

投资评级

谨慎推荐

近一年股价走势图



公司基本情况

总股本(万股)	31,418
流通股本(万股)	31,418
每股净资产(元)	2.34
资产负债率(%)	42.08

研发部

邵明慧

SAC 执业证书编号: S1340510120001

联系人: 医药研究小组

联系电话: 010-68858138

Email: songkai@cnpsec.com

主打产品高增长，整体毛利率略有下滑

——昆明制药(600422)年报点评

事件:

公司发布了2010年年报。

点评:

● 公司2010年实现营业收入18.17亿元，同比增长26.65%；营业利润1.11亿元，同比增长49.08%；利润总额为1.17亿元，同比增长了47.37%；归属于母公司净利润为8558万元，同比增长了46.73%；基本每股收益为0.27元。利润分配方案为每10股派现1.5元(含税)，不进行公积金转增股本。

● **主业高速增长，毛利率下滑。**报告期内，公司收入规模增长较快，超过我们之前预期，其中天然植物药系列实现营业收入7.14亿元，同比增长了23.58%，超过我们的预期；毛利率为56.25%，同比减少了1.98个百分点。化学合成药物实现营业收入3.87亿元，同比增长了18.19%，低于我们的预期；毛利率为41.03%，同比减少了5.01个百分点。天然植物药和化学合成药是公司主要的收入和利润来源，2010年这两项业务的毛利率均出现了下滑，此外，公司毛利率较低的药品经销业务增速较高，实现营业收入6.77亿元，同比增长了32.79%，毛利率为2.95%，同比上升了0.27个百分点，药品经销业务大幅增长，收入占比加大，导致公司整体毛利率为32.41%，同比减少了2.84个百分点。

● **主要药品增长势头良好。**公司天然植物药产品包括注射用血塞通、血塞通软胶囊、天眩清(天麻素药物)和青蒿素。其中注射用血塞通(商品名:络泰)为国家基本药物，也是公司的增长亮点，2010年，200mg络泰和400mg络泰的销售增速分别达到了90%和52%，血塞通软胶囊(30S)的销售增速达到了104%。公司主要化学合成药物为阿莫西林，以及抗骨质疏松药(阿发第三)和关节炎用药(阿尔治)，骨科用药将随着未来我国人口老龄化程度的加深而保持稳定的增长势头。我们认为报告期内公司整体成本上升较快的原因主要是基本药物价格下调幅度比较大，2010年年底，基本药物招标政策出台，2010年全年国家基本药物制度的建立处于起步阶段，改革带来的阵痛对公司产生了一定的影响。

● **未来高速增长值得期待。**虽然公司2010年净利润增速低于我们的预期，但我们依然看好公司近年的表现：

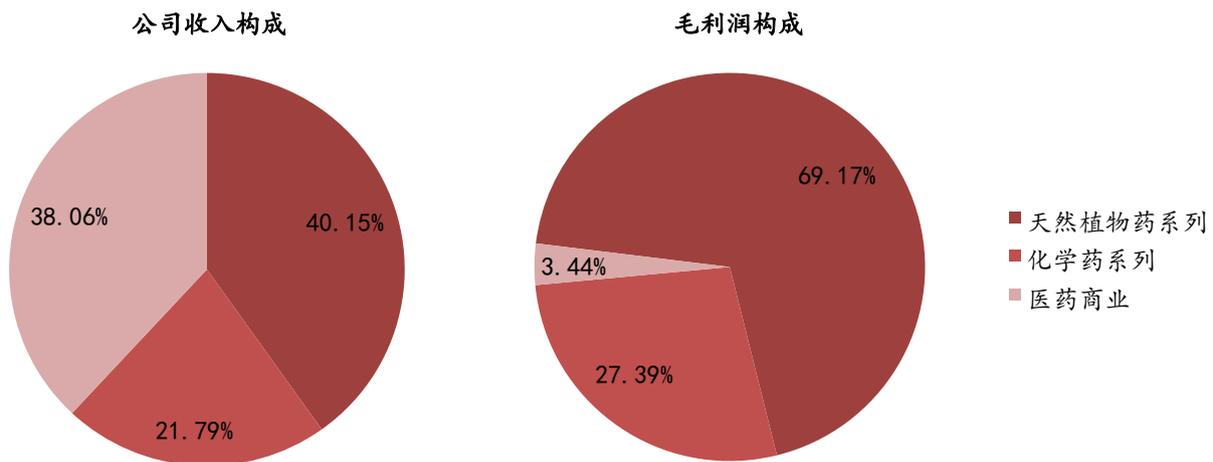
注射用血塞通产能释放，引领公司业绩增长。公司原有注射用血塞通产能在800万支左右，满足不了市场需求，公司于2010年新建了年产3000万支冻干粉针生产线，我们预计2011年将有新增产能释放，从而使公司的产能瓶颈得到突破。我们预计2011年公司的注射用血塞通整体增速将在65-70%之间。

基本药物制度逐步建立，行业龙头分享市场扩容。公司的血塞通产品市场占有率较高，并且目前只有两家企业具有生产粉针的资格，未来我国基本药物行业将逐步规范化，龙头企业将获得更多的机会，公司作为细分市场的龙头企业将在未来获得更大的市场空间。

化学合成药业务值得期待。公司子公司贝克诺顿近几年的业绩高速增长，2010年净利润达到2181万元，同比增长了41.53%，该公司作为TEVA的中国市场战略平台，预计未来在产品上将有深度合作，存在引进新品种的可能性。

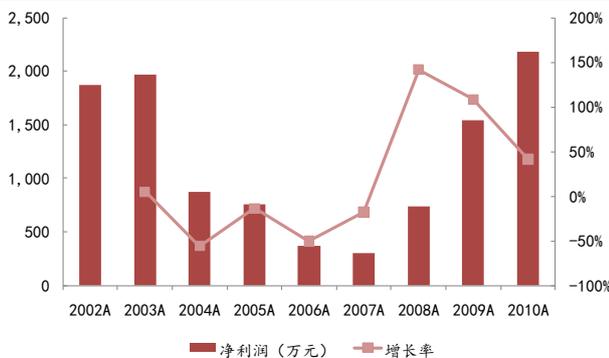
- **盈利预测与投资评级。**我们预计公司2011-2012年的每股收益为0.41元和0.61元，对应动态市盈率为32倍和22倍。我们认为公司业绩未来能够保持高增长，目前估值具有一定优势，维持公司“谨慎推荐”的投资评级，并提示投资者密切关注公司2011年业绩情况。
- **风险提示。**药品价格下调风险；中药材价格上涨导致公司毛利率降低。

图表 1：公司收入与毛利润构成

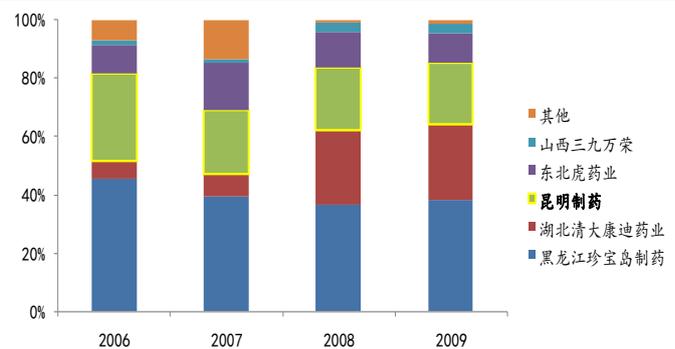


数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 2：贝克诺顿净利润变化情况

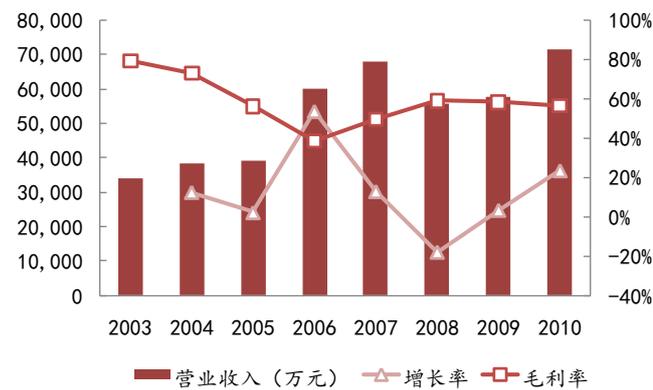


图表 3：公司血塞通药物的市场份额情况

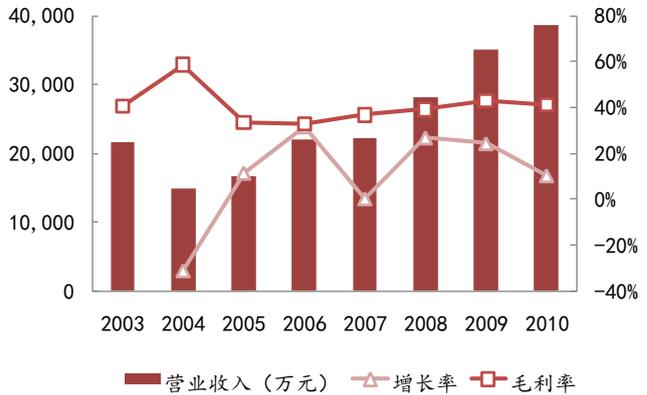


数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 4: 公司天然植物药业绩变化情况



图表 5: 公司化学合成药业绩变化情况



数据来源: 公司公告, 中邮证券研发部

图表 6: 昆明制药盈利预测 (单位: 万元)

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	131,093	143,491	181,724	219,722	273,309
增长率	1.60%	9.46%	26.64%	20.91%	24.39%
减: 主营业务成本	85,780	92,915	122,824	148,097	181,048
毛利率	34.57%	35.25%	32.41%	32.60%	33.76%
主营业务税金及附加	749	812	992	1,150	1,240
资产减值损失	1,743	2,145	1,178	500	300
减: 销售费用	27,521	29,376	33,838	39,462	49,004
管理费用	9,746	9,718	11,111	12,436	15,305
财务费用	1,902	1,065	668	637	683
期间费用率	29.88%	27.99%	25.10%	23.91%	23.78%
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	202	0	8	0	0
营业利润	3,855	7,460	11,121	17,439	25,727
增长率	23.99%	93.51%	49.08%	56.81%	47.53%
加: 营业外收入	717	741	839	700	700
减: 营业外支出	274	237	224	300	300
利润总额	4,298	7,964	11,736	17,839	26,127
减: 所得税	677	1,268	1,869	2,836	4,154
净利润	3,621	6,695	9,868	15,003	21,973
增长率	16.98%	84.92%	47.38%	52.04%	46.46%
净利润率	2.76%	4.67%	5.43%	6.83%	8.04%
少数股东损益	409	863	1,310	1,991	2,916
归属于母公司所有者的净利润	3,212	5,832	8,558	13,012	19,057
增长率	10.49%	81.59%	46.73%	52.05%	46.46%
每股收益 (元)	0.10	0.19	0.27	0.41	0.61

数据来源: 公司公告, 中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

分析师声明

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。