-	-	净资产增长率	11.1%	11.9%	18.6%	20.8%	21.6%
营业利润	111.2	163.2	247.5	329.0	414.5	利润率					
加: 营业外净收支	6.2	12.0	6.0	6.0	6.0	毛利率	32.4%	29.6%	31.8%	33.0%	34.0%
利润总额	117.4	175.2	253.5	335.0	420.5	营业利润率	6.1%	6.7%	8.4%	9.4%	9.9%
减: 所得税	18.7	29.7	43.0	56.8	71.3	净利润率	4.7%	5.3%	6.3%	7.0%	7.4%
净利润	85.6	130.1	185.3	244.8	307.3	EBITDA/营业收入	8.5%	8.6%	9.8%	10.6%	11.0%
资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	EBIT/营业收入	6.5%	7.1%	8.5%	9.5%	10.0%
货币资金	199.9	243.3	338.3	477.1	659.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	54	42	36	29	24
应收帐款	308.1	356.6	443.4	526.6	613.7	流动营业资本周转天数	58	50	47	49	50
应收票据	75.5	80.6	101.3	120.3	142.8	流动资产周转天数	177	157	156	162	167
预付帐款	64.9	63.7	63.7	63.7	63.7	应收帐款周转天数	46	41	40	41	41
存货	330.7	387.7	459.4	536.1	627.1	存货周转天数	62	54	53	52	51
其他流动资产	-	11.6	14.8	19.5	26.8	总资产周转天数	263	225	215	212	210
可供出售金融资产	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5	投资资本周转天数	144	117	104	97	91
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	3.0	3.0	4.0	4.0	4.0	ROE	12.0%	15.9%	19.3%	21.2%	21.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	7.0%	8.9%	11.1%	12.5%	13.3%
固定资产	266.4	300.7	288.2	282.7	275.2	ROIC	15.3%	20.3%	26.4%	31.4%	35.5%
在建工程	12.5	9.9	20.9	38.2	51.1	费用率					
无形资产	24.2	25.3	24.3	23.4	22.7	销售费用率	18.6%	16.2%	16.8%	17.0%	17.4%
其他非流动资产	104.5	112.9	108.0	109.7	110.5	管理费用率	6.1%	5.5%	5.6%	5.7%	5.8%
资产总额	1,416.0	1,629.9	1,896.7	2,231.7	2,627.4	财务费用率	0.4%	0.4%	0.2%	0.1%	0.1%
短期债务	111.0	116.0	114.8	113.2	110.9	三费/营业收入	25.1%	22.1%	22.6%	22.8%	23.3%
应付帐款	238.5	339.2	386.6	451.1	512.7	偿债能力					
应付票据	69.2	61.1	82.8	96.7	113.1	资产负债率	42.1%	43.7%	42.6%	41.1%	39.2%
其他流动负债	129.4	157.5	183.3	207.8	235.5	负债权益比	72.6%	77.6%	74.3%	69.8%	64.4%
长期借款	20.0	10.0	20.0	30.0	40.0	流动比率	1.70	1.65	1.83	2.00	2.20
其他非流动负债	0.1	8.6	11.0	14.4	19.8	速动比率	1.11	1.08	1.22	1.37	1.54
负债总额	595.8	712.4	808.3	917.4	1,029.6	利息保障倍数	17.66	18.30	49.19	73.27	119.48
少数股东权益	84.9	99.3	122.1	152.1	189.8	分红指标					
股本	314.2	314.2	314.2	314.2	314.2	DPS(元)	0.05	0.15	0.12	0.16	0.20
留存收益	421.1	504.0	652.1	848.0	1,093.8	分红比率	18.4%	36.2%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	820.2	917.5	1,088.4	1,314.3	1,597.8	股息收益率	0.3%	1.0%	0.8%	1.1%	1.3%
现金流量表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	98.7	145.5	185.3	244.8	307.3	EPS(元)	0.27	0.41	0.59	0.78	0.98
加: 折旧和摊销	36.4	37.1	38.5	40.3	42.6	BVPS(元)	2.34	2.60	3.08	3.70	4.48
资产减值准备	11.8	6.2	7.5	7.5	7.5	PE(X)	54.3	35.7	25.1	19.0	15.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.3	5.7	4.8	4.0	3.3
财务费用	8.2	10.5	5.1	4.6	3.5	P/FCF	543.8	59.2	43.4	29.5	22.5
投资收益	-0.1	-	-	-	-	P/S	2.6	1.9	1.6	1.3	1.1
少数股东损益	13.1	15.3	25.3	33.4	41.9	EV/EBITDA	28.5	22.3	15.7	12.0	9.4
营运资金的变动	-60.2	-75.8	-87.0	-84.9	-103.9	CAGR(%)	41.3%	33.9%	28.2%	26.3%	27.1%
经营活动产生现金流量	90.8	140.2	174.6	245.7	298.9	PEG	1.3	1.1	0.9	0.7	0.6
投资活动产生现金流量	-63.9	-42.6	-37.9	-53.0	-50.0	ROIC/WACC	1.5	2.1	2.7	3.2	3.6
融资活动产生现金流量	-24.9	-56.5	-38.5	-45.2	-57.2	REP	3.7	2.8	1.9	1.4	1.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

邹敏，首席行业分析师。毕业于南京大学生物工程系，上海交通大学 MBA。4 年医药行业工作经历和 6 年证券研究经历。2011 年 6 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

邹敏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034