

关注基本面正逐渐改善的植物药龙头

昆明制药（600422）

评级：中性(首次)

股价：7.60 元

调研报告

2009 年 9 月 4 日 星期五

医药化工研究小组

袁舰波

021-50586660-8628

qy@longone.com.cn

医药/中药行业

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

重要数据

总股本(亿股)	3.14
流通股本(亿股)	3.14
总市值(亿元)	24.54
流通市值(亿元)	24.54

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	-5.22	12.83
3 个月	22.99	20.18
6 个月	36.78	7.05

个股相对上证综指走势图



投资要点

□ 公司概况及投资要点

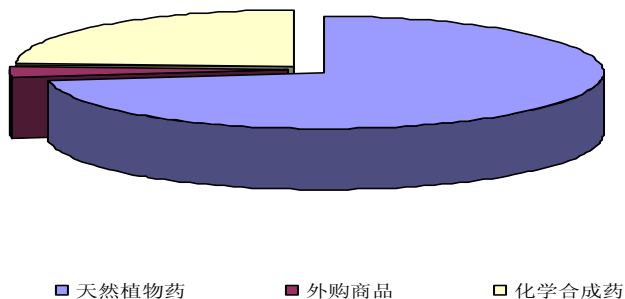
公司作为云南省最早的药品生产企业，成立至今已有近 60 年的历史，回顾公司的发展历程，辉煌和名誉曾一直伴随着公司。不过进入本世纪以来，由于控股股东的频繁变更，公司的经营状况一直差强人意。近两年多来，控股股东对公司的战略定位基本形成，公司经营战略也愈发清晰，内部管理逐步加强，营销改革稳步推进，整体盈利能力有了较大的提升。

我们认为，公司未来的看点主要有二，一是营销改革后，销售人员激励措施更加到位，以植物药为代表的主营业务持续增长；二是与全球最大的通用名药物生产企业之一——以色列梯瓦制药（TEVA）的合作，可能向深度拓展，未来面临突破性的成长机会。

公司的主营业务包括植物药、化学药和医药商业，其中植物药和化学药是公司主要的利润来源。

图 1：昆明制药 2008 年度毛利构成

昆明制药主要业务毛利构成



资料来源：公司年报，东海证券研究所

□ 植物药

植物药在西方又被称为天然药物，它是以植物的部分或者全体为医疗目的的药品。植物药由于疗效确切，副作用小，近年来逐步被西方国家所认同。公司作为我国植物药的龙头企业，产品质量和提取技术等方面均走在全国的前列，主要产品包括三七总皂苷系列、青蒿素系列以及天麻素系列。

三七总皂苷系列：公司拥有三七总皂苷提取物的所有剂型，主要用于心脑血管领域疾病的治疗，具有非常广阔的市场前景。

公司三七总皂苷的主要产品包括血塞通冻干粉、水针剂和软胶囊，08年该系列产品总销售约 1.7 亿元。09 年上半年，血塞通冻干粉针和软胶囊同比增长都超过 100%，表现出强劲的增长势头，而血塞通水针剂由于生产厂家众多，价格战激烈，同比销售有所下滑。

青蒿素系列：青蒿素系列产品是抗疟疾的主要选择，公司是国内主要的青蒿素生产企业之一，08 年青蒿素总体销售约为 1.54 亿元。公司青蒿素主要产品包括蒿甲醚原料药、针剂，复方磷酸萘酚喹片（Arco）等，均面向国外市场。

蒿甲醚原料药主要提供给诺华公司生产复方蒿甲醚，由于国际价格下降比较大，今年上半年销售同比下降 21%。复方蒿甲醚是我国自主研究的具有国际知识产权的药品，于 1994 年将专利转让给诺华公司。我国在向诺华制药转让蒿甲醚专利时，签订了 20 年的供货协议，规定诺华所需蒿甲醚原料药必须以市场价格优先向昆明制药采购，至此，昆明制药成为诺华制药蒿甲醚原料药的主要供应商。我们认为随着诺华去库存化的完成和国内竞争格局的逐步稳定，蒿甲醚原料药的价格有望逐步稳定。

蒿甲醚针剂由公司自营，面向非洲等地出口，销售增长很快，09 年上半年同比上升了 37%。

复方磷酸萘酚喹片（Arco）属于专利药，是全球第一个一次服用治疗疟疾的产品，目前销售大约在 1000 万元左右，由于世界卫生组织强烈呼吁药品供应商停止销售单方青蒿素药品，以避免耐药性的出现，未来复方的青蒿素制剂将面临更多的机遇。

目前，公司的青蒿素复方制剂尚未申请国际认证，不能参加世界卫生组织的招标，这对其销售产生了一定影响。由于公司正积极申请青蒿素制剂的国际认证，如通过认证，其销售将在现有水平上有所突破。

天麻素系列：天麻素具有良好的镇静和安眠作用，对神经衰弱和头痛具有显著疗效，且副作用小，市场潜力巨大。公司天麻素的主要产品是天眩清针剂，属于优质优价产品，享受政府单独定价。天眩清针剂 08 年的销售约在

4000 多万元，但增长非常迅速，09 年上半年增长速度超过了 90%，未来很有可能成为公司的主力品种。

□ 化学药——贝克诺顿（KBN）

公司化学药主要由昆明贝克诺顿制药有限公司生产。

贝克诺顿成立于 1992 年，是云南省医药行业第一家中外合资企业，成立初期的外方股东为国际著名的多元化跨国集团美国爱华克斯集团公司，2005 年以色列梯瓦（TEVA）制药工业有限公司通过收购爱华克斯成为贝克诺顿的外方股东，与昆明制药各占贝克诺顿 50% 的股份。

贝克诺顿 08 年销售收入约 2 亿多元，主营产品为高端普药，涉及抗生素、骨质疏松、关节炎等领域，主要产品有阿莫西林、阿法迪三和阿尔治。从产品结构上看，阿尔治和阿法迪三销售收入略小，但增速高，分别保持了 30% 和 40% 的增长，阿莫西林收入较大，但竞争激烈，同比增长约 10%。

阿法迪三是由以色列梯瓦制药公司生产、贝克诺顿分装销售的国外原研制药品。阿法迪三是世界上最早获准上市的骨质疏松防治药，具有多项化合物及工艺专利技术，质量、疗效及稳定性均优于国内同类产品，在全世界被广泛使用。

阿尔治是贝克诺顿代理销售的产品，主要适应症为变形性膝关节病、肩关节周围炎。阿尔治由日本生化学工业株式会社研制成功，是全世界第一家上市的关节腔内注射的玻璃酸钠，也是全球使用最多的玻璃酸钠，具有多项工艺专利技术，质量、疗效及稳定性均优于国内同类产品。

贝克诺顿采用合资企业标准的学术推广模式，建立了一支约 400 人的高素质营销团队。上市之初，贝克诺顿以高端阿莫西林等抗生素为主要产品，曾保持了较好的经营业绩，但近年来由于抗生素价格的持续下降，公司业绩大幅度下滑，净利润在 07 年曾一度下降到 300 多万元。随着阿法迪三和阿尔治等品种销售的上量，公司经营业绩也稳步回升，08 年实现约 740 万净利润，09 年上半年又继续大幅增长，实现净利润超过 600 万元。

我们认为，作为梯瓦制药在中国最大的合资企业，贝克诺顿今后的发展机会在于两个方面，一是很可能会持续不断的从梯瓦获得众多的高端仿制药，使得公司的销售面临新突破；二是受益于梯瓦制药的中国拓展战略。

以色列梯瓦制药是全球排名前 20 名的制药企业，也是全球最大的通用名药品生产企业之一，08 年销售收入超过 110 亿美元。由于战略失误，在其他跨国的制药企业大举进军中国市场之时，梯瓦在中国的销售却一直非常薄弱，08 年其在中国一年的销售收入仅数千万美元，这与其国际地位是非常不相称的。

我们分析认为，中国正成为全球医药市场越来越重要的组成部分，作为全球最大的通用名药品生产企业之一，梯瓦必将增加其在中国的投入，营造与其国际地位相符的经营格局，而作为梯瓦制药在中国最大的经营实体，贝克诺顿无疑面临更多的发展机遇。

□ 盈利预测及评级

我们预测公司 09-10 年的 EPS 分别为 0.16 元和 0.25 元，从短期看公司的估值水平不低，给予公司“中性”评级，但从中长期看，公司基本面正发生明显改善，未来可能存在超预期的增长，我们将持续跟踪公司的最新进展并适时调整公司评级。

表 1：昆明制药盈利预测简表

盈利预测及市场 重要数据	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入(万元)	117,037	129,026	131,093	141,309	168,487
增长率	-3.1%	10.2%	1.6%	7.8%	19.2%
营业利润(万元)	1,993	3,109	3,855	6,942	10,526
增长率	-123.7%	56.0%	24.0%	80.1%	51.6%
净利润(万元)	267	2907	3212	5171	7840
增长率	-106.0%	988.7%	10.5%	61.0%	51.6%
每股净资产(元)	1.74	1.83	1.93	2.06	2.26
每股收益(元)	0.01	0.09	0.10	0.16	0.25
市盈率(P/E)	407.1	87.5	43.2	47.5	31.3
市净率(P/B)	2.0	4.4	2.3	3.8	3.5
EV/EBITDA	22.6	22.8	13.4	26.7	20.5
息率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.6%

资料来源：公司报表，东海证券研究所

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有十多年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业、双鹭药业、上海医药等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122