

中药III

周锐 S0960207090141

0755-82026719  
zhourui@cjis.cn

余方升

0755-82026844  
yufangsheng@cjis.cn

6-12个月目标价:

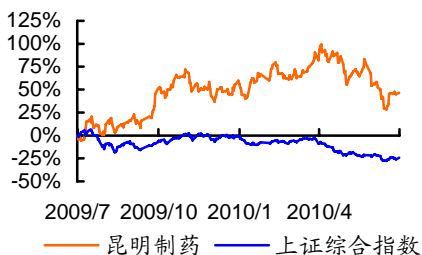
当前股价: 10.84元  
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2528.73
总股本(百万)	314
流通股本(百万)	314
流通市值(亿)	34
EPS (TTM)	0.21
每股净资产(元)	2.35
资产负债率	40.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
昆明制药	-2.17	-21.83	-0.81
上证综合指数	0.62	-15.13	-19.77



相关报告

《昆明制药-业务亮点纷呈 股权激励锦上添花》2009-10-16

昆明制药

600422

推荐

业绩增长动力充足, 维持推荐评级

公司营销改革效果比较明显, 血塞通等主导产品快速增长, 发展前景值得期待。

投资要点:

- **公司营销调整成效渐显, 发展趋势向好。**近年公司通过理顺渠道, 重组销售架构, 实行灵活的激励机制, 取得了较好效果。同时, 股权激励计划有利于公司长期健康发展;
- **中期净利润增速预计可超过60%, 工业增速超过20%。**公司中期预告净利润同比增幅较大, 以络泰为主的三七系列和以天眩清为代表的天麻素系列快速增长是主要原因, 青蒿素系列则比较平稳;
- **血塞通热销, 明年初扩产项目可望完成。**在覆盖面提高和县级基层医院拓展的拉动下, 血塞通上半年旺销, 预计增速超过80%。3000万新产能有望明年初完成, 届时将有效缓解当前产能紧张的局面。该领域市场空间很大, 血塞通成长前景值得期待;
- **天麻系列预计全年增速在30%以上。**市场竞争比较激烈, 但作为优质优价品种, 公司的天眩清销售拓展仍比较顺利。09年销售约900万支, 10年估计可达到1200万支;
- **中药特色品种销售有望提速, 但形成规模尚有待时日。**灯银脑通胶囊、银芬胶囊、草乌甲素胶丸等品种市场潜力较大, 公司将加强销售投入, 未来将成为公司新的增长亮点之一;
- **和TEVA合作稳步进展中。**贝克诺顿年销售额已接近3亿, 净利润也有一定规模, 正在积极引进新品种。前期和TEVA合作进度相对较慢, 但不排除未来有加快的可能;
- **维持推荐的投资评级。**我们认为, 在销售拉动下, 三七和天麻产品系列近年将保持快速增长势头。长期来看, 特色中药品种和贝克诺顿销售有加快可能, 未来有望成为新的推动力。公司发展趋势向好, 我们初步预计10-12年EPS分别为0.30、0.47和0.70元, 维持推荐的投资评级。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1435	1719	2045	2442
同比(%)	9%	20%	19%	19%
归属母公司净利润(百万元)	58	93	147	220
同比(%)	82%	60%	57%	50%
毛利率(%)	35.2%	36.8%	38.8%	40.7%
ROE(%)	8.8%	12.6%	17.0%	21.1%
每股收益(元)	0.19	0.30	0.47	0.70
P/E	58.39	36.49	23.22	15.47
P/B	5.12	4.58	3.94	3.26
EV/EBITDA	28	21	14	10

资料来源: 中投证券研究所

附表 1: 昆明制药主营业务收入及成本预测 (单位: 万)

	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>					
天然植物药	55968	57889	71203	86156	103387
化学药	28130	35041	44853	59205	78151
医药商业	49634	50951	53498	56173	58982
其它业务收入	582	1878	2347	2934	3667
合计	<b>131093</b>	<b>143491</b>	<b>171901</b>	<b>204468</b>	<b>244187</b>
<b>营业成本</b>					
天然植物药	23065	24232	29830	36184	43420
化学药	17106	19953	24941	32174	41182
医药商业	48357	49584	52054	54656	57389
其它业务收入	472	1413	1760	2200	2750
合计	<b>85780</b>	<b>92915</b>	<b>108584</b>	<b>125213</b>	<b>144742</b>
<b>毛利率</b>					
天然植物药	58.79%	58.14%	58.11%	58.00%	58.00%
化学药	39.19%	43.06%	44.39%	45.66%	47.30%
医药商业	2.57%	2.68%	2.70%	2.70%	2.70%
其它业务收入	18.86%	24.74%	25.00%	25.00%	25.00%
合计	<b>34.57%</b>	<b>35.25%</b>	<b>36.83%</b>	<b>38.76%</b>	<b>40.73%</b>

数据来源: 中投证券研究所

注: 08 年有 3220 万和 09 年有 2267 万内部抵消项未列出

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	810	973	1185	1474	<b>营业收入</b>	1435	1719	2045	2442
现金	195	202	299	433	营业成本	929	1086	1252	1447
应收账款	211	273	317	379	营业税金及附加	8	10	12	14
其它应收款	41	61	68	80	营业费用	294	352	412	488
预付账款	24	39	38	44	管理费用	97	124	146	172
存货	272	318	367	424	财务费用	11	10	10	10
其他	67	80	96	114	资产减值损失	21	19	20	20
<b>非流动资产</b>	434	402	383	363	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	3	3	3	3	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	281	274	260	243	<b>营业利润</b>	75	119	192	291
无形资产	25	22	20	18	营业外收入	7	8	8	8
其他	125	102	100	99	营业外支出	2	3	3	3
<b>资产总计</b>	1244	1375	1567	1837	<b>利润总额</b>	80	124	197	296
<b>流动负债</b>	472	500	551	612	所得税	13	20	31	47
短期借款	112	112	112	112	<b>净利润</b>	67	104	166	249
应付账款	158	184	212	245	少数股东损益	9	11	19	29
其他	202	203	227	254	<b>归属母公司净利润</b>	58	93	147	220
<b>非流动负债</b>	34	49	49	49	EBITDA	121	161	237	336
长期借款	34	49	49	49	<b>EPS (元)</b>	0.19	0.30	0.47	0.70
其他	0	0	0	0					
<b>负债合计</b>	506	549	600	661	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	73	83	102	131	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	314	314	314	314	<b>成长能力</b>				
资本公积	200	200	200	200	营业收入	9.5%	19.8%	18.9%	19.4%
留存收益	152	229	351	532	营业利润	93.5%	59.1%	62.0%	51.4%
归属母公司股东权益	666	743	865	1046	归属于母公司净利润	81.6%	60.0%	57.2%	50.1%
<b>负债和股东权益</b>	1244	1375	1567	1837	<b>获利能力</b>				
					毛利率	35.2%	36.8%	38.8%	40.7%
					净利率	34.4%	37.2%	39.7%	38.1%
					ROE	8.8%	12.6%	17.0%	21.1%
					ROIC	13.1%	17.3%	25.7%	34.8%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	40.7%	39.9%	38.3%	36.0%
					净负债比率				
					流动比率	1.72	1.95	2.15	2.41
					速动比率	1.12	1.29	1.46	1.69
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.20	1.31	1.39	1.43
					应收账款周转率	4	5	5	5
					应付账款周转率	6.61	6.36	6.32	6.32
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.19	0.30	0.47	0.70
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	0.06	0.47	0.63
					每股净资产(最新摊薄)	2.12	2.37	2.75	3.33
					<b>估值比率</b>				
					P/E	58.39	36.49	23.22	15.47
					P/B	5.12	4.58	3.94	3.26
					EV/EBITDA	28	21	14	10

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在  $\pm 10\%$  以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师简介

周锐, 中投证券研究所医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 5 年证券行业从业经验, 2006 年和 2007 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖” 医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名。

余方升, 医药行业研究员助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层  
邮编: 100031  
传真: (010) 66276939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434