

营销改革持续推进, 大品种战略继续显成效

——昆明制药(600422)公司点评

核心观点

1. 经营持续向好, 业绩大幅改善。2010年公司实现营业收入18.17亿元, 同比增长26.64%; 实现营业利润1.11亿元, 同比增长49.08%; 实现归母公司净利润8558万元, 同比增长46.73%; 摊薄每股收益0.27元。

2. 营销改革持续推进, 大品种战略继续显成效。2010年公司持续推动营销改革, 实现对全国销售地区的分区管理, 同时为重点发展口服制剂, 单独设立营销小组。在营销改革的推动下, 大品种战略继续凸显成效, 特色产品的销售继续保持大幅度增长, 络泰200mg 同比增长90%; 络泰400mg 同比增长52%; 天眩清同比增长27%; 血塞通软胶囊(30s) 同比增长104%。

3. 产能瓶颈将解除, 络泰高增长有望持续。目前冻干粉针生产线已基本完成土建, 预计今年上半年通过国家GMP认证。新生产线投产后, 络泰产能将扩大至3000万支/年, 基本能满足公司未来3年的市场需求。

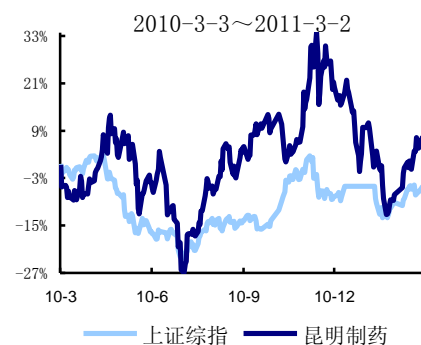
4. 中药厂改革启动。2010年公司董事长亲自主导昆明中药厂变革, 下半年已完成中药厂的营销诊断和分析, 进行了营销组织机构和关键管理人员的调整。全年中药厂实现利润1604万元, 同比增长18.29%。目前昆明中药厂拥有15个国家中药保护品种, 数量居全国首位, 但销售只有2亿左右, 而且主要集中在云南省内。通过营销变革, 昆明中药厂的增长潜力将逐步体现。

5. 中药材价格上涨, 面临一定成本压力。因为自然灾害频繁, 2010年中药材价格明显上涨, 其中120头的三七最高达到500元。因为销售成本的时间窗口, 三七成本上涨压力从下半年才开始体现。2010年天然植物药毛利率下降了1.89个百分点。目前三七价格在328元左右, 呈现稳步上升的趋势, 预计今年公司仍面临一定的成本压力。

6. 贝克诺顿引入新品种, 增速将加快。因为子公司贝克诺顿从TEVA引入新产品的进度慢于预期, 2010年化学合成药增长只有10.54%。部分品种的价格有所下降, 化学合成药毛利率较09年下降2.03个百分点。今年随着新产品销售启动, 化学合成药有望重回高增长轨道。

7. 盈利预测与投资评级。考虑到中药材成本压力上升, 我们对部分产品的毛利率进行调整, 预计2011-2013年EPS分别为0.41元、0.58元和0.8元, 对应的动态市盈率分别为32倍、23倍和27倍。对比同类企业, 公司估值具有较高的吸引力, 我们维持“短期_推荐, 长期_A”的投资评级。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	31417.60
流通A股(万股)	31417.60
52周内股价区间(元)	8.9-17.5
总市值(亿元)	41.97
总资产(亿元)	14.16
每股净资产(元)	2.34
目标价	6个月 12个月

相关报告

- 《国都证券-公司研究-公司点评-昆明制药(600422):股权激励获通过, 业绩继续向好》 2010-10-29
- 《国都证券-公司研究-调研简报-昆明制药(600422):经营持续改善, 向好趋势不变》 2010-07-21
- 《国都证券-公司研究-调研简报-昆明制药(600422):营销改革成效显现, 公司经营持续向好》 2010-04-01

财务数据与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万)	1817	2202	2682	3238
同比增速(%)	26.64	21.17	21.80	20.73
净利润(百万)	99	146	205	281
同比增速(%)	47.38	48.22	40.29	37.00
EPS(元)	0.27	0.41	0.58	0.80
P/E	49	32	23	17

研究员: 徐昊

电话: 010-84183363

Email: xuhao@guodu.com

执业证书编号: S0940210060003

联系人: 胡博新

电话: 010-84183363

Email: huboxin@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

表 1：分产品收入预测

单位：百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
天然植物药系列	558	579	714	894	1090	1314
收入增速 (%)	-17.87%	3.69%	23.28%	25.31%	21.94%	20.51%
毛利率 (%)	58.89%	58.14%	56.25%	56.70%	57.50%	58.00%
化学合成药	281	350	387	475	593	746
收入增速 (%)	27.08%	24.57%	10.54%	22.75%	24.69%	25.74%
毛利率 (%)	39.19%	43.06%	41.03%	41.00%	42.00%	43.00%
医药商业	496	510	677	832	999	1178
收入增速 (%)	22.42%	2.65%	32.79%	23.00%	20.00%	18.00%
毛利率 (%)	2.57%	2.68%	2.95%	3.00%	3.00%	3.00%

资料来源：公司公告、国都证券研究所

表 2：公司收入和盈利预测

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1435	1817	2202	2682	3238
增长率 (%)	9.46	26.64	21.17	21.80	20.73
营业成本	929	1,228	1,475	1,776	2,120
毛利率 (%)	35.25	32.41	33.01	33.78	34.53
营业税金及附加	8	10	13	16	19
资产减值准备	21	12	15	21	25
销售费用	294	338	394	467	550
管理费用	97	111	132	161	194
财务费用	11	7	7	8	8
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	75	111	165	233	321
增长率 (%)	93.51	49.08	48.79	41.03	37.57
期间费用率 (%)	27.99	25.10	22.79	23.68	13.94
加：营业外收入	7	8	11	13	16
减：营业外支出	2	2	4	5	6
利润总额	80	117	172	241	331
增长率 (%)	85.31	47.37	46.62	40.29	37.00
减：所得税	13	19	26	36	50
实际税负比率 (%)	15.93	15.92	15.00	15.00	15.00
净利润	67	99	146	205	281
增长率 (%)	84.92	47.38	48.22	40.29	37.00
减：少数股东损益	9	13	16	23	31
属于母公司的净利润	58	86	130	183	250
同比增长 (%)	81.59	46.73	52.11	40.29	37.00
每股收益 (元)	0.19	0.27	0.41	0.58	0.80
市盈率 (倍)	72	49	32	23	17

资料来源：公司公告、国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@guodu.com
李元	机械设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	邓婷	金融、传媒	dengting@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com
刘芬	汽车及零部件、钢铁	liufen@guodu.com	王京乐	家用电器、餐饮旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业、环保	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	张婧	建筑建材	zhangjingy@guodu.com
王双	化工	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			