

业绩符合预期，盈利能力稳步提升

昆明制药（600422）

评级：增持（维持）

股价：13.42 元 目标价：16.45 元

季报点评

2010年10月29日 星期五

东海证券新医药研究小组

袁舰波

执业证书编号：S0630208010052

021-50586660-8628

yjb@longone.com.cn

医药生物/中药

联系人：周颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6个月目标价位	16.45 元
升值潜力(%)	22.58%
目标价确定日期:	2010-10-29

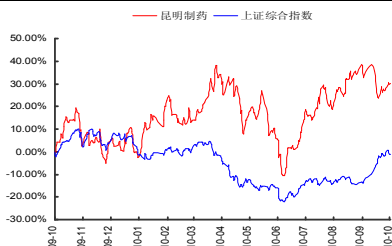
重要数据

总股本(亿股)	3.14
流通股本(亿股)	3.14
总市值(亿元)	42.16
流通市值(亿元)	42.16

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1个月	-6.09	-19.96
3个月	12.68	-3.52
6个月	0.23	-2.68

个股相对上证综指走势图



相关报告:

1、《关注基本面正逐渐改善的植物药龙头》，2009年9月4日

投资要点

□ 三季报数据

公司2010年1-3季度实现营业收入12.89亿元，同比增长24.54%，实现利润总额8332.35万元，同比增长57.95%；实现归属于母公司所有者净利润6138.34万元，同比增长52.12%，实现每股收益0.195元，实现扣除非经常性损益后的净利润6071.84万元，同比增长61.54%，每股经营净现金流为0.24元。

□ 三季报分析

公司三季报业绩符合我们的预期。报告期内，公司实现营业收入同比增长24.54%，归属于母公司净利润同比增长52.12%，主要原因有：1）1-3季度血塞通冻干粉针（络泰）一直保持快速增长，从而带动公司利润的增长。2）经营和营销改革成效明显，经过2年多的经营和营销改革，公司经营状况出现拐点，今年不再有坏账计提，财务费用率大幅下降，同时在营销模式上、组织架构上和激励考核措施上的精细化改革措施使公司销售效率显著提高，管理费用得到有效控制，报告期内，公司期间费用率为24.78%，同比下降了2.75个百分点，其中销售费用率同比下降了1.68个百分点至19.01%，管理费用率同比下降了0.67个百分点至5.36%。

成本上升，导致毛利率略有下降。报告期内，公司毛利率为31.96%，环比下降了2.34个百分点，原料价格的上升对成本的影响存在窗口期，今年年初三七价格高企，由于公司库存的原因，并未对公司上半年三七系列产品的成本造成影响，公司原料的储备基本能够满足下一年的需求。由于今年上半年三七系列产品，尤其是粉针产品一直保持快速的增长，使得原料成本的影响提前显现。由于三七价格从五、六月份开始已经逐步回落，我们认为原材料价格上升的影响是有限的。

血塞通冻干粉针继续保持快速增长。血塞通冻干粉针（络泰）仍然保持快速增长势头，200mg规格的产品增速约80%，血塞通冻干粉针整体增速在60%以上。我们预计粉针制剂全年可销售1200万支以上。为彻底解决产能问题，

公司新建了 3000 万支产能的冻干粉针生产线，预计将于 2010 年底建设完工，2011 年一季度完成 GMP 认证，2011 年开始贡献业绩，明年产能瓶颈将彻底解决。

营销系统改革成效明显。2010 年上半年实施营销系统改革，公司按产品和终端结合的方式，对原母公司国内销售组织架构进行改革，由原来的“条状”结构转变为“块状”结构，通过组织架构改革，打破既往僵化的管理模式弊端，管理覆盖到位。在激励机制上，继续推进大品种的倾斜机制，推动主导品种的快速发展。其中包括：单品种销售增长奖励、大产品规模奖励计划和机制，考核措施既考虑当年指标，又与明年业绩挂钩。经过前期销售队伍的调整，队伍的效率显著提高，营销改革的成效显现，公司在营销模式上、组织架构上和激励考核措施上的精细化改革措施使公司销售效率显著提高，我们认为在未来 1-2 年，营销改革的成效仍将推动公司业绩快速提升。

天麻系列增长空间广阔。天眩清系列 2009 年收入规模约 8000 万元，2010 年仍保持较快的速度增长，预计今年收入将过亿。天麻素对神经衰弱和血管神经性头痛等适应症均可使用，目前该市场还是一个未被充分开发的市场，公司目前是唯一一家获得优质优价的企业，并且公司有一支专业的销售队伍重点进行学术推广，预计未来几年天麻系列仍将保持较高的增长速度。

贝克诺顿或将成为梯瓦布局中国的战略性平台。贝克诺顿是昆药和梯瓦（TEVA）共同设立的公司，昆药持有 50% 股权，贝克诺顿拥有一支 300 多人的学术销售队伍，医院终端的学术推广能力较强。2009 年贝克诺顿销售额 3.5 亿元，净利润 1500 万元，其中阿法迪三和阿尔治销售收入估计约 1.5 亿左右，借助我国骨科用药的快速增长，预计未来仍将能够保持 30% 左右的增长速度。

公司与梯瓦正在探讨以贝克诺顿为平台进行更深层次合作，可能会加大对贝克诺顿的投资。同时，贝克诺顿事业发展部正在评估从梯瓦引进更多的品种，贝克诺顿将有可能成为梯瓦进军中国的战略性平台之一。

股权激励计划提供良好的安全边际。公司高管限制性股权激励计划的触发要求为 2010 年—2012 年公司的净利润应该分别保持在 7500 万元、11250 万元、14,625 万元以上，按照这一利润水平公司的复合增长率至少在 50% 以上。公司净利润需要较大幅度的超过触发基数才能触发激励方案，这也在侧面彰显了公司的信心，也为投资提供了很好的安全边际。股权激励的实施也将保证管理层有足够释放业绩的动力。

□ 盈利预测及估值：

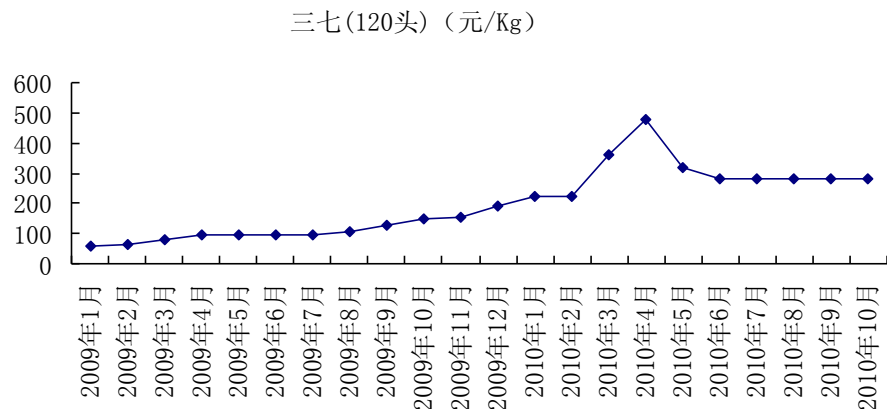
我们预计公司 2010-2011 年每股收益分别为 0.31 元和 0.47 元，对应的 PE 为 43 倍和 29 倍，随着医保覆盖广度和深度的增加，三七系列产品面临良

好的市场机遇，市场需求的扩大和冻干粉针新产能的释放将保证公司近三年的业绩高速增长；天眩清系列和口服剂型将成为公司的新的利润增长点；贝克诺顿有望成为锡瓦布局中国的战略平台之一；股权激励计划保证公司能够有足够释放业绩的动力；公司具有高成长性，且公司市值较小，成长空间巨大。我们给予公司未来六个月 16.45 元的目标价，对应 2011 年预计每股收益的 PE 为 35 倍，维持“增持”的投资评级。

□ 风险提示：

- 1) 基本药物制度推进低于预期的风险；
- 2) 股权结构发生变动的风险。

附表：三七（120 头）价格走势



资料来源：中药价格信息网 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、科华生物等。

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、免责条款

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