

昆明制药 (600422.SH) 中药行业

评级：买入 维持评级

公司研究

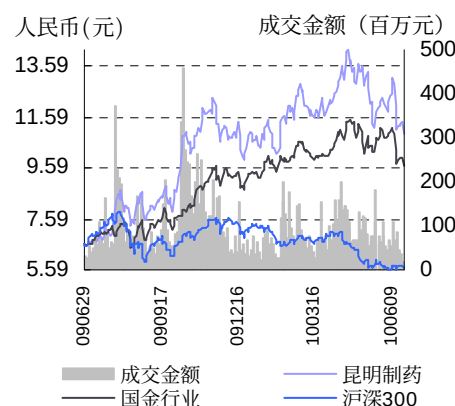
市价（人民币）：10.94 元

改革出成效，激励现信心

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	314.18
总市值(百万元)	3,437.09
年内股价最高最低(元)	14.23/6.52
沪深 300 指数	2736.29
上证指数	2552.82



相关报告

- 1.《经营反转,业绩增长》，2010.4.23
- 2.《甩掉历史包袱,迈入新发展阶段》，2009.10.30

李龙俊 联系人
(8621)61038315
lilj@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号：S1130208070242
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号：S1130210050004
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.102	0.186	0.307	0.496	0.701
每股净资产(元)	1.93	2.12	2.30	2.66	3.23
每股经营性现金流(元)	0.29	0.41	0.36	0.52	0.74
市盈率(倍)	43.24	57.21	46.57	28.86	20.43
行业优化市盈率(倍)	35.34	66.23	66.23	66.23	66.23
净利润增长率(%)	10.49%	81.59%	65.64%	61.39%	41.21%
净资产收益率(%)	5.30%	8.76%	13.39%	18.64%	21.67%
总股本(百万股)	314.18	314.18	314.18	314.18	314.18

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司营销改革带来巨大变化**：经过 2 年多的营销改革，公司基本解决了过去渠道混乱的局面，并基本核销掉历史遗留的大量应收坏账；同时，营销改革的重点工作——大品种战略获得基本成功，培育出三七系列和天麻系列两大重点品种，未来这两大产品仍将保持快速增长态势；
- **血塞通冻干粉针大幅扩产**：受产能限制，目前公司血塞通冻干粉针处于供不应求状况。公司年底有望投产 3000 万支冻干粉针的生产线，将解决目前血塞通产能明显不足的问题（目前产能仅有 700 万只）。
- **股权激励显示管理层信心**：公司正在积极制定新的股权激励方案。管理层为清理公司背负的历史包袱做出了巨大贡献，此次适时推出股权激励计划，既是对管理层过去工作的肯定，也有利于激励管理层继续推进公司的发展。

投资建议

- 我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.307 元、0.496 元和 0.701 元，净利润增速分别为 65.64%、61.39%和 41.21%。
- 2009 年的年报已经确认我们对公司经营拐点的判断，公司发展进入新的上升轨道。在业绩恢复以及血塞通、天眩清等重点品种放量的双重拉动下，公司业绩呈现快速增长势头。
- 目前公司的估值分别为 35 倍（2010 年业绩）和 22 倍（2011 年业绩）；虽然公司拥有 13 个中药保护品种（9 个为独家）以及血塞通、天眩清等明星品种，但市值仅有 34.4 亿元。因此，无论是从 PE 角度，还是从市值角度来看，目前的估值均具有吸引力，继续维持“买入”的投资建议。

风险

- 行业存在药品降价的潜在系统风险。

改革出成效，激励现信心

营销改革带来巨大变化

- 公司的营销改革始于 2007 年，经过 2 年多的营销模式转变，公司的营销规模在深度、广度上有了较大的提升，大产品战略达到预期目标，销售业绩增长明显，新代理明显增加，空白市场的开拓、部门建设及招标管理效果显著。
 - 清理渠道。早期由于管理失控等原因，公司产品的渠道非常混乱。公司通过控货、撤换经销商等方式对渠道进行整顿，对渠道形成较强的控制力。同时，公司建立了较为完善的经销商管理制度，对经销商的回款等进行细化管理。
 - 核销坏账。营销的混乱给公司带来了沉重的应收账款包袱。2007-2009 年公司计提的坏账准备超过 5000 万。截至 2009 年底，公司 3 年以上的应收账款账面价值为 1.17 亿元，其对应的坏账准备为 1.04 亿元。历史遗留的坏账问题基本消化完毕。
 - 大产品战略。三七系列（血塞通冻干粉针及胶囊等）和天麻系列（天眩清针剂等）被公司列为重点培育的大品种。自 2007 年来，两大产品系列的收入年均增速都超过 100%。2009 年，三七系列的收入约为 1.5 亿，天麻系列的收入约为 7500 万。
- 公司依托三七系列和天麻系列等畅销产品，搭建了自有的学术营销平台。目前政府对药品流通的中间环节高度关注，中间环节很有可能成为未来政府重点打击的对象。因此，拥有自有的学术营销队伍将更能保障公司产品的持续销售。

血塞通冻干粉针大幅扩产

- 三七类中药注射剂（血栓通、血塞通等）在心脑血管领域具有显著疗效，拥有非常广阔的市场前景，近几年的临床应用增速非常快。
- 公司是首家研制开发出血塞通冻干粉针的企业，但由于营销混乱的原因，前几年该品种没有做大。在公司营销改革和临床需求增长的双重拉动下，公司的血塞通冻干粉针销量快速增长，但 2009 年的销量仅有 700 多万只，仍处于非常低的水平。
- 受产能限制，目前公司血塞通冻干粉针处于供不应求状况。公司年底有望投产 3000 万支冻干粉针的生产线，将解决目前血塞通产能明显不足的问题。
- 三七的价格自去年以来涨幅巨大，从去年的约 100 元/斤暴涨到现在的约 400 元/斤。由于公司备有较为充足的三七存货，同时在文山拥有 GAP 三七种植基地。因此，今年公司的三七成本压力并不大，但接下来两年仍将面临三七成本压力。

中药厂积极需求合作伙伴

- 公司全资子公司昆明中药厂是个潜在的宝库，拥有大量中药保护品种。但由于营销较弱等原因，2009 年中药厂收入仅为 2 个多亿，净利润仅为 1356 万元。
 - 目前中药厂拥有国家中药保护品种 13 个，舒肝颗粒等 9 个产品为中药厂的独家保护品种，另外 4 个产品为保护品种。
 - 其中，舒肝颗粒、止咳丸、清肺化痰丸、癫痫宁片、参苓健胃颗粒等产品是疗效显著、市场潜力大的特色中药品种。

图表1：中药厂9个国家独家保护品种

品种	保护期终止时间	品种	保护期终止时间
阮氏上清丸	2014-12-22	舒肝颗粒	2012-8-1
天麻祛风补片	2013-5-11	止咳丸	2010-8-21
感冒疏风丸	2013-5-11	感冒消炎片	2010-4-11
清肺化痰丸	2013-5-11	癫痫宁片	2013-7-21
金花消痤丸	2013-5-11		

来源：国金证券研究所

图表2：中药厂4个国家保护品种

品名	保护期终止时间	其他厂家
感冒疏风片	2011-3-16	云南省腾冲县制药厂
肥儿疳积颗粒	2009-9-12	昆明云健制药有限公司
参苓健脾胃颗粒	2013-5-11	昆明云健制药有限公司
香砂平胃颗粒	2015-11-12延长保护审理中	昆明云健制药有限公司, 云南白药, 云南省腾冲县制药厂

- 由于中药厂的营销调整尚处于初期，短期内难以有效推动中药厂的优质品种的市场销售。公司正在积极接触在中成药领域拥有较强营销能力的战略合作者，通过合作实现中药厂的营销突破，使中药厂的发展进入新的阶段。

股权激励显示管理层信心

- 公司去年 10 月份推出限制性股权激励计划，激励的对象范围为：专职董事长、总裁班子成员以及党委书记，业绩考核周期为 2009-2010 年。
- 业绩考核指标有两个，分别为主营业务净利润和工业毛利率：
 - ◆ 主营业务净利润的基本触发基数为：5000 万（2009 年）、7500 万（2010 年）、11250 万（2011 年）；超过基本触发基数部分以上的净利润，再按照每 500 万元为一单位区间，设定分段累进制奖励提取比例，并进行提取。
 - ◆ 工业毛利率的基本触发基数为：49%（2009 年）、49.5%（2010 年）、50%（2011 年）。
- 上述激励方案尚需经过证监会等有关部门以及股东大会通过。新的激励方案必然有调整，至少业绩考核周期要往后顺延一年。但是，我们认为主营业务净利润和工业毛利率的基本触发基数不会出现明显下调。

盈利预测和投资建议

- 表 3 是我们对公司主要业务的分类收入和盈利预测。考虑到三七价格对血塞通成本的影响，我们已经在盈利预测里面调低了明后年该品种的毛利率。
- 我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.307 元、0.496 元和 0.701 元，净利润增速分别为 65.64%、61.39%和 41.21%。
- 2009 年的年报已经确认我们对公司经营拐点的判断，公司发展进入新的上升轨道。在业绩恢复以及血塞通、天眩清等重点品种放量的双重拉动下，公司业绩呈现快速增长势头。
- 目前公司股价对应 2010 年业绩的估值为 35 倍，对应 2011 年业绩的估值为 22 倍；虽然公司拥有 13 个中药保护品种（9 个为独家）以及血塞通、天眩清等明星品种，但市值仅有 34.4 亿元。因此，无论是从 PE 角度，还是从市值角度来看，目前的估值均具有吸引力，继续维持“买入”的投资建议。