



## 昆明制药 (600422)

**推荐（维持）**

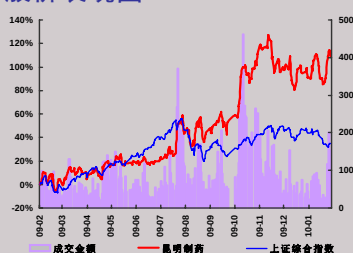
**所属行业：医药**

**行业评级：推荐**

### 股本结构

|          |       |
|----------|-------|
| 总市值（亿元）  | 35.66 |
| 流通市值（亿元） | 35.66 |
| 总股本（亿股）  | 3.14  |
| 流通A股（亿股） | 3.14  |

### 股价表现图



### 相关报告：

《股权激励计划对业绩有积极推动作用》 2009.10.16

《股权激励，未来高速发展可期》 2010.01.14

齐鲁证券研究所  
行业公司部

分析师

许均华  
胡德军  
吕国启

Tel: (86531) 8177-6395  
Fax: (86531) 8128-3791  
Email: xujh@qlzq.com.cn

## 天然植物药龙头，这边风景独好

### ——昆明制药深度报告

#### 投资要点：

- ◇ **公司的战略是重点发展植物药，做大做强天然植物药系列产品。**公司的主要产品是天然植物药，主要有三大产品系列：青蒿素、三七与天麻系列。公司抗疟药定位不仅是青蒿素类原料药供应商，将稳步推进青蒿素类抗疟药制剂产品；公司是血塞通国家标准的制定者，其血塞通注射液（络泰）与胶囊是 2009 年版《国家基本药物目录》甲类品种，2010 年极有可能在基层药品市场放量，将拉动该类产品销售增长；预计公司在建的血塞通冻干粉针车间将在 2011 年上半年投产，建成后产能增长一倍；公司将积极打造国内治疗眩晕的天麻系列第一品牌——天眩清。
- ◇ **公司将充分利用其地缘优势，加快资源整合。**公司紧紧抓住云南地方政府规划庞大“云药版图”的机遇，将进一步利用其市场与资源优势，整合医药资源与渠道，促进公司未来的迅速发展。
- ◇ **公司将加大对子公司贝壳诺顿（KBN）资金投入。**公司与外方股东计划增加对 KBN 的投入，一方面从国际市场上引进新品种，另一方面从以色列梯瓦公司（TEVA）引进新品种。未来 KBN 有望扩大产品系列，其产品继续定位于高端市场，将为公司贡献更多的利润。
- ◇ **公司 2009 年的业绩增长速度较快。**公司 2009 年前 3 季度实现营业收入 103599.10 万元，同比增长 109.52%；实现净利润 4412.95 万元，同比增长 179.05%；实现每股收益 0.13 元；全面摊薄 ROE 为 6.32%，同比增长 2.657%，实现了较快速增长。公司产品在秋冬季为销售旺季，因此第四季度的订单数超越过前三季度的单季度平均数，有望实现 2009 年全年业绩快速的增长。
- ◇ **公司的成长性较好，具备积极的投资价值。**预计 2009 年——2011 年的每股收益分别为 0.19 元、0.29 元和 0.46 元，对应的动态 PE 分别为 59.52 倍、38.74 倍和 24.55 倍，鉴于公司的成长性较好，认为公司具备积极的投资价值，维持公司“推荐”的投资评级。

#### 盈利预测及估值简表

单位：百万

|             | 2007    | 2008    | 2009E   | 2010E   | 2011E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入        | 1290.26 | 1310.93 | 1463.81 | 1742.21 | 2112.75 |
| 同比          | 10.24%  | 1.60%   | 11.66%  | 19.02%  | 21.27%  |
| 归属于母公司净利润   | 29.07   | 32.12   | 59.91   | 92.04   | 11.51   |
| EPS(摊薄，元/股) | 0.09    | 0.10    | 0.19    | 0.29    | 0.46    |

资料来源：公司年报、齐鲁证券研究所



## 正文目录

|                               |        |
|-------------------------------|--------|
| 一、公司概况 .....                  | - 5 -  |
| 1. 公司基本情况 .....               | - 5 -  |
| 2. 公司股权结构 .....               | - 5 -  |
| 3. 公司主营构成 .....               | - 6 -  |
| 二、公司的天然植物药业务 .....            | - 8 -  |
| 1. 公司抗疟药——蒿甲醚系列产品情况.....      | - 8 -  |
| 2. 公司抗心脑血管疾病药物——三七系列产品情况..... | - 12 - |
| 3. 公司抗眩晕疾病药物——天麻系列产品情况.....   | - 16 - |
| 4. 公司其他特色植物药 .....            | - 18 - |
| 三、子公司业务情况 .....               | - 19 - |
| 1. 中药行业子公司 .....              | - 19 - |
| 2. 化学制药行业子公司——贝壳诺顿 .....      | - 20 - |
| 3. 医药商业行业子公司 .....            | - 20 - |
| 四、公司财务分析 .....                | - 21 - |
| 1. 公司季度分析 .....               | - 21 - |
| 2. 公司获利能力提高 .....             | - 22 - |
| 3. 公司营运能力提高 .....             | - 23 - |
| 4. 公司成长能力较好 .....             | - 24 - |
| 五、盈利预测与估值 .....               | - 25 - |
| 1. 公司主营业务收入增长率预测 .....        | - 25 - |
| 2. 公司销售毛利率与期间费用率预测 .....      | - 26 - |
| 3. 公司盈利预测与投资建议 .....          | - 26 - |
| 六、风险提示 .....                  | - 27 - |



|               |        |
|---------------|--------|
| 1. 政策风险 ..... | - 27 - |
| 2. 经营风险 ..... | - 27 - |

## 图目录

|                                  |        |
|----------------------------------|--------|
| 图 1: 公司股权结构 .....                | - 6 -  |
| 图 2: 公司主营业务及其子公司 .....           | - 6 -  |
| 图 3: 公司营业收入结构 .....              | - 7 -  |
| 图 4: 公司营业毛利结构 .....              | - 7 -  |
| 图 5: 公司各项业务毛利率变化 .....           | - 7 -  |
| 图 6: 公司各项业务营业收入及其增速 .....        | - 8 -  |
| 图 7: 公司各项业务营业利润及其增速 .....        | - 8 -  |
| 图 8: 疟疾的感染与发病过程 .....            | - 9 -  |
| 图 9: 全球疟疾分布的国家与地区 .....          | - 9 -  |
| 图 10: 全球受疟疾危害人口地区分布 .....        | - 9 -  |
| 图 11: 2005-2006 年全球抗疟资金分布 .....  | - 10 - |
| 图 12: 非洲抗疟资金来源 .....             | - 10 - |
| 图 13: 青蒿植株 .....                 | - 10 - |
| 图 14: 青蒿素衍生物分子式 .....            | - 10 - |
| 图 15: 我国人口老龄化趋势加速 .....          | - 12 - |
| 图 16: 调查地区居民慢性病患率 (%) .....      | - 12 - |
| 图 17: 调查地区居民疾病别慢性病患率 (%) .....   | - 13 - |
| 图 18: 城市居民主要疾病死亡率及其构成 (%) .....  | - 13 - |
| 图 19: 样本城市医院中药细分类别份额变化 (%) ..... | - 13 - |
| 图 20: 我国心脑血管中成药市场规模及发展趋势 .....   | - 14 - |
| 图 21: 2008 年心脑血管类中药构成 .....      | - 14 - |
| 图 22: 三七植株 .....                 | - 14 - |
| 图 23: 三七药材 .....                 | - 14 - |
| 图 24: 1992-2009 年三七药材价格波动 .....  | - 15 - |



|                                    |        |
|------------------------------------|--------|
| 图 25: 近期三七药材价格波动情况 .....           | - 15 - |
| 图 26: 样本医院 2008 年脑血管中成药用药份额 .....  | - 16 - |
| 图 27: 血塞通注射液 2006-2008 年竞争格局 ..... | - 16 - |
| 图 28: 综合医院门诊人次及其增速 .....           | - 16 - |
| 图 29: 调查地区年龄别居民两周就诊率(‰) .....      | - 16 - |
| 图 30: 天麻植株 .....                   | - 17 - |
| 图 31: 天麻药材(天麻块茎) .....             | - 17 - |
| 图 32: 公司盈利能力分析 .....               | - 23 - |
| 图 33: 公司盈利能力杜邦指标分析 .....           | - 23 - |
| 图 34: 公司期间费用率分析 .....              | - 23 - |
| 图 35: 公司盈利质量分析 .....               | - 23 - |
| 图 36: 公司营运能力分析 .....               | - 24 - |
| 图 37: 公司流动资产营运能力分析 .....           | - 24 - |
| 图 38: 公司成长能力分析 .....               | - 24 - |
| 图 39: 公司股价近一年的市场走势 .....           | - 27 - |
| 图 40: 公司股票近一年的PE估值分析 .....         | - 27 - |
| 图 41: 昆明制药与可比公司PE估值情况 .....        | - 27 - |
| 图 42: 昆明制药与可比公司的PEG估值情况 .....      | - 27 - |

## 表目录

|                            |        |
|----------------------------|--------|
| 表 1: 公司季度分析 .....          | - 21 - |
| 表 2: 公司分产品收入增长率预测 .....    | - 25 - |
| 表 3: 公司销售毛利率与期间费用率预测 ..... | - 26 - |
| 附表: 公司盈利预测与估值 .....        | - 29 - |



## 一、公司概况

### 1. 公司基本情况

昆明制药集团股份有限公司（简称昆明制药）成立于1951年3月，是国家重点高新技术企业，也是中国医药工业50强企业。公司拥有深厚的专业制药经验，络泰、天眩清、Artemedine、Artem、Arco等品牌享誉国内外。公司于2000年12月在上海证券交易所上市。

昆明制药集药物研发、生产、销售、商业批发与国际营销为一体，形成了以植物天然药物为主，涵盖中药、化学药与医药流通领域的业务格局；拥有4个子公司、1个合资企业、1个制造中心、1个药物研究院、1个博士后工作站，总资产12.2亿元，员工2800余名，各类专业技术人员占员工总数的65%。

昆明制药依托云南丰富的植物资源，走高新技术产业化道路，是全国独具特色的天然药物研发和生产经营企业，先后开发了蒿甲醚、三七系列、天麻素系列及特色中药和特色民族药等40多个具有国内外先进水平的天然药物新产品，拥有16项国家发明专利、复方蒿甲醚的研发、国际化及产业化荣获国家科学技术进步二等奖，冻干粉针技改工程获国家高技术产业化示范工程。昆明制药生产的所有制剂剂型及原料药都通过了国家GMP认证，其中蒿甲醚原料药车间通过了中国国家GMP、世界卫生组织WHO的GMP和澳大利亚TGA三重认证。公司经过近20年的国际市场开发，蒿甲醚制剂已经出口到全球40多个国家与地区，连续13年保持了我国单一药物制剂出口第一的业绩。

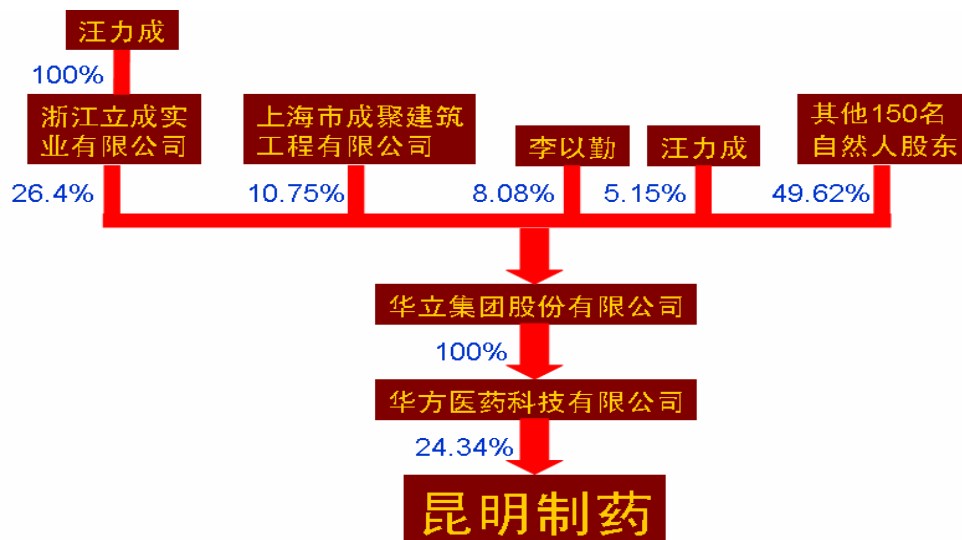
公司拥有突出的研发实力、丰富的产品品种资源、雄厚的综合制造能力、与国际接轨的质量管理体系、国际化营销队伍共同构成了昆明制药的核心竞争力。在未来的发展中，昆明制药将以“绿色昆药、福祉社会”为宗旨，依托云南天然药物资源，充分发挥企业的核心竞争优势，继续保持医药行业的领先地位，力争全球医药行业中天然植物药的知名品牌与杰出代表。

### 2. 公司股权结构

公司的直接控股股东为华方医药科技有限公司（24.34%）（图1），主要股东主要有：云南省工业投资控股集团有限公司（12.35%），云南红塔集团有限公司（9.55%），云南新兴投资有限公司（1.49%），其他自然人（1.26%）等。公司的最终控股股东华立集团是一个覆盖医药、电子、仪表等行业的投资集团，华立集团以后的发展方向是逐步剥离非医药资产，聚焦医药产业，做大做强医药主业。



图1: 公司股权结构

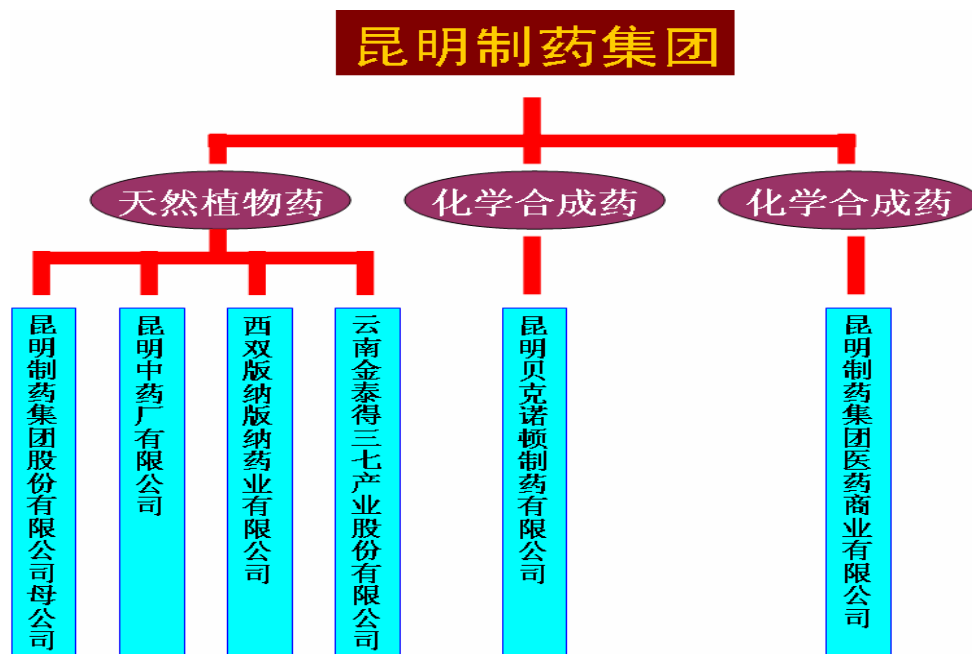


资料来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

### 3. 公司主营构成

公司主营业务是天然植物药、化学合成药与外购商品, 其中天然植物药主要是由昆明制药集团母公司、昆明中药厂、西双版纳版纳药业与云南三七产业股份有限公司生产, 化学合成药主要是其子公司贝壳诺顿负责, 而外购商品则是昆明制药集团医药商业有限公司的业务(图2)。

图2: 公司主营业务及其子公司



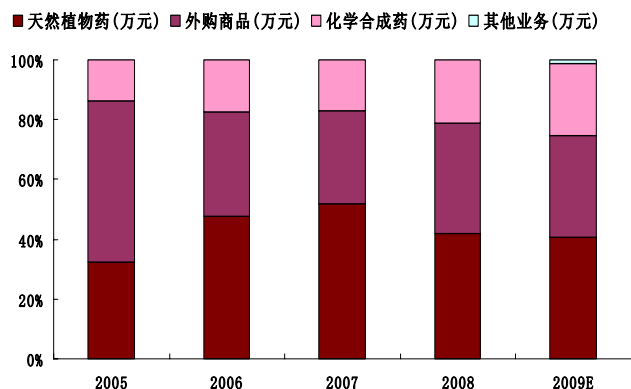
资料来源: 公司公告、齐鲁证券研究所



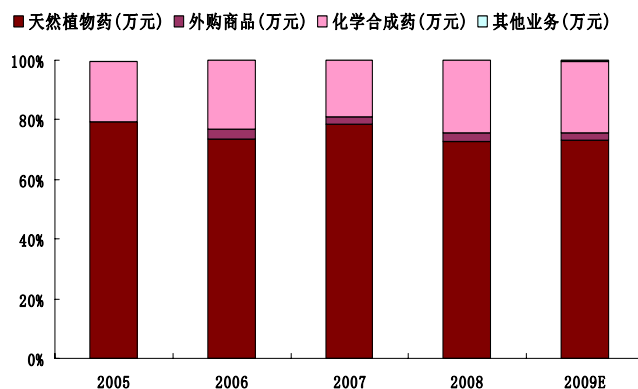
公司的主营收入与利润的主要来源是天然植物药，历年营业收入占40%以上，营业毛利占比高达73%；其次是化学合成药，2008年营业收入占比21.03%，营业毛利占24.39%，2009年基本维持这个比例；外购商品对利润的贡献最低，虽然近三年营业收入一直维持30%以上的比例，但是营业毛利仅占2.7%左右，2009年约占2.5%（图3与图4）。

公司的毛利率最高的是天然植物药，从2006-2008年一直呈现上升趋势，2008年占58.79%，2009年预计能够达到将近60%左右；化学合成药的毛利率一直维持在30%以上，2008年达到历史最高点39.19%，2009年预计略有下降，约为33%；外购商品属于医药商业，其毛利率一直维持在3%以下，符合该行业的毛利水平（图5）。

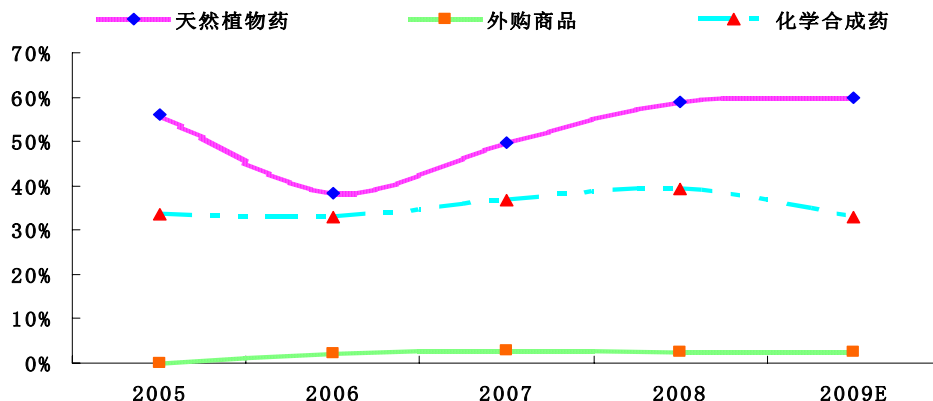
公司的主营收入增速最快的是化学合成药，其次是外购商品，天然植物药最低；主营利润增速最快亦是化学合成药，外购商品增速一直下降，天然植物药从2007-2008年产生很大的波动，从45.87%降到-2.72%，预计2009年能够突破13%左右的增速（图6与图7）。

**图3：公司营业收入结构**


资料来源：公司公告、齐鲁证券研究所

**图4：公司营业毛利结构**


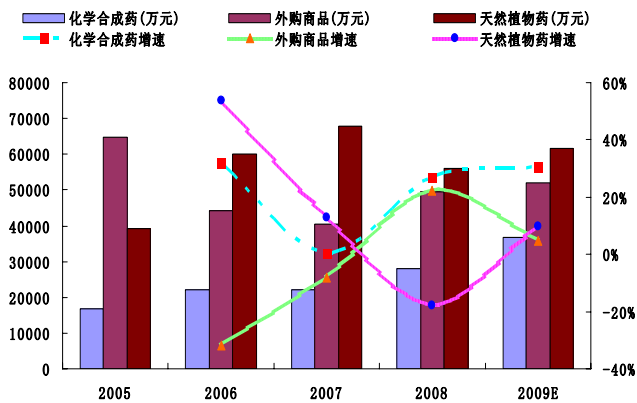
资料来源：公司公告、齐鲁证券研究所

**图5：公司各项业务毛利率变化**


资料来源：公司公告、齐鲁证券研究所

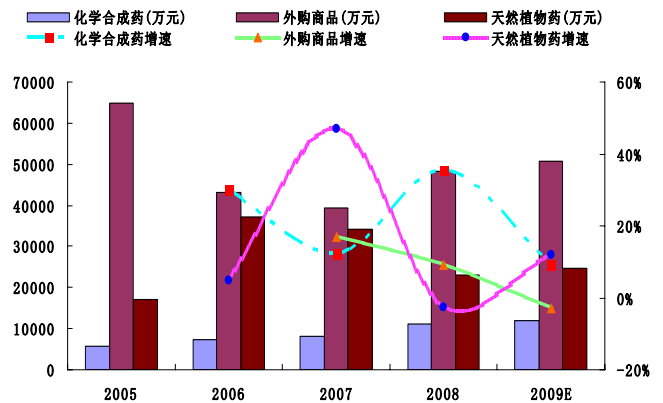


图6: 公司各项业务营业收入及其增速



资料来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图7: 公司各项业务营业利润及其增速



资料来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

## 二、公司的天然植物药业务

### 1. 公司抗疟药——蒿甲醚系列产品情况

#### (1) 疟疾及其防治

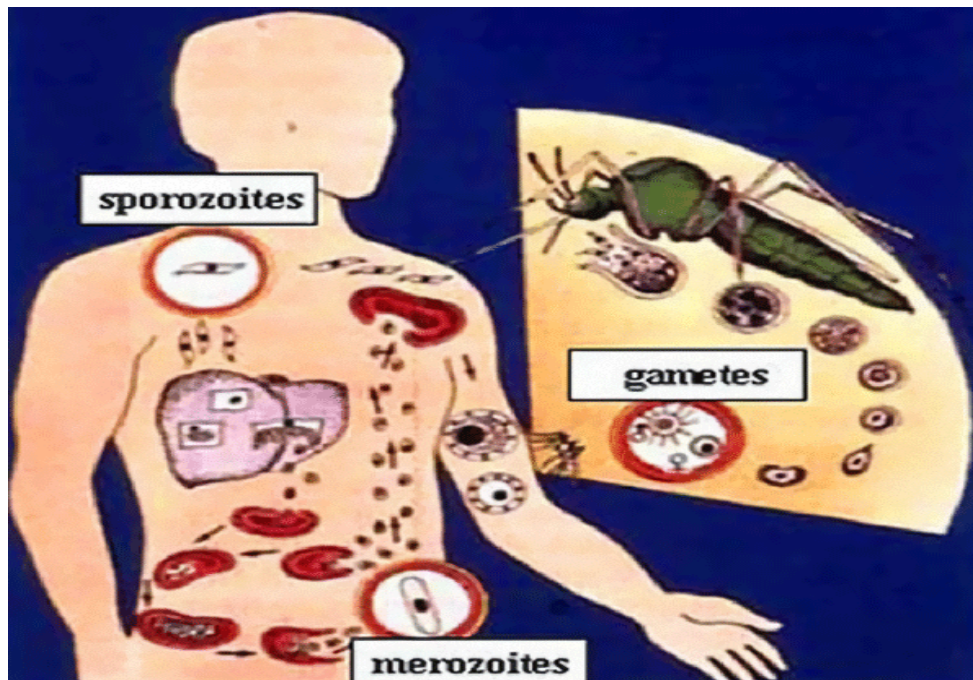
疟疾 (malaria) 又名打摆子, 由疟原虫经蚊叮咬或输入带疟原虫者的血液而传播的血液传染病。不同的疟原虫分别引起间日疟、三日疟、恶性疟及卵圆疟。疟疾临床特征是: 周期性寒战、发热、头痛、出汗和贫血、脾肿大 (图 8)。由于原虫株、感染程度、机体免疫状况和反应性 etc 存在差异, 因此临床症状表现不同。

疟疾是一种古老而又年轻的疾病。早在公元 2000 年前,《黄帝内经·素问》中就有《疟论篇》与《刺论篇》等专题论述疟疾的病因、症状与疗法, 并从发作规律上分为“日作”、“间日作”与“三日作”。然而, 直到 1880 年法国人 Laveran 在疟疾病人血清中发现疟原虫、1897 年英国人 Ross 发现蚊虫与疟疾传播的关系, 疟疾的真正病因才弄得水落石出。

疟疾依旧是人类当前的最大杀手之一。“疟疾”一词在拉丁语中的含义是“肮脏的空气”, 甚至古罗马人就意识到应避开某些沼泽地区的瘴气, 但是, 疟疾并不是由带病菌的空气、而是由不流动的水中所繁殖的蚊子造成的。疟疾广泛流行于世界各地, 据世界卫生组织统计, 目前仍有 92 个国家和地区处于高度和中度流行, 每年发病人数约为 1.5 亿, 死于疟疾者高达 200 万人。疟疾在非洲、南美洲、东南亚、南亚等地区 (图 9) 发病率极高 (图 10), 尤其是儿童, 且大都流行于夏秋季节, 疟疾在热带及亚热带地区一年四季都可以发病, 并且容易流行。抗疟资金也主要分布在非洲、南美洲、东南亚、南亚等地区, 尤以非洲为甚 (图 11), 而非洲的抗疟资金主要来源于政府的基金、全球的一些公益性基金 (图 12)。因此, 抗疟药的前沿阵地主要在非洲, 占全球抗疟药市场份额的 90% 以上。



图8: 疟疾的感染与发病过程



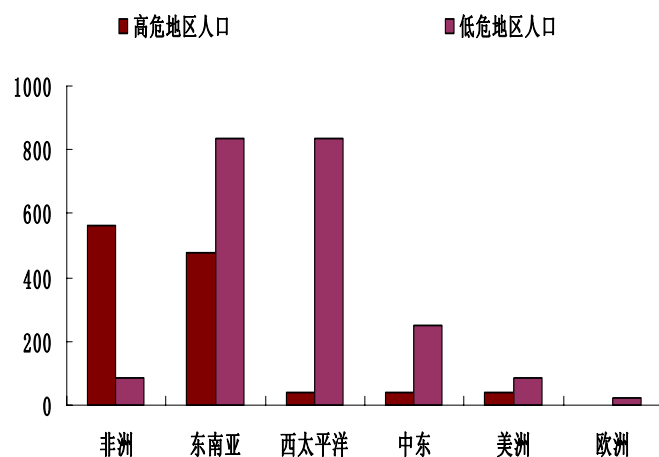
资料来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图9: 全球疟疾分布的国家与地区



资料来源: 齐鲁证券研究所

图10: 全球受疟疾危害人口地区分布



资料来源: WHO、齐鲁证券研究所

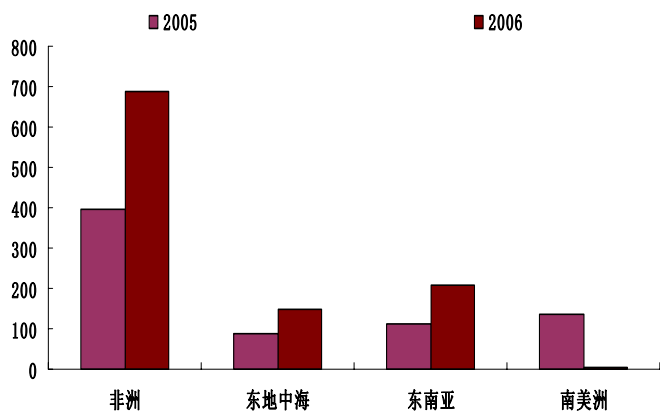
我国解放前疟疾连年流行,尤其是在南方,疟疾流行猖獗,病死率很高。解放后,全国建立了疟疾防治机构,广泛开展了疟疾的防治和科研工作,疟疾的发病率已显著下降。

治疗疟疾应采用抗疟原虫药物,如氯喹、奎宁、青蒿素等。其中氯喹主要是控制疟疾发作,具有疗程短、毒性小的优点;奎宁属于金鸡纳树皮中的一种生物碱,除较迅速杀灭红内期原虫外,还有退热作用;青蒿素



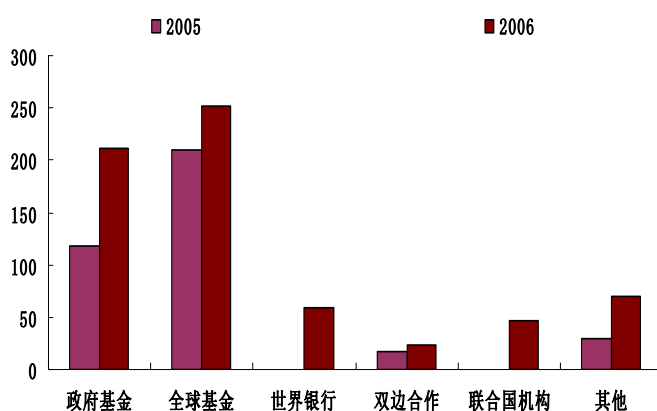
作用于疟原虫膜系结构，损害核膜、线粒体外膜等而起抗疟作用。其吸收极快，很适用于凶险疟疾的抢救。

图11: 2005-2006 年全球抗疟资金分布



资料来源: 齐鲁证券研究所

图12: 非洲抗疟资金来源



资料来源: 齐鲁证券研究所

## (2) 青蒿素系列产品

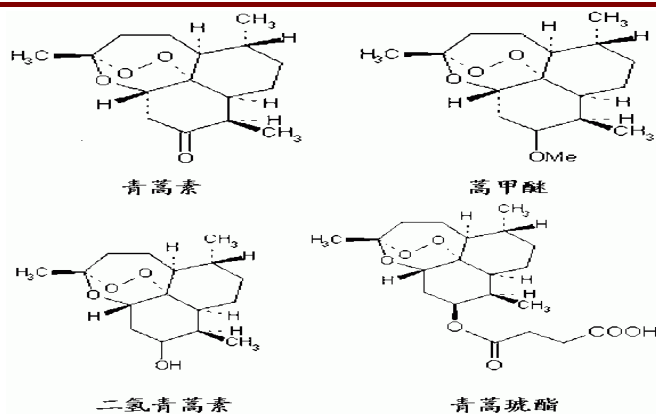
青蒿，又名香蒿，为菊科植物青蒿 (*Artemisia apiacea Hance*) 的全草 (图 13)，主产于安徽、河南、江苏、河北、陕西、山西等地。青蒿素是从中药青蒿中提取的有过氧基团的倍半萜内酯药物 (图 14)，其对鼠疟原虫红内期超微结构的影响，主要是破坏疟原虫的膜系统结构，该药首先作用于食物泡膜、表膜、线粒体膜，其次是核膜、内质网膜，此外，对核内染色质也有一定的影响。

图13: 青蒿植株



资料来源: 互动百科、齐鲁证券研究所

图14: 青蒿素衍生物分子式



资料来源: 互动百科、齐鲁证券研究所

青蒿素的诞生始于 60 年代，我国科研人员在搜索大量古方验方，特别是参考东晋医学家葛洪的《肘后备急方》记载“青蒿素一握，以水二升渍，绞取汁，净服之”的基础上，终于在 1972 年从青蒿素里提炼出抗疟疾的化合物——青蒿素。

继青蒿素之后，科学家们将青蒿素进行化学结构改造，制成了疗效更好的划时代新型抗疟药——蒿甲醚 (国家一类新药，图 14)，并且将其制成了系列制剂，包括：片剂、胶囊剂、混悬剂、注射剂、复方制剂



等。其中蒿甲醚注射液进入了 WHO《基本药物目录》以及 WHO 和联合国的采购目录。蒿甲醚系列产品主要应用于抗疟领域，适用于各型疟疾、抗氯喹恶性疟疾与凶险型恶性疟疾的急救，也适合于预防和治疗血吸虫病。

ARCO（复方磷酸萘酚喹片）是中国军事医学科学院在总结 Coartem 的基础上，与公司合作开发的又一新型抗疟专利药品，ARCO 不仅具有 Coartem 同样的高效、安全、高治愈率等优势，比 Coartem 有一个更明显的优势是只需一次服药就能治愈疟疾。自 1997 年以来，ARCO 经历了 7 年的国际多中心临床研究证实了该药仅需一次口服即可治疗耐药的非复杂性疟疾，28 天的治愈率达 98-100%，因此，其在抗击疟疾的历史上树立了一个里程碑。

### （3）青蒿素系列产品国际化合作

20 世纪 80 年代，公司与上海药物研究所等科研单位合作，以蒿甲醚为原料开发成功划时代的抗疟特效药—蒿甲醚注射液；自 1991 年起，公司就与法国罗纳-普朗克（后来并入赛诺菲-安万特公司）建立合作关系，生产蒿甲醚 Paluther 注射液；自 1994 年 9 月 20 日，公司与中信技术、军科院、诺华公司签署了复方蒿甲醚的国际协议；1995 年蒿甲醚注射液被列入了 WHO《基本药物目录》以及 WHO 和联合国的采购目录。

蒿甲醚为全世界治疗疟疾带来了新的希望和革命性进步，复方蒿甲醚 Coartem 开创了青蒿素药品降低抗药性风险的先河。在复方蒿甲醚项目中，公司为复方蒿甲醚提供蒿甲醚原料，生产该原料的车间通过了澳大利亚药监局（TGA）的 GMP 认证。由于 TGA 与欧盟签署了 ICH（人用药品注册技术要求国际协调会议）互认协议，蒿甲醚原料药同时可以在欧盟申请注册销售。

### （4）青蒿素系列产品国际化销售

1991 年 4 月，由中国军事医学科学院、昆明制药厂和中信技术公司与瑞士诺华公司签署了前期协议，确立了复方蒿甲醚的合作项目。1994 年，该项目正式启动。如今，公司已在美国等 68 个国家获得药品专利并注册，并在 40 多个国家上市销售。公司自 1993 年获得自营进出口权以来，一直积极拓展海外市场。1997 年 1 月，昆明制药在缅甸仰光设立了第一个驻外办事处。通过近 20 年的发展，公司在自主知识产权药品海外注册、海外代理销售、新品上市、自主推广方面拥有了丰富的经验和成熟的团队。公司在已经有 20 多年的海外营销经验，蒿甲醚系列产品已经在全 40 多个国家与注册销售，新型 ACT 复方抗疟药复方磷酸萘酚喹片已经在 10 多个国家注册与销售，公司的合作商覆盖亚非拉绝大部分的疟疾流行区域。

公司青蒿素系列产品具有较大的市场竞争力，蒿甲醚车间已经获得美国 FDA 认证。蒿甲醚原料药主要是供应给诺华公司，而蒿甲醚针剂、ARCO 等主要在海外销售，主要是非洲、东南亚、南美洲与太平洋岛国等，这些国家主要集中在热带地区，医疗卫生条件比较落后，疟疾发病率比较高。

国际上抗疟药市场主要通过公立市场与私立市场销售，公立市场需要通过世界卫生组织的 GMP 认证，目前公司在建设一个符合国际 GMP 水



平的抗疟药口服生产线，预计国际认证可以在 2010 年底完成。目前蒿甲醚针剂仅在私立市场销售，该市场容量很小，为私人自付费用，发展空间受限制。

目前，公司的抗疟原料药和制剂的比例相差不大，制剂的发展在国际市场上存在认证的壁垒，发展的道路上有困难，但是公司在努力发展制剂，因为制剂的利润率远高于原料药的利润率。预计 2010 年底，公司在建的国际 GMP 水平的抗疟药口服生产线完成后，公司的蒿甲醚针剂、ARCO 等产品出口量会得到较大的提升，而抗疟药制剂的利润率远比蒿甲醚原料药要高，因此估计该项目会极大的提升公司未来的盈利能力。

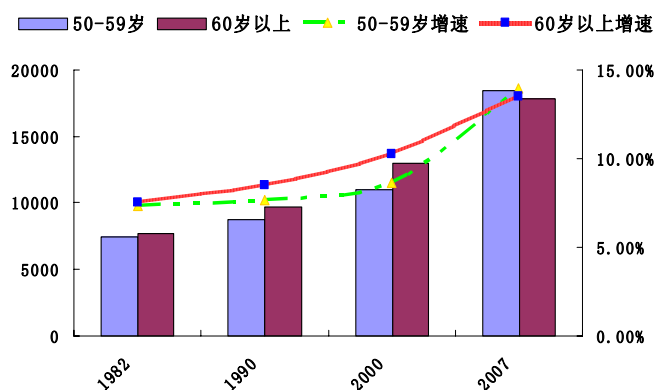
## 2. 公司抗心脑血管疾病药物——三七系列产品情况

### (1) 心脑血管疾病中成药用药市场前景可观

我国人口老龄化比较严重，50-59 岁、60 岁以上的人口比例分别由 1982 年的 7.35%、7.54% 上升到 2007 年的 13.94%、13.53%，其总数量分别达到 1.84 亿、1.79 亿。其中，60 岁以上的人口比例增速较为平缓，而 50-59 岁人口从 1982 年-2000 年增长较为缓慢，2000 年出现拐点，开始加速增长（图 15）。

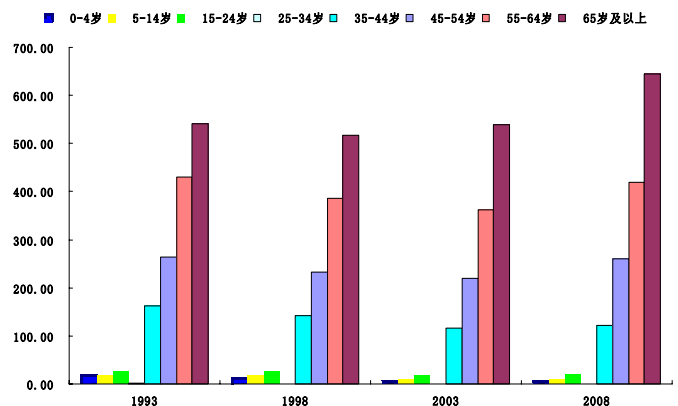
据卫生部的数据，我国慢性病在 0-4 岁、5-14 岁和 15-24 岁的年龄组发病率均很低，均低于 27%。而随着年龄的增长，慢性病的发病率不断上升，55-64 岁的慢性病发病率一直在 360% 以上，在 2008 年达到 419.94%；65 岁以上的慢性病发病率一直在 510% 以上，在 2008 年达到 645.44%（图 16）。

图15：我国人口老龄化趋势加速



资料来源：卫生部、齐鲁证券研究所

图16：调查地区居民慢性病患病率(%)



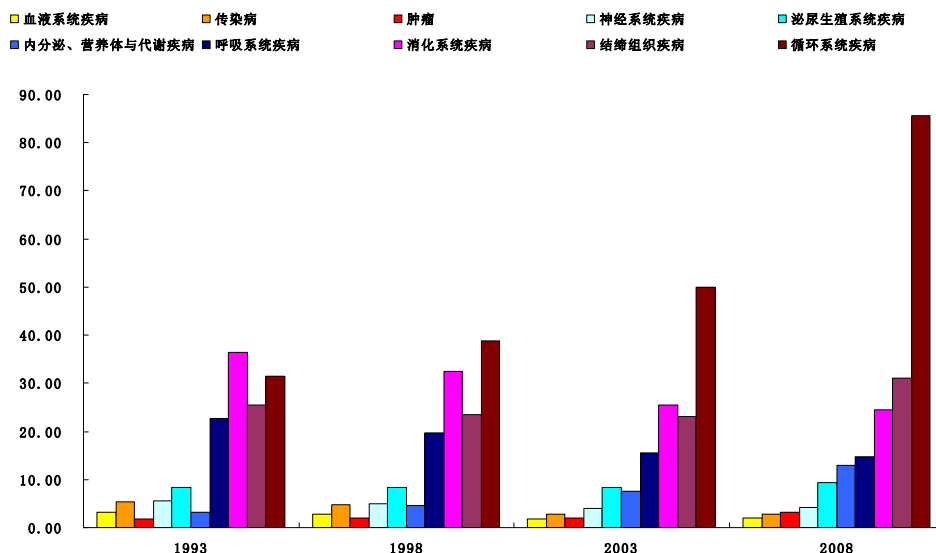
资料来源：卫生部、齐鲁证券研究所

慢性病的发病率排在第一位的是循环系统（心脑血管）疾病（图 17），而我国疾病导致的死亡率居第二、三位分别为心脏病、脑血管疾病，其合计（即心脑血管疾病）超出了第一位的恶性肿瘤（图 18），这正与 2008 年中药市场终端数据相吻合：2008 年，我国样本城市医院终端中药细分类别份额的第一位是心脑血管疾病用药（图 19），因此，我国人口老龄化的加剧将提高居民心脑血管疾病的发病率及其死亡率，这将会扩



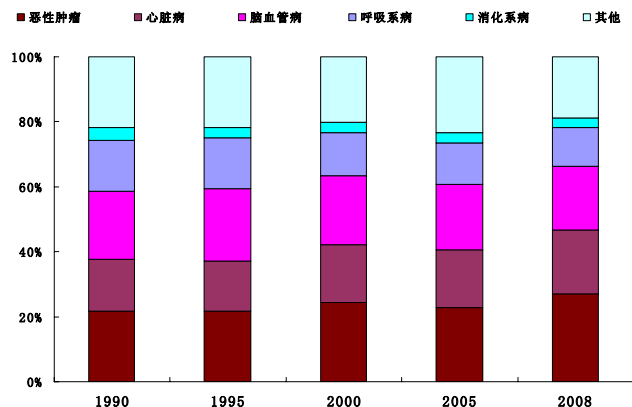
大心脑血管疾病用药的市场需求，而中药具有毒副作用小、价格实惠等优点，并且中药标本兼治、预防为主的治疗理念正符合人们的养生观念，故心脑血管的发病率及其死亡率的上升将成为公司产品血塞通发展市场扩展的一大动力。

图17: 调查地区居民疾病别慢性病患率(%)



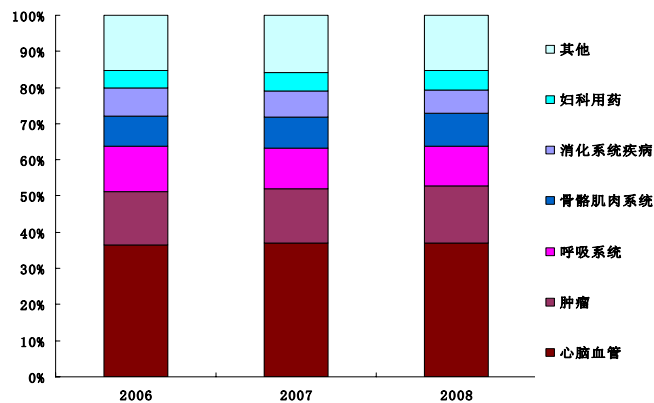
资料来源: 卫生部、齐鲁证券研究

图18: 城市居民主要疾病死亡率及其构成(%)



资料来源: 卫生部、齐鲁证券研究所

图19: 样本城市医院中药细分类别份额变化(%)



资料来源: 卫生部、齐鲁证券研究所

2005-2008年,我国心脑血管中成药的市场规模逐年平稳增长,2008年,约为276亿元,到2010年可能会突破370亿元(图20),而脑血管用药2008年占比为心脑血管中成药的37%(图21)。

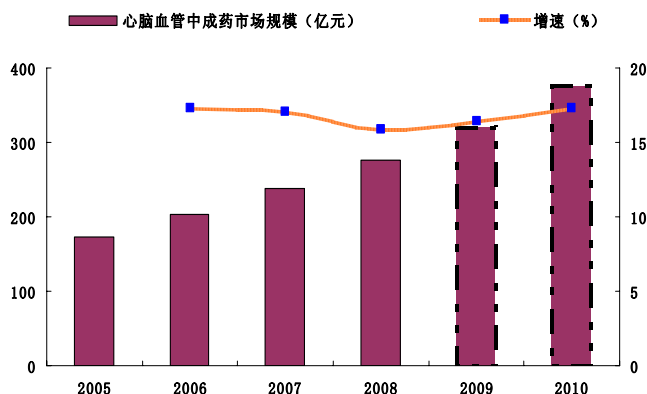
## (2) 三七药材

三七,是传统的名贵中药材(图22与图23),栽培历史已经有400多年的历史,主产于云南,尤以文山三七品质最为道地。三七药用价值极高,具有止血、活血散瘀、消肿止痛及滋补强壮的功效,历来享有“金



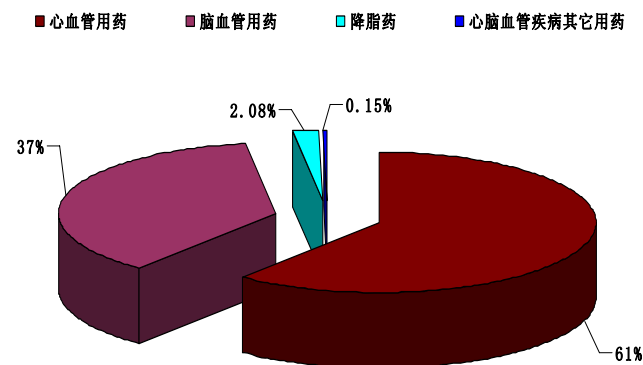
不换”、“参中之王”、“南国明珠”等美誉。

图20: 我国心脑血管中成药市场规模及发展趋势



资料来源: 齐鲁证券研究所

图21: 2008年心脑血管类中药构成



资料来源: 齐鲁证券研究所

图22: 三七植株



资料来源: 云南政府网、齐鲁证券研究所

图23: 三七药材



资料来源: 三七网、齐鲁证券研究所

近期三七价格上涨(图24与图25)对公司的生产成本影响较小,一方面,由于三七的适当贮存不会影响药材质量与药效,公司在往年历史价格较低位时有相应的三七购入储备;另一方面,公司内部通过开源节流、制造环节压缩费用来控制成本,因此总体来说对公司的影响不大,公司不会因为缺乏原材料而停产。

### (3) 三七系列产品

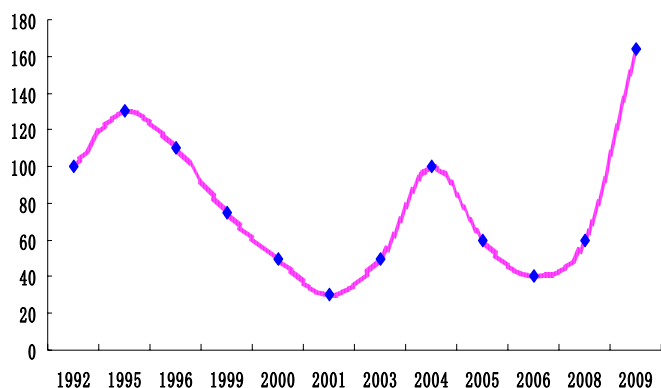
昆明牌血塞通注射液(原名三七总皂苷注射液)是公司与中国科学院昆明植物所等科研院所共同研发的重要成果,于1983年开始临床研究,于1985年首家投放市场,取“清通血管阻塞”之意1985年6月正式定名为血塞通注射液。其历经20多年来的临床应用,其品质已经获得临床医师的广泛认可。

1996年,公司首家将冷冻干燥技术应用于天然药物注射剂生产,开发出三七总皂苷冻干粉针——络泰(注射用血塞通),填补了国内天然植物药冻干粉针剂的空白。络泰销量不断增大,现有生产车间产能基本



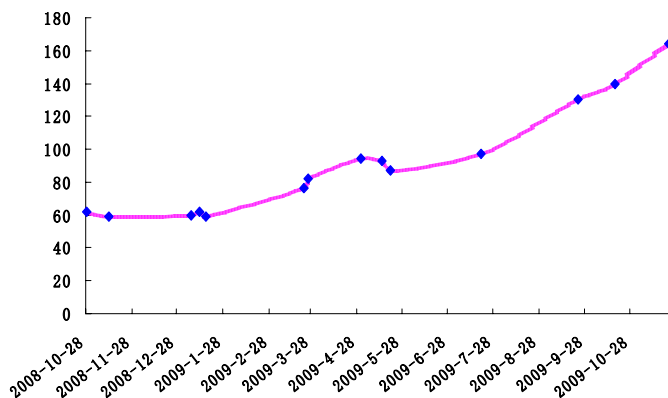
达饱和，为满足市场需求，公司计划扩建一条产量为 1,500 万瓶/年的冻干粉针剂生产线。公司目前在建设冻干粉针车间，预计 2011 年上半年可以投产，建成后产能增加 1500 万支（目前是 700-800 万支）。

图24：1992-2009年三七药材价格波动



资料来源：健康网、齐鲁证券研究所

图25：近期三七药材价格波动情况



资料来源：健康网、齐鲁证券研究所

血塞通注射液 1985 年首次投放市场，公司的内控标准及成为血塞通注射液的质量标准，之后的历次修订，均由公司提出并完成，目前此标准不仅是地方标准，而且已经成为国家标准。公司是国内唯一一家完成了对三七原药材、三七总皂苷中间体及其制剂进行指纹图谱研究的企业。现已应用于指纹图谱法（HPLC）进行中间体及成品人参皂苷含量测定。为确保产品品质，公司的内控标准均高于国家标准，真正做到标准领先。

公司持续的技术创新换来了一粒粒晶莹透亮的软胶囊，软胶囊的问世克服了三七皂苷口服制剂吸收差的缺点，真正方便患者的使用。公司 1996 年开始血塞通软胶囊的研发，2003 年 6 月获得血塞通软胶囊发明专利，2005 年 6 月正式走向市场，成为公司三七系列的新成员。

2003 年，公司收购了云南金泰得三七产业股份有限公司，该公司位于云南文山，拥有 GAP 要求的大规模三七种植基地。此举标志着公司整合三七产业资源优势迈出了实质性的一步。

2009 年公司的血塞通注射液与血塞通胶囊进入 2009 年版《国家基本药物目录》，随着医保的市场扩容效应，公司这两种产品销售有望放量增长。

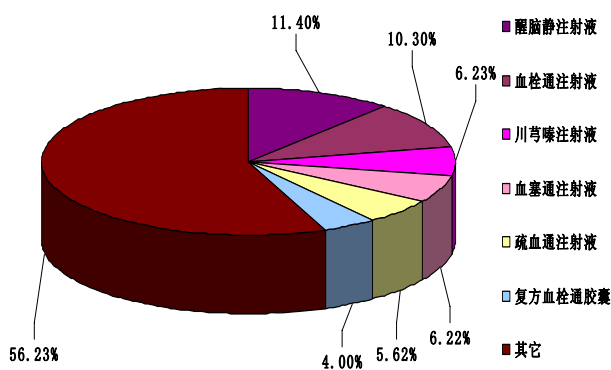
#### （4）公司三七系列产品市场份额

血塞通注射液 2008 年占整个脑血管中成药市场份额的 10.73%，而复方血塞通胶囊占比为 4%（图 26）；公司的血塞通注射液在众多的生产厂家中一直排名第二，2006-2008 年其份额下降，主要原因是吉林东北虎药业与湖北清大康迪药业的份额在扩大，尤其是后者在 2008 年份额扩增的极快（图 27）。

在国际推广具有我国特色的植物体上，近年也有很大的发展，2008 年 3 月公司的络泰一注射用血塞通（冻干）在越南获得注册许可，并得到良好评价。

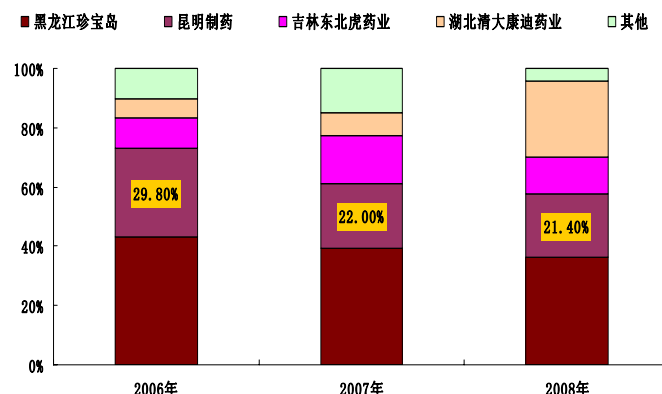


图26: 样本医院2008年脑血管中成药用药份额



资料来源: 齐鲁证券研究所

图27: 血塞通注射液2006-2008 年竞争格局



资料来源: 齐鲁证券研究所

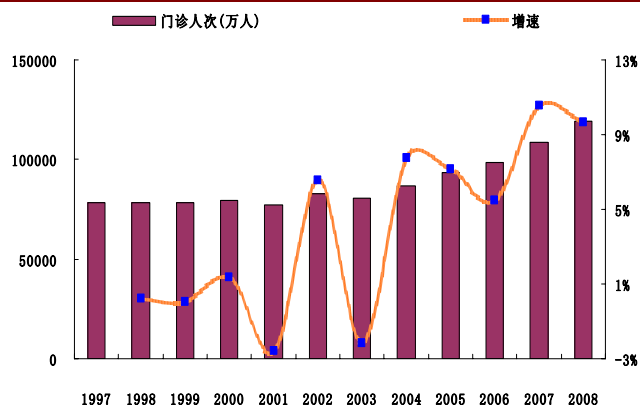
### 3. 公司抗眩晕疾病药物——天麻系列产品情况

#### (1) 眩晕症中成药用药市场前景广阔

眩晕是目眩与头晕的总称,医学上眼花、视物不清和昏暗发黑称之为眩,视物旋转,或如天旋地转不能站立则为晕,由于两者常同时并见,故称眩晕。现代医学将眩晕分为中枢性及周边性两大类,其中梅尼耳氏症及内耳前庭性眩晕属周边性眩,常伴随感觉及运动方面异常。

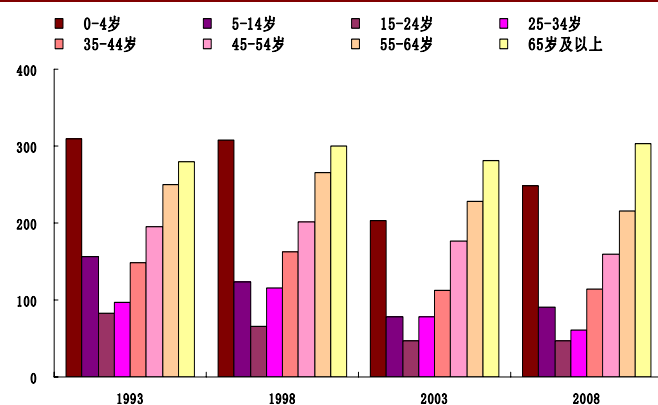
眩晕症是最常见的临床综合征,随着人口老龄化(图 15),眩晕症发病率日益增高,受到国内外医务界广泛重视。目前,眩晕排在门诊常见症状的第三位,其涉及多个学科,绝大多数人一生中均经历此症。眩晕症占内科门诊病人的 5%,占耳鼻喉科门诊的 15%。生活在家中的老人 50-60% 有眩晕症,占老年门诊的 81-91%;其中 65 岁以上老人眩晕发病率女性占 57%,男性占 39%。据统计,我国综合医院门诊人次从 2003 年开始逐年上升,2008 年已达 11.93 亿人次(图 28),而门诊中的大部分是中老年人,2008 年,55-64 岁占 216‰,65 岁及以上的占 302.9‰,合计占 518.9‰(图 29)。据此推测,每年老人门诊中眩晕症患者约为 2.89 亿人次。

图28: 综合医院门诊人次及其增速



资料来源: 卫生部、齐鲁证券研究所

图29: 调查地区年龄别居民两周就诊率(‰)



资料来源: 卫生部、齐鲁证券研究所



中药历来就具有毒副作用小、价格实惠等优点，并且中药标本兼治、预防为主的治疗理念正符合人们的养生观念，因此，眩晕症的中成药用药市场前景广阔。

## (2) 天麻系列产品

天麻是名贵的中药材，又名赤箭、定风草、独摇枝等，属于兰科多年生寄生植物（图 30 与 31），主产于云、贵、川、陕等地。研究表明，天麻中主要是天麻素及其苷元起镇静、安眠和镇静作用，且毒性极小。为保护野生天麻资源，公司与中科院昆明植物所对天麻进行深入的研究，通过经典糖苷合成工艺合成天麻素，后证实天然天麻素与合成天麻素所有理化参数、红外光谱、药理药效完全一致，从此开始了天麻素药用产业化生产推广。目前公司有天麻素片、天麻注射液、乙酰天麻素等产品。

天麻素片是最早上市的天麻素单体制剂，经过 20 多年的应用，已经为广大患者所熟知，是镇静、镇痛、安眠的良药，长期使用不会产生药物依赖，不会成瘾，因此安全性很好。

图 30: 天麻植株



资料来源：百度百科、齐鲁证券研究所

图 31: 天麻药材（天麻块茎）



资料来源：百度百科、齐鲁证券研究所

公司在对天麻素进行合成的过程中，对天麻素进行结构改造的衍生物乙酰天麻素镇静指数比天麻素强 1.77 倍。因其脂溶性大大提高，镇静指数更高，成为治疗神经衰弱及神经衰弱综合征的有效药物。公司近年推出天麻素胶囊，大大提高了天麻素口服吸收的效果，镇静、镇痛疗效得以明显改善。

公司的天眩清天麻注射液是国内唯一按 GCP 规范进行 I、II 期临床研究的天麻素注射液。2003-2004 年，公司在四川大学华西医院、重庆医科大学附属第一医院、第三军医大学附属西南医院进行天麻素注射液增加静脉给药途径治疗眩晕的 I、II 期临床试验，试验表明治疗眩晕疗效确切，有效率高达 90.6%。因此，天眩清成为国内首家被批准可以用于静脉给药的天麻素注射液。

公司目前打算将天麻素注射液打造成为国内治疗眩晕的第一品牌（在公司的 5 年发展计划中明确提出该目标）。



#### 4. 公司其他特色植物药

##### (1) 灯银脑通胶囊

彝医经典组方，渗透力最强的活血化瘀药组方，主要由灯盏花、银杏叶、满山香、三七等组成，主要起缺血保护、改善循环障碍、促进智力与抗脑衰的作用。

##### (2) 银芩胶囊

银芩是神奇的傣药，主治风热型感冒，公司把其改造为胶囊制剂，其组方为金银花、黄芩、鱼腥草与三七叶，主要药理作用为：①抗病毒、抗感染；②提高免疫力；③清热、止咳与化痰。

##### (3) 关维草乌甲素胶丸

关维草乌甲素胶丸主要药理作用为：①对症治疗骨关节炎及类风湿性关节炎；②缓解患者疼痛；③保护患者关节功能，延缓病情进展。

##### (4) 黄藤素片/注射液

黄藤素片/注射液具有清热解毒的功效，主要用于妇科炎症、菌痢、肠炎、呼吸道及泌尿道感染、外科感染、结膜感染等

##### (5) 七叶神安片

七叶神安片具有益气安神的功效，主要用于治疗心气不足所致的心悸、失眠等。

##### (6) 豆腐果苷片

豆腐果苷片具有镇静、镇痛的功效，能够缓解神经官能症的头痛、头昏及睡眠障碍。

##### (7) 秋水仙碱片

秋水仙碱片痛风性关节炎急性发作首选药，主要用于复发性痛风性关节炎的急性发作。

##### (8) 灯盏花素片

灯盏花素片具有活血化瘀、通络止痛的功效，主要用于中风后遗症、冠心病与心绞痛。

##### (9) 复方青蒿喷雾剂

复方青蒿喷雾剂具有清热解毒、化瘀止血、消肿止痛的作用，主要用于大肠湿热所致炎性外痔，血栓性外痔。

##### (10) 露水草胶囊

露水草胶囊具有滋阴清热、生津止渴的功效，主要用于治疗阴虚内热所致的消渴，II型糖尿病等。



### 三、子公司业务情况

#### 1. 中药行业子公司

##### (1) 子公司昆明中药厂产品情况

昆明中药厂有限公司创建于1956年，是云南省最早的中成药生产厂家。中国中成药重点生产企业50强。目前公司拥有片剂、丸剂、颗粒剂、胶囊剂、散剂5个剂型114个品种。进入国家基本药物目录的品种有57个，国家OTC目录药品77个，国家基本医疗报销药品39个，国家中药保护品种14个，其中，10个国家中药保护品种为公司的独家保护品种。公司产品涵盖了呼吸系统、胃肠道、精神科与妇科等疾病领域，主要产品有：止咳丸、清肺化痰丸、舒肝颗粒、癲痛宁片、参苓健脾颗粒、感冒消炎片等，其中，止咳丸、舒肝颗粒、感冒消炎片等10个品种不仅是国家中药保护品种，而且是公司的独家保护品种，单品种市场销量上千万。止咳丸、舒肝颗粒与清肺化痰丸还被评为“云南名牌”产品。

##### (2) 子公司云南金泰得三七产业股份有限公司产品情况

云南金泰得三七产业股份有限公司地处中国三七的主要产地——云南文山州境内，是云南省较早开发和利用三七资源进行药品枢纽工程与研发及销售的企业之一，其中“双富”牌三七总皂苷系列产品在同类产品中拥有较高的市场占有率，为公司主导拳头产品，血塞通片在国内最早上市；先后荣获国家级新产品、云南省名牌产品和国家中药保护品种等荣誉证书，并通过农业部全面质量管理达标验收。公司具有整体通过国家药监局GMP认证和原料生产车间，年生产片剂能力10亿片，三七总皂苷原料生产能力目前国内最大。

文山是我国三七道地药材的产地，三七种植面积和产量均占全国的90%以上，并受原产地域保护，其主要原料三七剪口在本地文山州内采购，公司对三七总皂苷原料自行生产加工，其他原辅材料国内采购。三七与韩国高丽参、美国西洋参、吉林人参为同科植物，具有相同或相似的功效，并且三七所含的皂苷有效成分远高于人参，参照人参的发展规模，三七产业发展潜力巨大。金泰得致力于发展三七产业。

##### (3) 西双版纳版纳药业有限公司产品情况

西双版纳版纳药业有限公司位于西双版纳州景洪市江北，是通过国家GMP认证的现代化傣药科研、生产企业，是目前中国傣药的唯一生产基地，拥有国药准字药品文号39个，其中5个为著名独家傣药。

上市的傣药主要有：治疗乙肝的疗效药“珠子肝泰胶囊”（傣名：雅叫安），是目前国内中成药中治疗乙型肝炎疗效最好的品种之一。治疗肾病和尿路感染、尿结石、清洗肾脏毒素的“肾茶袋泡茶”（傣名：雅儒渺），是目前唯一被国家药监局批准为国药准字的袋泡茶剂，深受消费者的欢迎，是肾病和泌尿系统患者的理想选择。治疗发热、心慌头晕、腹脘满闷、呕吐作痛，全身酸痛、烦躁不眠、虚弱乏力等症的“双



姜胃痛丸”（傣名：雅叫帕中补），取自流传于民间的药方，疗效显著，为傣药必备药，在东南亚被传为“亚洲宝丸”。以治疗痛风及抗肿瘤的版纳牌“秋水仙碱片”，为甲类医保药，在全国市场有口皆碑。

此外，颇受市场消费者欢迎的“一枝蒿伤祛湿痛”，活血止痛之功效是治疗风湿关节痛、劳损肌肉痛、软组织扭伤较为理想的外用药品。

公司欲打造一傣药为基础的天然药物生产基地，成为昆明制药发展天然植物药的一个重要组成部分；为顾客提供与众不同的以傣医药为创新源泉的天然绿色药物，为股东创造长远的价值。

## 2. 化学制药行业子公司——贝壳诺顿

昆明贝壳诺顿制药有限公司（KBN）成立于1992年10月，是由昆明制药与国际著名的多元化跨国集团美国爱华克斯集团（ASE: IVAX）合资兴建的云南省医药行业第一家中外合资企业，连续10年被评为云南省先进的外商投资企业。2005年，以色列梯瓦（TEVA）制药工业有限公司通过收购IVAX成为昆明贝壳诺顿的外方股东。

公司定位于高端产品，在国内抗生素领域和骨关节领域享有专业品牌知名度，主要产品有：阿莫西林系列、头孢克洛系列、阿法迪三、阿尔治、斯耐普系列、利巴韦林喷雾剂等。其中，从以色列TEVA公司引进的阿法迪三是目前国内应用最广泛的活性维生素D3，是预防和治疗骨质疏松症、肾性骨病的理想药物；从日本SKK公司引进的阿尔治，也是目前国际上治疗退行性骨关节炎的一线用药；从IVAX引进的利巴韦林喷雾剂，该产品在欧美市场有很好的销售和品牌知名度。以上这些产品合计为贡献90%以上的销售收入，预计2009年KBN的销售收入为3亿，将为公司贡献净利润约为1400万。

公司还在充分利用国际背景和市场网络优势，与以色列、德国、法国、日本等世界著名制药公司在骨质疏松、免疫系统、植物药和OTC领域开展了广泛的合作，不断引进和代理国际知名品牌的药品，将国际高端产品推介到中国市场。

目前中以双方股东希望共同对贝壳诺顿增加资金投入，一方面从市场上引进品种，另一方面从TEVA引进品种，未来KBN有望扩大产品系列，其产品继续定位于高端市场，将为公司贡献更多的利润。

## 3. 医药商业行业子公司

昆明制药集团医药商业有限公司成立于2005年2月，经营中成药、化学药制剂、抗生素、医用卫生用品等八大类近5000个品种。公司采取以低价格、优质服务、快速流通俗称“快批”的运作模式，以占医药流通近一半份额的中小医药公司、中心药店和门诊为目标客户群，形成了以现款交易为主，大进大出、快进快出、低成本、高效率为特点的新模式，为昆明制药集团搭建了自己的医药商业流通平台，形成了良好的工



商互动局面。

## 四、公司财务分析

### 1. 公司季度分析

公司 2009 年前 3 季度实现营业收入 103599.10 万元，同比增长 109.52%；实现营业利润 4996.32 万元，同比增长 167.46%；实现净利润 4412.95 万元，同比增长 179.05%；实现每股收益 0.13 元；全面摊薄 ROE 为 6.32%，同比增长 2.657%，实现了较快速增长（表 1）。公司产品在秋冬季为销售旺季，因此第四季度的订单数超越过前三季度的单季度平均数，有望实现 2009 年全年业绩快速的增长。

前三季度公司三项期间费用率同比降低 2.0%；销售费用率同比下降了 0.61%；管理费率先同比下降 0.58%；财务费用率同比亦下降 0.81%。

**表 1: 公司季度分析**

| 项目（万元）     | 2008      | 07-3Q    | 07-4Q    | 08-1Q    | 08-2Q    | 08-3Q    | 08-4Q    | 09-1Q    | 09-2Q    | 09-3Q    |
|------------|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 主营业务收入     | 131093.13 | 34109.61 | 38186.91 | 28838.39 | 35938.02 | 29821.52 | 36495.20 | 29709.15 | 35898.50 | 37991.45 |
| 增长率%（同比）   | 1.60%     | 53.66%   | 14.23%   | 14.19%   | 14.18%   | -12.57%  | -4.43%   | 3.02%    | -0.11%   | 27.40%   |
| 增长率%（环比）   |           | 8.37%    | 11.95%   | -24.48%  | 24.62%   | -17.02%  | 22.38%   | -18.59%  | 20.83%   | 5.83%    |
| 毛利率（%）     | 34.57%    | 30.14%   | 35.00%   | 37.32%   | 33.35%   | 30.47%   | 36.93%   | 33.38%   | 33.27%   | 35.11%   |
| 主营毛利       | 3.99      | 10281.49 | 13364.49 | 10763.42 | 11984.29 | 9087.33  | 13478.39 | 9918.13  | 11943.00 | 13337.02 |
| 增长率%（同比）   | 0.92%     | 34.99%   | 49.77%   | 25.41%   | 8.18%    | -11.61%  | 0.85%    | -7.85%   | -0.34%   | 46.77%   |
| 增长率（环比）    |           | -7.19%   | 29.99%   | -19.46%  | 11.34%   | -24.17%  | 48.32%   | -26.41%  | 20.42%   | 11.67%   |
| 销售费用       | 27520.64  | 6682.76  | 7564.39  | 7259.37  | 7400.00  | 5534.42  | 7326.86  | 6830.59  | 6911.10  | 7696.96  |
| 销售费用/收入（%） | 20.99%    | 19.59%   | 19.81%   | 25.17%   | 20.59%   | 18.56%   | 20.08%   | 22.99%   | 19.25%   | 20.26%   |
| 管理费用       | 9746.31   | 2644.78  | 1998.93  | 2003.35  | 2082.53  | 2161.85  | 3498.58  | 2051.20  | 1952.36  | 2239.78  |
| 管理费用/收入（%） | 7.43%     | 7.75%    | 5.23%    | 6.95%    | 5.79%    | 7.25%    | 9.59%    | 6.90%    | 5.44%    | 5.90%    |
| 财务费用       | 1901.59   | 585.10   | 501.98   | 520.70   | 508.82   | 500.84   | 371.24   | 307.48   | 288.58   | 241.01   |
| 期间费用率（%）   | 29.88%    | 29.06%   | 26.36%   | 33.92%   | 27.80%   | 27.49%   | 30.68%   | 30.93%   | 25.49%   | 26.79%   |
| 营业利润       | 3854.86   | 192.47   | 1292.74  | 691.98   | 1609.89  | 681.67   | 871.32   | 571.01   | 1832.96  | 2592.36  |
| 增长率%（同比）   | 23.99%    | -60.93%  | 183.66%  | 16.43%   | 56.39%   | 254.18%  | -32.60%  | -17.48%  | 13.86%   | 280.29%  |



|          |         |         |          |         |         |         |         |         |         |         |
|----------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 增长率%（环比） |         | -81.30% | 571.67%  | -46.47% | 132.65% | -57.66% | 27.82%  | -34.47% | 221.01% | 41.43%  |
| 利润总额     | 4297.54 | 190.69  | 1771.33  | 721.70  | 1571.69 | 507.43  | 1496.73 | 696.54  | 2002.51 | 2576.16 |
| 增长率%（同比） | 18.77%  | -46.57% | 716.50%  | 23.43%  | 46.66%  | 166.10% | -15.50% | -3.49%  | 27.41%  | 407.69% |
| 增长率%（环比） |         | -82.21% | 828.89%  | -59.26% | 117.78% | -67.71% | 194.96% | -53.46% | 187.49% | 28.65%  |
| 净利润      | 3620.66 | 129.02  | 1598.33  | 612.59  | 1369.30 | 482.70  | 1156.07 | 654.71  | 1664.26 | 2093.98 |
| 增长率%（同比） | 16.98%  | -55.55% | -289.63% | 38.28%  | 48.06%  | 274.12% | -27.67% | 6.88%   | 21.54%  | 374.09% |
| 增长率%（环比） |         | -86.05% | 1138.81% | -61.67% | 123.53% | -64.75% | 139.50% | -43.37% | 154.20% | 37.51%  |
| EPS（元）   | 0.10    | 0.01    | 0.05     | 0.02    | 0.04    | 0.01    | 0.03    | 0.02    | 0.05    | 0.07    |

资料来源：公司报告、齐鲁证券研究所

因为公司的三项期间费用率下降，费用控制能力提高，而销售实现快速增长，故公司的盈利能力增强（表1）。

由于全年公司全面加强各项管理工作，努力实现营销突破，营销模式改革逐步推进，产品学术推广力度加强，络泰 200mg、天眩清针剂等特色产品市场销售获得较大增长，2009 年上半年，络泰 200mg 增长 124%，天眩清针剂增长 91%，塞通软胶囊增长 116%，灯银脑通同比增长 220%；蒿甲醚针剂去比年同期增长 37%；全面推进 ERP 管理系统，成本费用的控制，因此，公司整体盈利能力获得提升。

## 2. 公司获利能力提高

### （1）公司的盈利能力加强

公司的销售净利率与权益净利率（ROE）经历了从 2005 年相对高位下降到 2006 年的谷底，之后，从 2006-2009 年（2009.3Q）一直保持逐年稳定增长的态势，2009 年前三季度分别达到自 2005 年以来的最大值 4.45% 与 6.52%；而销售毛利率从 2005 年-2007 年一直稳步上升，2008 年达到 2005 年以来的峰值，2009 年前三季度略有下降，但仍然维持 34% 左右的水平（图 32）。公司的权益净利率提高主要驱动因素的销售净利率的提高（图 33）。

### （2）公司的期间费用控制能力提高

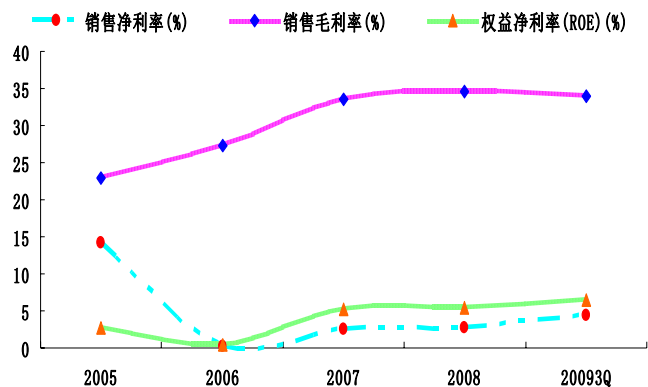
公司的销售费用从 2005-2007 年先下降后上升，主要原因是公司加大营销的投入，之后，从 2007-2009 年，销售费用维持在 20-21% 的范围内波动；管理费用从 2005-2009 年总体趋势是下降的，财务费用是先小幅度上升，再略微下降（图 34）。



### (3) 公司的收益质量提高

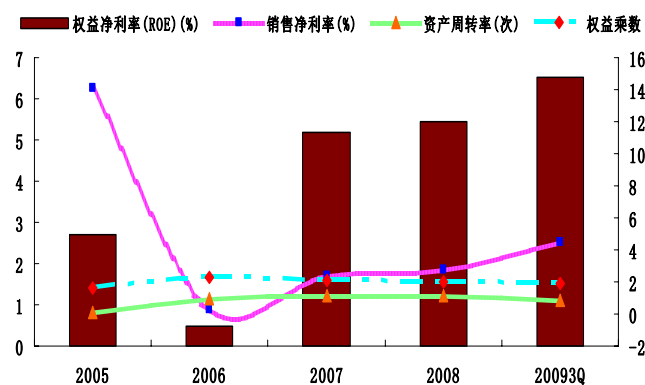
2007-20093Q 公司的经营收益占比逐渐提高, 价值变动收益与营业外收益减少, 因此, 总体的收益质量从 2007 年开始是逐步提高的 (图 35)。

图32: 公司盈利能力分析



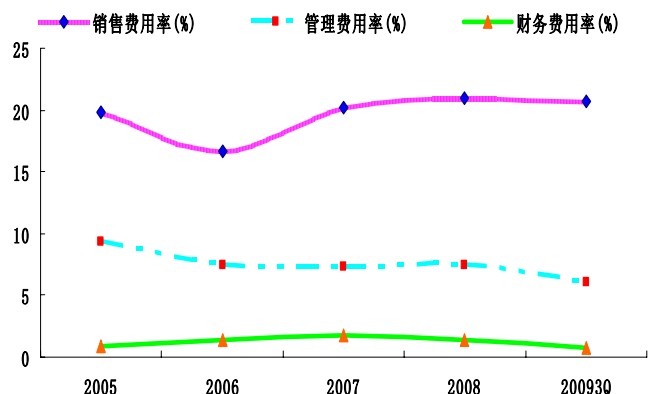
资料来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图33: 公司盈利能力杜邦指标分析



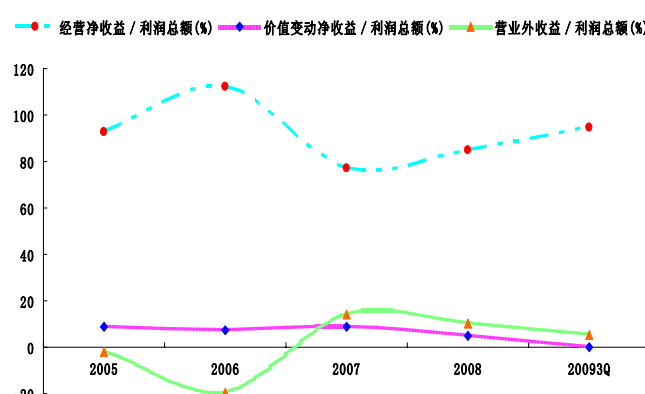
资料来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图34: 公司期间费用率分析



资料来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

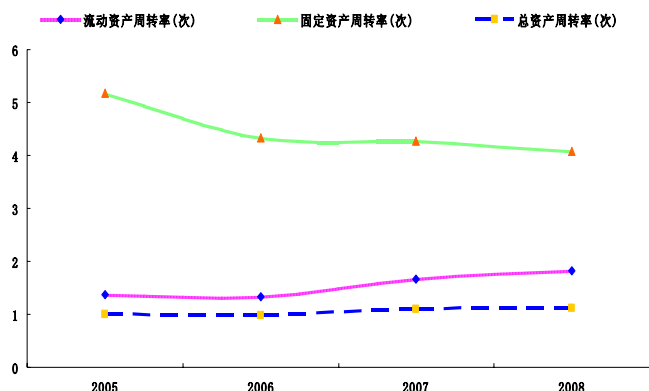
图35: 公司盈利质量分析



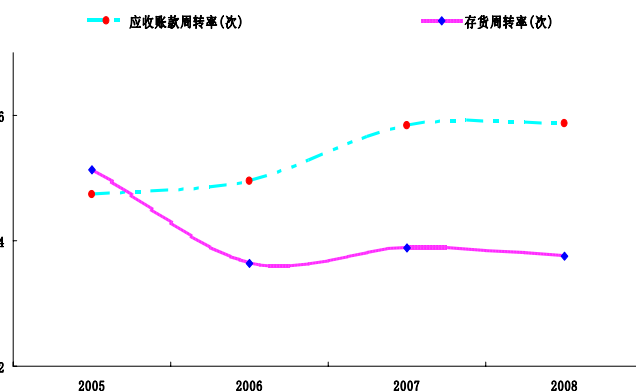
资料来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

## 3. 公司营运能力提高

公司的营运能力提高。2005—2008 年公司的固定资产周转率虽然下降, 但是流动资产周转率上升, 带动总资产周转率上升 (图 36)。而流动资产中的应收账款与存货周转率从 2006 年—2007 年上升, 2007—2008 年基本维持在恒定的水平 (图 37)。


**图36: 公司营运能力分析**


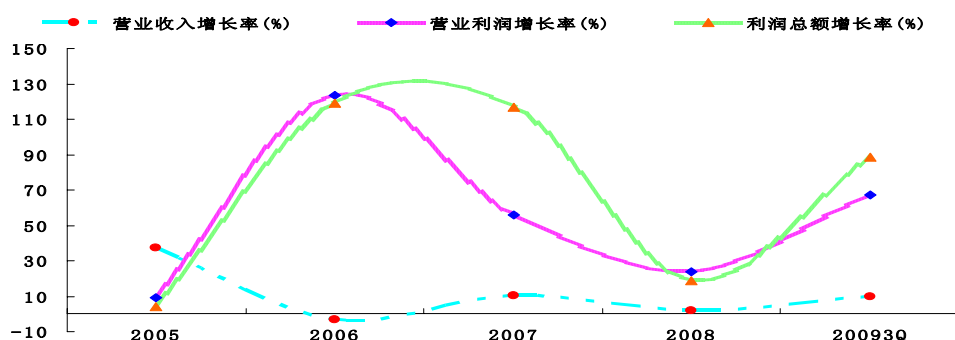
资料来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

**图37: 公司流动资产营运能力分析**


资料来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

## 4. 公司成长能力较好

公司的成长性较好。公司营业收入增长率除了 2006 年为负值, 其余年份均为正值, 2008 年主要是因为金融海啸引发抗疟药出口受阻, 导致营业收入增长率仅为 1.6%, 2009 年前三季度的营业收入增长率为 9.52%; 由于 2006 年以后公司的成本费用率控制得较好, 因此, 营业利润与利润总额的增长率远高于营业收入的增长率, 营业利润增长率最大值为 123.7%, 最小值也达 23.99%, 而营业总利润增长率最大值为 118.88%, 最小值也能达到 18.77%; 2009 年前三季度营业利润增长率与营业总利润增长率分别为 67.46%、88.35%。

**图38: 公司成长能力分析**


资料来源: 卫生部、齐鲁证券研究

预计 2009 年公司能达到股权激励的触发条件, 未来也极有希望实现该目标, 这将极大的提高高管层的积极性, 为公司未来的高速增长打下基础。公司股权激励的触发条件中的毛利率指的是工业毛利率, 不包括医药商业的毛利率, 因为医药流通业务的毛利率很低, 在 3-4%之间, 公司的工业毛利率能达到 49%-50%这个指标。公司将采取大品种战略, 改善营销管理, 通过营销突破来实现净利润每年 50%的增长。同时, 公司也采取了中高级管理层的激励机制来提高其积极性。目前的股权激励计划是



小激励，分层面的激励，除了公司高管外，公司内部还可以根据公司的经营业绩对不同级层的管理人员进行激励，目前公司在制定中层管理人员的年基金计划，主要针对公司的其他管理、技术或业务人员。

## 五、盈利预测与估值

### 1. 公司主营业务收入增长率预测

表 2：公司分产品收入增长率预测

| 项目（单位：万元）      | 2008A     | 2009E     | 2010E     | 2011E     |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>天然植物药收入</b> | 55968.04  | 63500.81  | 81544.73  | 103595.83 |
| 增速             | -17.66%   | 13.46%    | 28.42%    | 27.04%    |
| 青蒿素系列          | 15400.01  | 12936.01  | 14876.41  | 16364.05  |
| 增速             |           | -16.00%   | 15.00%    | 10.00%    |
| 三七系列           | 15000.00  | 19740.00  | 27394.80  | 38350.78  |
| 增速             |           | 31.60%    | 38.78%    | 39.99%    |
| 血塞通胶囊          | 1000.00   | 2000.00   | 3600.00   | 6120.00   |
| 增速             |           | 100.00%   | 80.00%    | 70.00%    |
| 血塞通水针          | 4000.00   | 4040.00   | 4524.80   | 4977.28   |
| 增速             |           | 1.00%     | 12.00%    | 10.00%    |
| 络泰             | 3000.00   | 6000.00   | 10800.00  | 18360.00  |
| 增速             |           | 100.00%   | 80.00%    | 70.00%    |
| 其他三七产品         | 7000.00   | 7700.00   | 8470.00   | 8893.50   |
| 增速             |           | 10.00%    | 10.00%    | 5.00%     |
| 天麻系列           | 4500.00   | 7650.00   | 12622.50  | 19564.88  |
| 增速             |           | 70.00%    | 65.00%    | 55.00%    |
| 其他植物药          | 21068.00  | 23174.80  | 26651.02  | 29316.12  |
| 增速             |           | 10.00%    | 15.00%    | 10.00%    |
| <b>化学药收入</b>   | 28130.00  | 31261.30  | 35895.44  | 42381.27  |
| 增速             | 27.08%    | 11.13%    | 14.82%    | 18.07%    |
| 阿莫西林           | 9000.00   | 9090.00   | 9999.00   | 10998.90  |
| 增速             |           | 1.00%     | 10.00%    | 10.00%    |
| 阿法迪三           | 7500.00   | 9000.00   | 10800.00  | 13500.00  |
| 增速             |           | 20.00%    | 20.00%    | 25.00%    |
| 阿尔治            | 7500.00   | 9000.00   | 10800.00  | 13500.00  |
| 增速             |           | 20.00%    | 20.00%    | 25.00%    |
| 其它             | 4130.00   | 4171.30   | 4296.44   | 4382.37   |
| 增速             |           | 1.00%     | 3.00%     | 2.00%     |
| <b>外购商品收入</b>  | 49633.70  | 51619.05  | 56780.95  | 65298.10  |
| 增速             | 22.42%    | 4.00%     | 10.00%    | 15.00%    |
| <b>营业总收入</b>   | 131093.13 | 146381.16 | 174221.12 | 211275.19 |
| 增速             | 1.60%     | 11.66%    | 19.02%    | 21.27%    |

资料来源：公司报告、齐鲁证券研究所





## 2. 公司销售毛利率与期间费用率预测

表 3: 公司销售毛利率与期间费用率预测

|              | 2008   | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>销售毛利率</b> | 34.57% | 33.92% | 33.92% | 34.57% |
| 天然植物药毛利率     | 58.79% | 59.82% | 60.20% | 60.80% |
| 外购商品毛利率      | 2.57%  | 2.38%  | 2.43%  | 2.48%  |
| 化学合成药毛利率     | 39.19% | 32.81% | 34.00% | 36.00% |
| <b>期间费用率</b> | 29.88% | 27.53% | 26.46% | 26.46% |
| 销售费用率        | 20.99% | 20.69% | 19.63% | 19.63% |
| 管理费用率        | 7.43%  | 6.03%  | 6.03%  | 6.03%  |
| 财务费用率        | 1.45%  | 0.81%  | 0.81%  | 0.81%  |

资料来源：公司报告、齐鲁证券研究所

## 3. 公司盈利预测与投资建议

### (1) 公司盈利预测

根据以上的假设,我们对公司的业绩进行测算,预计 2009 年——2011 年的营业收入分别为 146381.16、174221.12 与 211275.19 , 每股收益分别为 0.19 元、0.29 元和 0.46 元,对应的动态 PE 分别为 59.73 倍、39.13 倍和 24.67 倍。

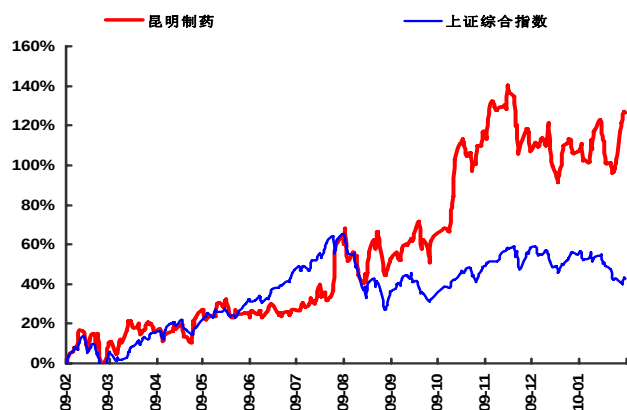
### (2) 投资建议

公司股价从 2009 年 8 月 18 日开始跑赢大盘,在全球经济下滑与大盘疲软、下跌过程中表现出较好的防御性(图 39)。首先,按照预计的公司 2009 年的每股收益计算,公司目前的 PE 为 59.73,高于全部 A 股,也高于医药板块的整体估值,但是公司的业绩成长性较好,假如按照预测的 2010 年的每股收益计算,公司的 PE 仅为 39.14,高于全部 A 股(24.26),但低于医药板块的整体估值(40.58)(图 40);再者,结合我们金融工程的研究成果(《行业估值系列之一——行业估值指标探索》,2009.12.17),医药行业的估值使用 PEG 指标最为恰当,虽然公司的 PE 估值高于中药行业的龙头企业,但是由于公司的净利润增长性好,PEG 指标反而低于行业的龙头企业(图 41 与 42),因此,公司的估值仍然是合理的。

鉴于公司的成长性较好,认为公司具备积极的投资价值,维持公司“推荐”的投资评级。

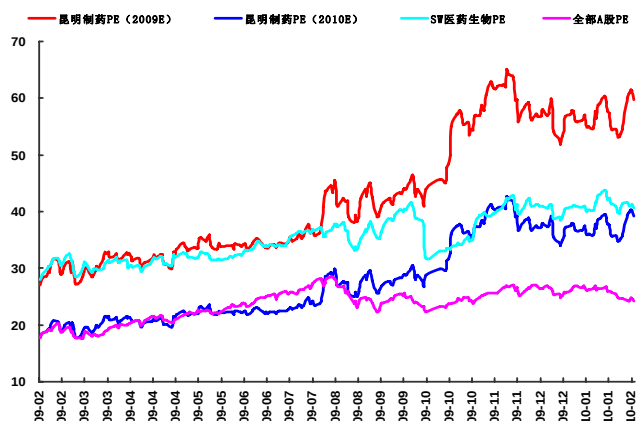


图39：公司股价近一年的市场走势



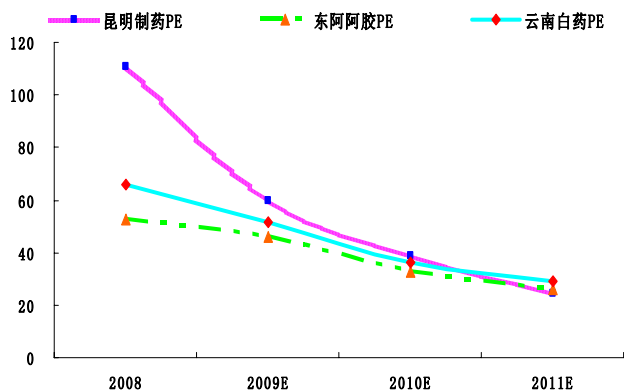
资料来源：公司公告、齐鲁证券研究所

图40：公司股票近一年的PE估值分析



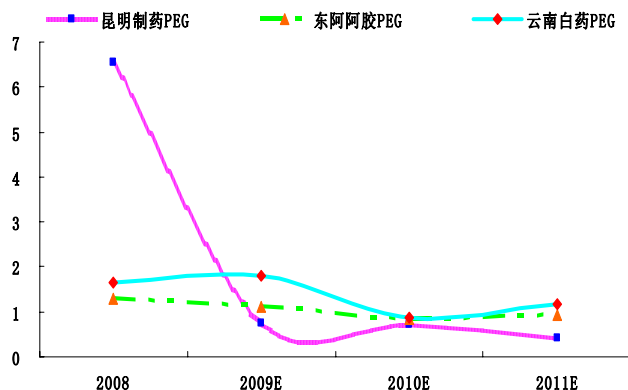
资料来源：公司公告、齐鲁证券研究所

图41：昆明制药与可比公司PE估值情况



资料来源：公司公告、齐鲁证券研究所

图42：昆明制药与可比公司的PEG估值情况



资料来源：公司公告、齐鲁证券研究所

## 六、风险提示

### 1. 政策风险

由于国家对中药注射剂管控加强，公司经营风险加剧；公司的血塞通胶囊与注射液虽然进入《2009 年版国家基本药物》，但是同类的竞争产品较多，并且同时面临药品定价与不同省份招标的问题，因此存在一定的不确定性。公司将加强生产与运营管理，努力开拓市场，以增强公司产品的竞争力。

### 2. 经营风险

公司销售规模增长不快，目前低于行业平均增长；ARCO 销售明显下降，既往仅靠援外，自主销售能力不足；海外市场价格竞争加剧，产品





销售渠道狭窄、单一，仅在私立市场；公司主导产品 2ml 血塞通销售下滑，缺乏有效措施；内部人才培养机制不健全，人才梯队断层等问题是当前困扰公司快速发展的障碍。

公司将聘请中介公司，完成营销整体战略、组织架构、销售模式、老产品新、上市方案的调整和制定，实现营销的突破性进展；公司将开始全面推进“金枪鱼”计划（后备优秀人才培养计划）；从供应商管理、生产、售后服务等全过程进一步严格质量管理，防范风险。


**附表：公司盈利预测与估值**

| 资产负债表 (万元)         | 2008             | 2009E            | 2010E            | 2011E             | 利润表 (万元)          | 2008            | 2009E           | 2010E           | 2011E           |
|--------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金               | 255199.26        | 351458.14        | 442836.26        | 531404.51         | 营业收入              | 131093.13       | 141590.15       | 178403.19       | 214084.23       |
| 应收账款               | 16128.49         | 54049.86         | 68102.68         | 81723.36          | 营业成本              | 85779.71        | 93563.62        | 117889.89       | 140084.25       |
| 存货净额               | 130163.72        | 213656.60        | 269206.71        | 323048.65         | 营业毛利              | 749.03          | 708.70          | 842.54          | 1011.05         |
| 其他流动资产             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00              | 营业税金及附加           | 27520.64        | 29300.46        | 35018.59        | 42022.39        |
| <b>流动资产合计</b>      | <b>448843.51</b> | <b>648678.03</b> | <b>817332.48</b> | <b>980800.81</b>  | 销售费用              | 9746.31         | 8532.84         | 10751.36        | 12901.65        |
| 固定资产               | 23882.58         | 30616.65         | 38576.90         | 46292.36          | 管理费用              | 1901.59         | 1144.04         | 1441.49         | 1729.79         |
| 无形资产及其他            | 7171.56          | 53280.36         | 67133.10         | 80559.88          | 财务费用              | 201.99          | 0.00            | 0.00            | 828.82          |
| 投资性房地产             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00              | 投资收益              | 1742.97         | 1591.17         | 1300.00         | 0.00            |
| 长期股权投资             | 3633.69          | 4979.02          | 6273.55          | 7528.27           | 资产减值损失            | 0               | 0               | 0               | 0               |
| <b>资产总计</b>        | <b>493716.96</b> | <b>662573.03</b> | <b>834840.15</b> | <b>1001810.05</b> | 公允价值变动损益          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 短期借款及交易性金融         | 2140.00          | 1336.60          | 1684.12          | 2020.94           | 其他收入              | 3854.86         | 6749.33         | 11159.32        | 17163.91        |
| 负债                 |                  |                  |                  |                   | <b>营业利润</b>       | <b>442.68</b>   | <b>411.23</b>   | <b>518.15</b>   | <b>874.57</b>   |
| 应付款项               | 104298.39        | 165908.28        | 209043.97        | 250853.23         | 营业外收入             | 4297.54         | 7160.57         | 11677.48        | 18038.49        |
| 其他流动负债             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00              | 营业外支出             | 676.89          | 906.46          | 1478.26         | 2164.62         |
| <b>流动负债合计</b>      | <b>172852.73</b> | <b>257243.08</b> | <b>324125.56</b> | <b>388951.39</b>  | <b>利润总额</b>       | <b>408.85</b>   | <b>459.07</b>   | <b>748.65</b>   | <b>1165.19</b>  |
| 长期借款及债券            | 668.49           | 783.77           | 987.55           | 1185.07           | 所得税费用             | 3211.80         | 5795.04         | 9450.57         | 14708.68        |
| 其他长期负责             | 1000.17          | 961.62           | 1211.64          | 1453.97           | <b>净利润</b>        | <b>3620.66</b>  | <b>6465.73</b>  | <b>9933.51</b>  | <b>15675.15</b> |
| <b>长期负债合计</b>      | <b>2200.59</b>   | <b>2325.15</b>   | <b>2929.69</b>   | <b>3515.63</b>    | 少数股东权益            | 408.85          | 474.60          | 729.15          | 1150.60         |
| <b>负债合计</b>        | <b>175053.31</b> | <b>259568.23</b> | <b>327055.24</b> | <b>392467.02</b>  | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>3211.80</b>  | <b>5991.12</b>  | <b>9204.37</b>  | <b>14524.55</b> |
| 少数股东权益             | 4939.17          | 6107.01          | 7694.82          | 9233.80           | <b>现金流量表 (万元)</b> | <b>2008</b>     | <b>2009E</b>    | <b>2010E</b>    | <b>2011E</b>    |
| 股东权益               | 318663.64        | 403004.80        | 507784.90        | 609343.02         | <b>净利润</b>        | <b>3620.66</b>  | <b>6254.10</b>  | <b>10199.22</b> | <b>15873.87</b> |
| <b>负债和股东权益总计</b>   | <b>493716.96</b> | <b>662573.03</b> | <b>834840.15</b> | <b>1001810.05</b> | 资产减值准备            | 1742.97         | 1591.17         | 1300.00         | 0.00            |
| <b>关键财务指标 (万元)</b> | <b>2008</b>      | <b>2009E</b>     | <b>2010E</b>     | <b>2011E</b>      | 折旧摊销              | 3386.52         | 3472.89         | 3561.47         | 3652.30         |
| 每股收益               | 0.10             | 0.19             | 0.29             | 0.46              | 公允价值变动净损益         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 每股净资产              | 10.14            | 13.26            | 15.78            | 19.14             | 财务费用              | 1957.75         | 1144.04         | 1441.49         | 1729.79         |
| ROIC               | 1.13%            | 1.55%            | 1.99%            | 2.60%             | 营运资本变动            | -5904.72        | -5558.08        | -5231.79        | -4924.65        |
| ROE                | 1.14%            | 1.55%            | 2.00%            | 2.61%             | 其他                | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 毛利率                | 34.57%           | 33.92%           | 33.92%           | 34.57%            | <b>经营活动现金流量</b>   | <b>9158.89</b>  | <b>9839.70</b>  | <b>10571.11</b> | <b>11356.90</b> |
| 净利率                | 2.76%            | 4.42%            | 5.70%            | 7.42%             | 资本开支              | 1266.61         | 2784.44         | 2828.11         | 2872.46         |
| EBIT margin        | 2.82             | 3.57             | 4.47             | 5.63              | 其他投资现金流           | 0.00            | -21.48          | -21.48          | -21.48          |
| EBITDA margin      | 4.36             | 4.27             | 4.98             | 5.99              | <b>投资活动现金流量</b>   | <b>-1266.61</b> | <b>-2805.92</b> | <b>-2761.91</b> | <b>-2718.59</b> |
| 资产负债率              | 0.35             | 0.39             | 0.39             | 0.39              | 权益性融资             | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 流动比率               | 2.60             | 2.52             | 2.52             | 2.52              | 支付股利、利息           | 35817.75        | 47097.58        | 53517.15        | 64942.28        |
| 速动比率               | 1.84             | 1.69             | 1.69             | 1.69              | 其他融资现金流           | 0.00            | 200.00          | 200.00          | 200.00          |
| 收入增长               | 1.60%            | 11.66%           | 19.02%           | 21.27%            | <b>筹资活动现金流量</b>   | <b>-5017.75</b> | <b>-9097.58</b> | <b>-8689.53</b> | <b>-8299.78</b> |
| 净利润增长率             | 16.98%           | 78.58%           | 53.63%           | 57.80%            | 货币资金期初余额          | 2873.69         | 2865.41         | 2857.15         | 2848.92         |
| P/E                | 112.10           | 62.13            | 38.10            | 24.48             | 货币资金期末余额          | 10733.42        | 11856.79        | 13097.75        | 14468.58        |
| P/B                | 1.13             | 0.89             | 0.71             | 0.59              | <b>现金净变动</b>      | <b>2873.69</b>  | <b>2865.41</b>  | <b>2857.15</b>  | <b>2848.92</b>  |
| PE/G               | 6.54             | 0.76             | 0.72             | 0.42              |                   |                 |                 |                 |                 |
| EV/EBITDA          | 29.26            | 18.96            | 38.62            | 38.62             |                   |                 |                 |                 |                 |

资料来源：公司报告、齐鲁证券研究所




**投资评级说明**

| 类别 | 级别   | 定义                                    |
|----|------|---------------------------------------|
| 股票 | 推荐   | 预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 20%以上      |
|    | 谨慎推荐 | 预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 10%—20%    |
|    | 中性   | 预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数变动幅度为-10%—10% |
|    | 回避   | 预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数跌幅为 10%以上     |
| 行业 | 推荐   | 预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对强于市场基准指数         |
|    | 中性   | 预计未来 6-12 个月内，行业指数将基本与市场基准指数持平        |
|    | 回避   | 预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对弱于市场基准指数         |

**重要声明**

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司及其我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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。我公司及其我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

**齐鲁证券有限公司研究所**

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791