

昆明制药 (600422.SH)

中药行业

评级：买入 维持评级

业绩点评

市价(人民币)：13.25元

工业增速加快，管理改善继续

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	314.18
总市值(百万元)	4,162.83
年内股价最高最低(元)	14.23/7.52
沪深 300 指数	2955.40
上证指数	2687.98



相关报告

- 1.《明星品种高增长,新品种已到位》, 2010.7.28
- 2.《改革有成效,激励现信心》, 2010.6.29
- 3.《经营反转,业绩增长》, 2010.4.23

李龙俊 分析师 SAC 执业编号：S1130210080003
(8621)61038315
lilj@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号：S1130208070242
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号：S1130210050004
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.102	0.186	0.307	0.496	0.701
每股净资产(元)	1.93	2.12	2.30	2.66	3.23
每股经营性现金流(元)	0.29	0.41	0.36	0.52	0.74
市盈率(倍)	43.24	57.21	46.57	28.86	20.43
行业优化市盈率(倍)	35.34	66.23	66.23	66.23	66.23
净利润增长率(%)	10.49%	81.59%	65.64%	61.39%	41.21%
净资产收益率(%)	5.30%	8.76%	13.39%	18.64%	21.67%
总股本(百万股)	314.18	314.18	314.18	314.18	314.18

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2010 年上半年，公司实现营业总收入 8.41 亿元，比上年同期增长 28.24%；实现利润总额 4508 万元，比上年同期增长 67.01%；实现净利润 3225 万元，比上年同期增长 61.64%。实现每股收益 0.1026 元。

经营分析

- **工业收入增速明显加快**：过去 3 年公司工业板块的年增长均低于 11%，今年上半年工业收入增长高达 24.76%，这反映公司过去几年在营销方面所做的改革已取得初步成效；在临床拉动和公司加大市场拓展的情况下，上半年血栓通冻干粉针较去年同期增长 70 左右，天麻素注射液较去年同期增长 30-40%。
- **管理改善进一步推动业绩快速恢复**：通过加强管理和细化考核等措施，公司成本费用均有改善；在中药材价格明显上升的情况下，公司工业毛利率仍略有提升；上半年公司管理费用较去年同期仅增加 12.6%，远低于收入增速；上半年资产减值损失较去年同期下降 61%，反映公司历史包袱逐渐消化完毕，将轻装上阵。
- **子公司利润继续保持快速增长**：今年公司将内部工作的重点放在盈利能力始终偏低的中药厂，随着管理改革逐步展开，中药厂上半年净利润较去年同期增长 183.58%。我们认为未来中药厂的经营水平仍将逐步提升；在主要产品销量增长拉动下，贝克诺顿上半年净利润较去年同期增长 31.3%。我们认为，新引进的阿奇霉素和环孢菌素将有望支撑公司未来保持增速。
- **股权激励方案体现管理层信心**：公司推出新版股权激励方案，2010-2012 年净利润基本触发基数分别为 7500 万、11250 万和 14625 万，同比增长分别为 50%、50%和 30%。我们认为，在营销拉动和管理改善的双重引擎下，公司 2010-2012 年的业绩均有望超过上述目标。

盈利调整

- 我们继续维持之前的盈利预测，预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.307 元、0.496 元和 0.701 元。

投资建议

- 目前公司股价对应 2010 年业绩的估值为 46 倍，对应 2011 年业绩的估值为 28 倍；考虑到公司近年业绩高成长以及 TEVA 深入合作的预期，继续维持“买入”的投资建议。

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	2	4	4	5
买入	0	2	3	3	5
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.50	1.45	1.44	1.46

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-04-23	买入	13.66	N/A
2 2010-06-29	买入	10.06	13.50 ~ 15.00
3 2010-07-28	买入	12.24	15.00 ~ 15.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室