

营销改革成效明显，新产能即将释放

——2010 年年报点评

昆明制药
600422

事件

公司今日发布 2010 年年报，2010 年实现营业收入 18.17 亿元，同比增长 26.64%；营业利润 1.11 亿元，同比增长 49.08%；归属于母公司净利润 8557.8 万元，同比增长 46.73%；扣非后归属于母公司净利润为 8151.02 万元，同比增长 48.41%，摊薄后每股收益 0.27 元。分配预案为每 10 股派现 1.5 元（含税）。

评述

特色产品保持大幅增长。2010 年公司营业收入同比增长 26.64%，其中，医药工业收入为 11.01 亿元，同比增长 21.61%，其中特色产品的销售保持了大幅度增长，络泰 200mg 同比增长 90%；络泰 400mg 同比增长 52%；天眩清同比增长 27%；血塞通软胶囊（30s）同比增长 104%。公司收入的快速增长主要得益于医保的推进和公司营销体制的改革，

综合毛利率略有下降。公司 2010 年综合毛利率为 32.41%，同比下降了 2.84 个百分点。综合毛利率下降的主要原因为：1）发改委多次主导药品降价、制药工业环保标准大幅提升、医院药品以省为单位集中采购等政策性因素的影响，使利润空间压缩；2）由于中药材价格上涨的因素使成本上升。

冻干粉针生产线即将达产。公司新建 3000 万支产能车间已经开始进行设备安装，预计今年 3 月份进行新版 GMP 认证，5 月份可正式投产，届时自身产能将有 700 万只增加到 3700 万只。市场需求的扩大和冻干粉针新产能的释放有望使络泰继续保持高速的增长。

营销系统改革富有成效。2010 年公司完成营销组织架构的调整，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，目前公司总部的销售体系主要采取区域组织，被分成五大块：分别是华南片（昆南公司）、华北片（昆北公司）、西南西北片（昆西公司）、普药推广（昆普公司）和水针销售部（昆水公司），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，为了开拓口服制剂市场和防止销售人员选择性的销售产品，未来还有可能将口服制剂成立专门的事业部。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

维持

增持

分析师：袁舰波、刘宇斌

投资咨询执业证书编号：

S0630511010009，

S0630511020005

联系信息：

010-59707123

liuyb@longone.com.cn

日期：2011 年 03 月 03 日

重要数据

总股本(亿股)	3.14
流通股本(亿股)	3.14
总市值(亿元)	41.97
流通市值(亿元)	41.97

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	15.57	9.72
3 个月	(14.03)	(17.35)
6 个月	3.49	(6.36)

股价表现



著提高，营销改革的成效显现，血塞通粉针的快速增长，已经证明了这一点。

昆明中药厂的营销改革将是今年的重点。中药厂目前为独立经营，拥有国家中药保护品种 13 个，其中，舒肝颗粒等 9 个产品为中药厂的家保护品种，另外 4 个产品为保护品种；由于经营和营销的问题，利润规模一直较小。2010 年下半年公司完成了昆明中药厂公司的营销诊断和分析，进行了营销组织机构和关键管理人员的调整，全年实现净利润 1604 万元，同比增长 18.28%，今年公司将重点对其营销体系进行调整，业绩有望实现爆发性增长。

盈利预测与评级：市场需求的扩大和粉针新产能的释放将继续保证三七系列产品保持高速增长。同时，天眩清系列和口服剂型将成为公司的新的利润增长点。我们预计公司 2011-2012 年 EPS 为 0.40 元、0.60 元，以昨日收盘价 13.36 元计算，对应的动态市盈率为 33 倍、22 倍，我们认为公司成长性良好，且公司市值较小，成长空间巨大，维持公司“增持”的投资评级。

风险提示：1) 血塞通冻干粉针市场开拓速度低于预期的风险。2) 药品降价风险。

图表： 昆明制药（600422）盈利预测

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(万元)	131,093	143,491	181,724	206,958	245,847
增长率	1.60%	9.46%	26.64%	13.89%	18.79%
营业利润(万元)	3,855	7,460	11,121	17,274	25,696
增长率	23.99%	93.51%	49.08%	55.32%	48.76%
净利润(万元)	3,212	5,832	8,558	12,649	18,768
增长率	-9.49%	81.59%	46.73%	47.81%	48.37%
每股收益(元)	0.10	0.19	0.27	0.40	0.60
市盈率(P/E)	130.69	71.97	49.05	33.18	22.36

作者简介

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。

刘宇斌：东海证券医药行业分析师，工学硕士，主要负责化学药、医疗器械及医药服务板块，曾就职于天相投顾。

评级定义

市场指数评级

看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%

看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

行业指数评级

超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%

标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

公司股票评级

买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%

增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间

中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间

卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，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，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。本报告可能因时间等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。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。

资格说明

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，已经具备证券投资咨询业务资格。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。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660