

2010年8月19日

昆明制药（600422）中报点评

维持前期盈利预测，当前估值不低

评级：增持（维持）

投资要点：

■ **业绩回顾：**2010年上半年，公司实现营业总收入8.41亿元，同比增长28.24%；实现净利润3225万元，同比增长61.64%。实现每股收益0.1026元。

■ **营销改革调整到位，业绩恢复性增长：**2010年上半年，药品生产实现营业收入5.33亿元，同比增长24.76%，远高于前两年百分之十几的增速。医药工业增长较快的主要原因在于：2010年上半年实施营销系统改革，公司按产品和终端结合的方式，对原母公司国内销售组织架构进行改革，成立昆北、昆南、昆西、昆水、昆普五支营销队伍。继续推进大品种的倾斜机制，推动主导品种的快速发展。包括：单品种销售增长奖励、大产品规模奖励计划和机制。进一步理顺和强化公司产品销售招投标组织和计划，对资源进行集约并进行精细化管理，使营销资源得以统筹利用。

■ **三七系列——血塞通冻干粉（络泰）继续供不应求：**上半年血塞通冻干粉针增长70%左右，年底有望投产3000万支的新产能，将解决目前产能明显不足的问题预计公司三七系列产品未来三年复合增长为35%左右。

■ **天麻素系列——天眩清有望保持高增长。**上半年天眩清保持40%的增速。天眩清注射液拥有定价优势且没有产能瓶颈，改革后的专业医院营销推广有望推动其保持高增长。预计公司天麻素系列产品未来三年复合增长为35%-40%。

■ **蒿甲醚系列——突破值得期待。**上半年，公司启动了ARCO国际化制剂基地建设，ARCO的国际化突破值得期待，但是具体到对公司业绩贡献的影响还需要继续等待。

■ **贝克诺顿植入新产品：**上半年TEVA向贝克诺顿输入的2个新产品已经拿到上市许可，分别是阿奇霉素和环孢素A，新品的植入会进一步推动贝克诺顿的增长。贝克诺顿上半年净利润增速31%，未来两年至少可以维持这一增速。

■ **中药厂可能成为另一亮点。**公司于今年启动昆明中药厂有限公司的销售改革工作，建立系统的营销改革方案，目前销售额和净利率偏低的中药厂可能成为公司两年后的新增长点。

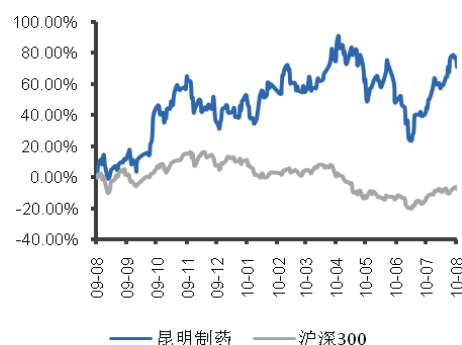
■ **盈利预测与投资评级：**维持对公司2010-2011年的盈利预测，分别为0.30、0.49元。维持评级“增持”。

■ **风险提示：**大盘下跌的系统性风险；药价改革等。

分析师 徐青
执业证书编号 S0600210080006
联系电话 0512-62938652
邮箱 xuq@gsjq.com.cn

联系人 李雅娜
联系电话 021-63122950
邮箱 liyn@gsjq.com.cn

昆明制药与沪深300指数走势比较图



市场数据	2010年8月19日
总股本(万股)	31417.60
流通A股(万股)	31417.60
收盘价(元)	13.25
6个月换手率(%)	230.64

财务数据	2010Q2
主营收入(亿元)	8.41
净利润(亿元)	0.32
摊薄每股收益(元)	0.10
每股净资产(元)	2.17

相关研究报告：

2010年3月24日
昆明制药（600422）调研报告——
基本面改善，快速增长可期

2010年4月29日
昆明制药（600422）跟踪报告——
年报、一季报点评

图 1：三大表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	810.1	902.0	1151.3	1498.7	营业收入	1434.9	1664.5	1964.1	2337.3
现金	194.7	199.3	347.0	558.1	营业成本	929.1	1057.0	1217.7	1449.1
应收账款	211.0	262.1	309.3	368.1	营业税金及附加	8.1	9.5	11.2	13.3
其它应收款	41.1	47.7	56.3	67.0	营业费用	293.8	345.1	392.8	444.1
预付账款	24.2	11.9	-2.3	-19.2	管理费用	97.2	118.2	127.7	147.2
存货	272.1	306.8	353.5	420.6	财务费用	10.6	5.4	3.6	3.5
其他	67.0	74.1	87.5	104.1	资产减值损失	21.4	15.1	28.3	35.6
非流动资产	434.0	311.4	276.7	241.6	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	4.2	3.7	3.9	3.8	投资净收益	0.0	1.0	0.5	0.8
固定资产	287.5	255.3	222.8	190.2	汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	24.8	22.3	19.9	17.4	营业利润	74.6	115.3	183.3	245.2
其他	117.6	30.1	30.1	30.1	营业外收入	7.4	7.3	7.4	7.3
资产总计	1244.1	1213.4	1428.0	1740.3	营业外支出	2.4	2.6	2.5	2.5
流动负债	471.6	412.7	453.9	540.8	利润总额	79.6	120.0	188.2	250.0
短期借款	112.0	22.5	0.0	0.0	所得税	12.7	19.0	28.2	37.5
应付账款	157.5	163.4	188.2	224.0	净利润	67.0	101.0	160.0	212.5
其他	202.1	226.9	265.6	316.9	少数股东损益	8.6	6.4	7.5	6.9
非流动负债	34.2	50.8	69.1	86.7	归属母公司净利润	58.3	94.6	152.5	205.6
长期借款	34.0	50.8	69.1	86.7	EBITDA	113.6	155.7	222.2	284.1
其他	0.2	0.0	0.0	0.0	EPS (元)	0.19	0.30	0.49	0.65
负债合计	505.8	463.5	523.0	627.5					
少数股东权益	72.6	78.9	86.4	93.3					
股本	314.2	314.2	314.2	314.2					
资本公积	199.9	199.9	199.9	199.9					
留存收益	151.7	246.4	398.9	604.4					
归属母公司股东权益	665.8	760.4	912.9	1118.5					
负债和股东权益	1244.1	1302.8	1522.3	1839.4					

现金流量表					重要财务指标				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	128.6	81.2	155.2	196.1	营业收入	1434.9	1664.5	1964.1	2337.3
投资活动现金流	-17.9	1.5	0.2	0.9	同比 (%)	9.5%	16.0%	18.0%	19.0%
筹资活动现金流	-72.8	-78.1	-7.7	14.1	归属母公司净利润	58.3	94.6	152.5	205.6
现金净增加额	37.8	4.6	147.7	211.1	同比 (%)	81.6%	62.2%	61.2%	34.8%
					毛利率 (%)	35.2%	36.5%	38.0%	38.0%
					ROE (%)		7.9%	11.3%	15.3%
					净利率 (%)	4.1%	5.7%	7.8%	8.8%
					资产负债率 (%)	40.7%	35.6%	34.4%	34.1%
					每股收益 (元)	0.19	0.30	0.49	0.65
					P/E	71.4	44.0	27.3	20.3
					P/B	5.64	4.96	4.17	3.44

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

免责声明

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，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、刊发，需注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

买入：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10% 以上；

增持：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数 -5% ~ +5% 之间；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5% 以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20% 以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数 -5% ~ +5% 之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区翠园路 181 号
邮政编码：215028
传真：（0512）62938663
公司网址：<http://www.gsjq.com.cn>