

中药III

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 余方升

S0960110030152

021-52288047

yufangsheng@cjis.cn

6-12个月目标价:

当前股价: 13.91元

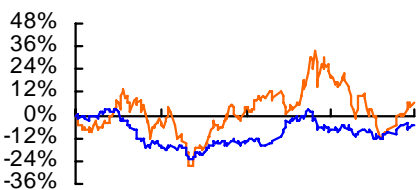
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2977.81
总股本(百万)	314
流通股本(百万)	314
流通市值(亿)	44
EPS (TTM)	0.27
每股净资产(元)	2.61
资产负债率	42.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
昆明制药	5.30	3.81	0.43
上证综合指数	3.45	5.03	14.90



2010/3 2010/6 2010/9 2010/12

— 昆明制药 — 上证综合指数

相关报告

《昆明制药-业绩增长动力充足, 维持推荐评级》2010-7-21

昆明制药

600422

推荐

全方位变革坚实基础, 业绩有望“快马加鞭”

3月25日我们参加了公司股东大会与高管就经营状况进行了沟通。

投资要点:

- **激励机制补充落实中, 各项战略稳步推进。**公司修订了五年发展战略规划, 加大了绩效考核力度。除了之前限制性股票激励计划外, 近期还实施了集团高管及核心骨干的超值奖励方案, 改革销售薪酬及激励政策。同时, 全面展开“金枪鱼”计划, 积极储备人才;
- **医药工业方面, 大品种将延续高增长势头, 今后重点推广血塞通软胶囊、乙酰天麻素片等口服制剂。**受益于基层需求, 预计血塞通11年仍可达到40%以上增速, 新厂房预计4月或5月投产, 而去年存货较为丰富使得今年毛利率将保持稳定。天眩清今年增速预计在30%以上。其它方面, 贝克诺顿引进的阿奇霉素去年4季度开始销售, 预计11年销量将有明显增加;
- **预计中药厂是未来业绩主要增长源泉之一。**中药厂去年9月以来进行了营销组织机构和关键管理人员的调整, 目前已基本完成。疏肝颗粒、清肺化痰丸等独家品种未来将在省外市场做重点推广, 预计未来营销改革的效果将得到较好体现;
- **医药商业争取突破。**预计今年增速将达到30%, 并购有取得进展可能;
- **启动中药材种植, 保障原材料的稳定供应。**考虑到药材原料稳定供应的重要性, 加上建立GAP基地可享受定价优惠政策, 公司今后将与农户合作种植三七, 长期来看这将有有效的保障药品业务健康成长;
- **加强细化改革将推动业绩提速, 维持推荐评级。**我们认为, 公司持续推动销售改革, 内部管理日益精细, 激励机制不断完善, 未来业绩有取得超预期可能。预计11-13年EPS分别为0.40、0.56和0.74元, 维持推荐的投资评级。

风险提示: 主导产品市场竞争比较激烈。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1817	2233	2684	3155
同比(%)	27%	23%	20%	18%
归属母公司净利润(百万元)	86	125	176	232
同比(%)	47%	47%	41%	31%
毛利率(%)	32.4%	32.7%	33.3%	34.1%
ROE(%)	11.6%	15.4%	19.2%	21.9%
每股收益(元)	0.27	0.40	0.56	0.74
P/E	51.07	34.85	24.78	18.87
P/B	5.94	5.37	4.75	4.14
EV/EBITDA	28	21	15	12

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)

	2009 年	2010 年	2011E	2012E	2013E
营业收入					
天然植物药	57889	71363	87776	107087	128505
化学药	35041	38736	49582	61977	74993
医药商业	50951	67655	81186	93364	104568
保健食品		172	350	700	1050
其它业务收入	1878	3797	4747	5933	7417
合计	143491	181724	223291	268362	315482
营业成本					
天然植物药	24232	31218	38492	46960	56353
化学药	19953	22843	29262	36607	43929
医药商业	49584	65661	78859	90766	101749
保健食品		137	280	560	840
其它业务收入	1413	2966	3707	4634	5792
合计	92915	122824	150320	178967	207822
毛利率					
天然植物药	58.14%	56.25%	56.15%	56.15%	56.15%
化学药	43.06%	41.03%	40.98%	40.93%	41.42%
医药商业	2.68%	2.95%	2.87%	2.78%	2.70%
保健食品		20.81%	20.00%	20.00%	20.00%
其它业务收入	24.74%	21.90%	21.90%	21.90%	21.90%
合计	35.25%	32.41%	32.68%	33.31%	34.13%

数据来源: 公司年报 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	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	979	1260	1543	1728	营业收入	1817	2233	2684	3155
现金	200	260	324	365	营业成本	1228	1503	1790	2078
应收账款	258	377	471	492	营业税金及附加	10	12	15	17
其它应收款	50	74	88	95	营业费用	338	394	451	530
预付账款	65	54	69	88	管理费用	111	134	161	189
存货	331	402	480	557	财务费用	7	14	20	19
其他	76	93	112	131	资产减值损失	12	10	12	11
非流动资产	437	399	380	361	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	266	263	250	234	营业利润	111	165	235	310
无形资产	24	22	20	18	营业外收入	8	8	8	8
其他	143	111	108	106	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	1416	1659	1923	2089	利润总额	117	170	241	316
流动负债	576	708	838	836	所得税	19	27	38	50
短期借款	111	225	266	195	净利润	99	143	202	266
应付账款	173	212	252	293	少数股东损益	13	18	26	34
其他	292	271	320	348	归属母公司净利润	86	125	176	232
非流动负债	20	35	35	35	EBITDA	154	211	289	364
长期借款	20	35	35	35	EPS (元)	0.27	0.40	0.56	0.74
其他	0	0	0	0					
负债合计	596	743	873	871	主要财务比率				
少数股东权益	85	103	129	163	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	314	314	314	314	成长能力				
资本公积	199	199	199	199	营业收入	26.6%	22.9%	20.2%	17.6%
留存收益	222	300	407	542	营业利润	49.1%	48.6%	42.4%	31.9%
归属母公司股东权益	735	814	921	1055	归属于母公司净利润	46.7%	46.6%	40.6%	31.3%
负债和股东权益	1416	1659	1923	2089	获利能力				
					毛利率	32.4%	32.7%	33.3%	34.1%
					净利率	4.7%	5.6%	6.6%	7.3%
					ROE	11.6%	15.4%	19.2%	21.9%
					ROIC	16.4%	20.6%	26.0%	31.7%
					偿债能力				
					资产负债率	42.1%	44.8%	45.4%	41.7%
					净负债比率				
					流动比率	1.70	1.78	1.84	2.07
					速动比率	1.11	1.19	1.25	1.38
					营运能力				
					总资产周转率	1.37	1.45	1.50	1.57
					应收账款周转率	6	6	5	6
					应付账款周转率	7.43	7.81	7.71	7.62
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.27	0.40	0.56	0.74
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	0.00	0.40	0.77
					每股净资产(最新摊薄)	2.34	2.59	2.93	3.36
					估值比率				
					P/E	51.07	34.85	24.78	18.87
					P/B	5.94	5.37	4.75	4.14
					EV/EBITDA	28	21	15	12

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 ±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

研究团队简介

中投医药团队荣誉: 2007 年和 2009 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 2 名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名; 2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 名; 2010 年财经风云榜最佳证券分析师(医药行业唯一一个)。

中投医药团队成员:

周锐, 医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 8 年证券行业从业经验, 整体负责中投医药团队研究工作;

余方升, 医药行业研究助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 负责中药行业研究;

余文心, 医药行业研究助理, 北京大学药学、经济学双学士, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药、医疗服务及政策研究;

江琦, 医药行业研究助理, 上海交大生物工程学士, 经济学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药及医药流通研究;

王威, 医药行业研究助理, 工学硕士, 5 年医疗器械行业从业经验, 2010 年加入中投证券研究所, 负责医疗器械及境外上市中资医药股研究。

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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

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