

昆明制药 (600422.SH)

营销改善，激励到位，资源转化为业绩

评级: **增持**

前次:

目标价(元):

16.50-19.66

联系人

分析师

袁倩倩 CFA

谢刚

生物医药小组

S0740510120005

021-20315202

021-20315178

qiuqq@qlzq.com.cn

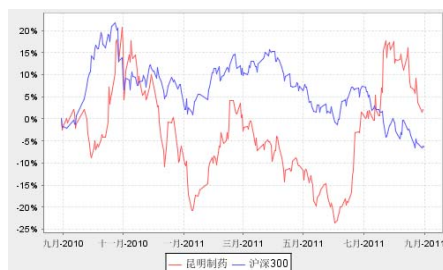
xiegang@qlzq.com.cn

2011 年 9 月 15 日

基本状况

总股本(百万股)	314.18
流通股本(百万股)	313.91
市价(元)	14.28
市值(百万元)	4486.43
流通市值(百万元)	4482.57

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,434.9	1,817.2	2,217.9	2,716.4	3,292.0
营业收入增速	9.46%	26.64%	22.05%	22.48%	21.19%
净利润增长率	81.59%	46.73%	47.64%	36.66%	33.24%
摊薄每股收益(元)	0.19	0.27	0.40	0.55	0.73
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	57.21	50.96	35.33	25.86	19.41
PEG	0.70	1.09	0.74	0.71	0.58
每股净资产(元)	2.12	2.34	2.59	3.14	3.87
每股现金流量(元)	0.41	0.29	0.01	0.38	0.55
净资产收益率	8.76%	11.64%	15.51%	17.49%	18.90%
市净率	5.01	5.93	5.48	4.52	3.67
总股本(百万元)	314.18	314.18	314.18	314.18	314.18

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 昆明制药是云南省最早成立的一家制药企业，昆明制药及其子公司拥有 500 多个药品批文，占云南省药品批文数量的近 1/3，品种资源丰富。我们写这篇报告，分析两个问题：**1. 昆明制药拥有怎样的品种资源；2. 通过公司治理的改善，如何将品种资源转化为公司快速增长的利润。**
- 我们认为三七总皂苷系列是公司最重要的增长引擎，尤其看好络泰®血塞通冻干粉针。该产品面向心脑血管疾病大治疗领域，分享三七总皂苷冻干粉针剂的高景气，直接竞争对手只有珍宝岛的血塞通冻干粉针和中恒集团的血栓通冻干粉针。络泰®血塞通冻干粉针进入药品集中采购中标的省市由 09 年的 17 个上升到 10 年的 26 个，随着市场开拓广度和深度的提升，我们预计未来 2 年销量年复合增长接近 40%。
- 昆明制药资丰厚的品种资源还包括：**天麻素系列、超过 20 个独家/属于中药保护的中药品种和合资公司贝克诺顿的单独定价品种**，曾经的利润增长点蒿甲醚系列未来主要看 WHO 认证的进展。
- 2004 年华立控股昆明制药以来，经历了 04-05 两年的阵痛，通过 2005-2010 年的坏账计提撇清了**历史包袱**，2007 年起逐步展开的**营销改革已卓有成效**，对高管的股权激励和对中层及骨干人员的激励标志着**激励机制在不断完善**。随着公司治理的提升，昆明制药业绩稳步提升。
- 预计公司 2011-13 年收入分别为 22.18、27.16、32.92 亿元，增速为 22.05%、22.48%、21.19%；净利润为 1.26、1.73、2.30 亿元，增速为 47.64%、36.66%、33.24%，2011-13 年对应 EPS 为 0.40、0.55、0.73 元。综合相对估值和绝对估值结果，昆明制药的合理估值区间为 **16.50-19.66 元**，给予“**增持**”评级。

内容目录

三七总皂苷系列是业绩增长的最重要引擎	- 4 -
三七总皂苷系列：品种丰富，冻干针剂和软胶囊竞争格局有利、增长迅速	- 4 -
看好血塞通冻干针剂未来持续成长的 4 个视角：.....	- 5 -
①细分领域：中成药治疗心脑血管有优势，注射剂占主导，三七受认可 ...	- 5 -
②竞争格局：昆明制药的络泰®血塞通冻干有相对优势	- 7 -
③销售角度：血塞通冻干针剂可拓展的空白市场空间巨大	- 9 -
④生产角度：委托加工、新建产能解决产能瓶颈，关注成本压力	- 10 -
血塞通软胶囊：快速成长的潜力品种	- 11 -
品种资源丰富，有待充分挖掘	- 11 -
天麻素系列：天麻素注射液享有优质优价，神经系统用药处在成长期	- 11 -
蒿甲醚系列：曾经的利润增长点，未来看蒿甲醚制剂的 WHO 认证	- 13 -
特色中成药：超过 20 个独家品种或者中药保护品种是丰厚的品种资源 ...	- 14 -
贝克诺顿：3 个单独定价品种+不断引进新品种	- 16 -
公司治理改善，推动业绩提升	- 17 -
治理结构：责任股东到位，撇清历史包袱	- 17 -
营销改革：引入代理商，精细化管理，实施大品种战略	- 18 -
激励机制：激励到位，机制不断完善	- 20 -
盈利预测、估值和投资建议	- 21 -
盈利预测	- 21 -
绝对估值法：19.66 元	- 22 -
PE 相对估值法：16.50-18.25 元	- 22 -
投资建议	- 22 -
风险因素	- 23 -
附录	- 24 -
昆明制药股权结构图	- 24 -
主要子公司的单体净利润	- 24 -
 图表 1：昆明制药及其子公司金泰得的三七总皂苷制剂品种	- 4 -
图表 2：过去 5 年络泰®血塞通产品临床使用金额(亿元)	- 4 -
图表 3：我国心脑血管疾病发病率持续提高	- 5 -
图表 4：我国心脑血管用药市场规模	- 5 -
图表 5：样本医院 2010 年脑血管疾病中成药竞争格局	- 6 -
图表 6：样本医院 2010 年心血管疾病中成药竞争格局	- 6 -
图表 7：过去 5 年中恒集团血栓通冻干针剂的销量和销售收入的增长	- 6 -
图表 8：血塞通系列产品的批文和生产厂家	- 7 -
图表 9：血栓通系列产品的批文和生产厂家	- 7 -
图表 10：昆明制药、珍宝岛、中恒集团的三七总皂苷冻干针剂的比较	- 8 -

图表 11: 三七总皂苷冻干针剂 10 年、09 年进入药品集采的情况	- 9 -
图表 12: 120 头规格三七主根价格走势	- 10 -
图表 13: 圣火药业的理洙王®血塞通软胶囊销售收入(2005 年-2011 上半年) ..	- 11 -
图表 14: 昆明制药的天麻素系列产品	- 12 -
图表 15: 过去 5 年天眩清®天麻素产品临床使用金额(亿元)	- 12 -
图表 16: 中国青蒿素类药物的市场参与者	- 13 -
图表 17: 昆明制药 2002 年 - 2011 上半年蒿甲醚系列产品的销售收入	- 13 -
图表 18: 昆明制药和全资子公司昆明中药厂的重要中成药品种	- 14 -
图表 19: 2007 年以来昆明中药厂的销售收入和单体净利润	- 15 -
图表 20: 贝克诺顿的主要品种	- 16 -
图表 21: 贝克诺顿历年的销售收入和单体净利润	- 16 -
图表 22: 过去七年昆明制药计提坏账准备和存货跌价准备的情况	- 17 -
图表 23: 昆明制药应收账款周转的改善	- 17 -
图表 24: 昆明制药的大品种战略实施以来主要产品的销量增长	- 18 -
图表 25: 昆明制药营销中心的销售部门及负责产品	- 19 -
图表 26: 对净利润的考核以及用于股权激励的比例(万元)	- 20 -
图表 27: 股权激励对毛利率的考核	- 20 -
图表 28: 预计股权激励对 2011 年-2013 年管理费用的影响金额	- 20 -
图表 29: 昆明制药销售收入预测表(百万元)	- 21 -
图表 30: 昆明制药期间费用率及所得税率假定	- 21 -
图表 31: 昆明制药 DCF 估值为 19.66 元	- 22 -
图表 32: 昆明制药 PE 相对估值结果: 16.50-18.25 元	- 22 -
图表 33: 昆明制药财务报表摘要	- 23 -
图表 34: 昆明制药股权结构图	- 24 -
图表 35: 昆明制药的主要子公司单体净利润(万元)	- 24 -

三七总皂苷系列是业绩增长的最重要引擎

三七总皂苷系列：品种丰富，冻干针剂和软胶囊竞争格局有利、增长迅速

- 昆明制药及其子公司金泰得的三七总皂苷系列品类层次丰富，包含目前上市的几乎所有品类，如：颗粒、片剂、滴丸、软胶囊、水针和冻干针剂，其中血塞通冻干针剂和血塞通软胶囊的竞争格局相对有利。

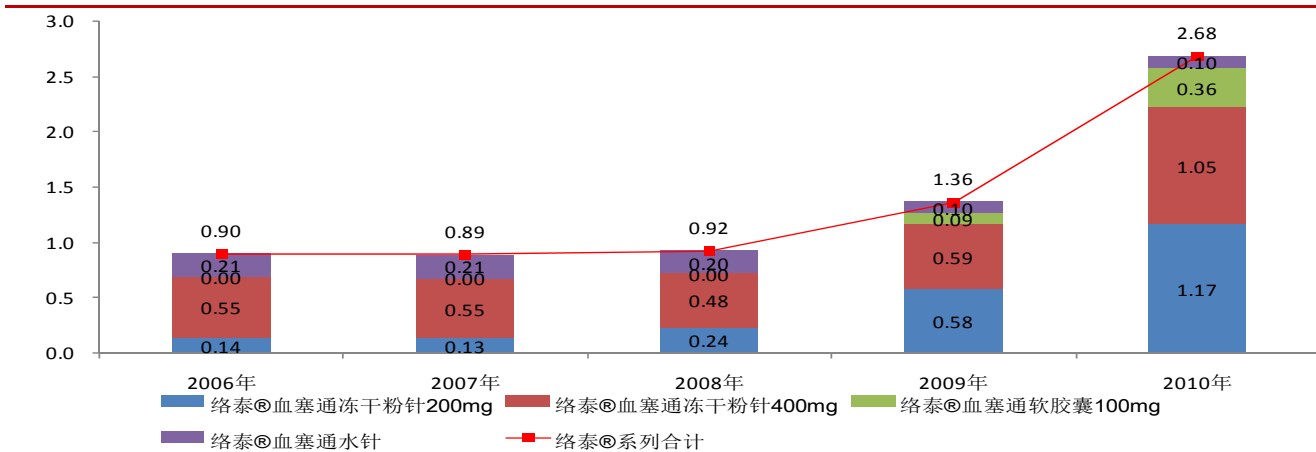
图表 1：昆明制药及其子公司金泰得的三七总皂苷制剂品种

	产品名称	昆药产品上市时间	进入医保的情况	竞争格局
昆明制药 (母公司)	络泰®血塞通粉针	1996	基药，医保甲类	2 家企业获得批文，昆明制药是原研和国家标准的制定者
	络泰®血塞通软胶囊	2004	16 省市地方医保乙类	2 家企业获得批文，圣火药业是原研
	络泰®血塞通注射液	1985	基药，医保甲类	16 家企业获得批文，竞争激烈，昆明制药是原研和国家标准的制定者
金泰得 (控股 57.39%子 公司)	三七总皂甙原料药	2002	-	13 家企业获得批文
	血塞通滴丸	2007	乙类	4 家企业获得批文：神威、金泰得、金不换、百祥制药
	血塞通颗粒	2002	乙类	3 家企业获批文：金泰得、维和、特安呐
	血塞通片	2002	乙类	5 家企业获得批文，竞争激烈

来源：齐鲁证券研究所

- 按照 IMS 的数据，我们看到 09 年以来络泰®血塞通冻干针剂和软胶囊系列产品在终端的使用增长迅速。由于 IMS 的数据是按医院进价做统计，不包括药店的数据，基层医疗的数据不全，以下几点需要注意：
 - 血塞通水针由于价格低廉，和冻干针剂做了差异化营销，主要面对基层药疗，我们估计 10 年血塞通水针对昆明制药贡献收入约 3 千万元。
 - 血塞通软胶囊 2004 年上市，在药店也有销售，2009 年公司推行大品种战略以来增长迅速，我们估计 10 年血塞通软胶囊贡献收入约 2 千万。
 - 血塞通冻干针剂 200mg 规格增长速度快于 400mg，可能因为 200mg 是基础剂量，医生在给初次使用注射用血塞通的病人从 200mg 开始用。我们估计 10 年血塞通冻干针剂对昆明制药贡献收入约 1.68 亿元。

图表 2：过去 5 年络泰®血塞通产品临床使用金额(亿元)



来源：IMS，齐鲁证券研究所

看好血塞通冻干针剂未来持续成长的 4 个视角：

①细分领域：中成药治疗心脑血管有优势，注射剂占主导，三七受认可

- **心脑血管是大治疗领域，发病率呈上升趋势：**心脑血管疾病一直是威胁我国居民健康的最大的慢性疾病之一，由于人口的老龄化和饮食结构的变化，心脑血管疾病发病率呈上升趋势。卫生部统计显示，从 1993 年到 2008 年，有明确诊断的心脑血管疾病病例数由 0.37 亿增加到 1.14 亿，其中，高血压患者由 1400 万增加到 7300 万，脑血管疾病由 500 万增加到 1300 万。心脑血管药物在我国药品市场规模中仅次于抗感染药物，位居第 2 位，近 3 年的市场规模年均复合增长率达到 18.55%，成长性较好。

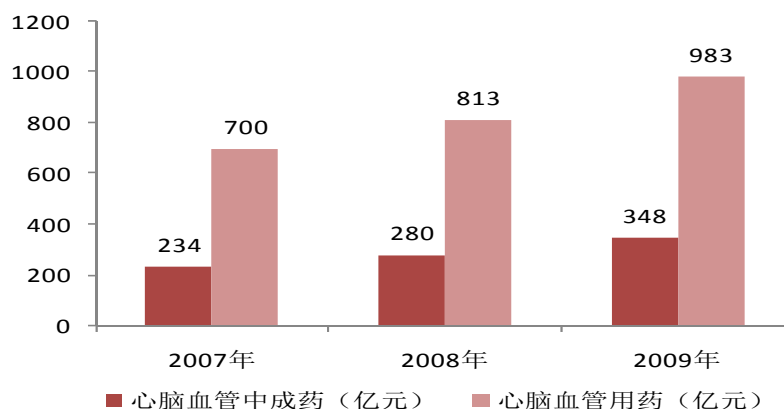
图表 3：我国心脑血管疾病发病率持续提高

患病率	1998 年	2003 年	2008 年
心血管疾病	1.4%	1.4%	1.8%
脑血管疾病	0.6%	0.7%	1.0%
高血压	1.6%	2.6%	5.5%

来源：2010 年卫生统计年鉴，齐鲁证券研究所

- **中成药治疗心脑血管疾病有优势：**心脑血管疾病属于慢性病范畴，需要长期用药。中药相对于化学制剂，更擅长慢性病的治疗和长期服用，09 年心脑血管中成药医院采购金额占心脑血管用药的 35.40%。过去三年其 21.95% 的复合增速也快于整个心脑血管用药 18.50% 增速，显示出市场对中成药在心脑血管领域治疗优势的认可。

图表 4：我国心脑血管用药市场规模



来源：SFDA 南方所，齐鲁证券研究所

- **心血管疾病和脑血管疾病：**心脑血管疾病是心血管疾病和脑血管疾病的统称，泛指由于高脂血症、血液黏稠、动脉粥样硬化、高血压等所导致的心脏、大脑组织发生缺血性或出血性疾病。常见的心血管疾病包括心绞痛、冠心病、心肌梗死等。常见的脑血管病包括脑血栓、脑栓塞等。在心脑血管中成药药中，脑血管用药占到总量的 40.33%。
- **注射剂在心脑血管中成药占据主导：**由于起效快、疗效明显、批文有限，中药注射剂在心脑血管中成药市场占据重要地位。从下表可见，2010 年样本医院脑血管疾病中成药和心血管疾病中成药的前 10 位产品中注射剂都各占 7 个，说明心脑血管中成药领域对注射剂的偏好。

图表 5: 样本医院 2010 年脑血管疾病中成药竞争格局

序号	名称	药厂	主要原料	10年市场份额
1	醒脑静注射液	山禾药业、天地药业、大理药业 (3家)	麝香、栀子、郁金、冰片	11.62%
2	血栓通注射液	梧州制药(冻干剂型独家), 水针	三七	10.38%
3	疏血通注射液	牡丹江友搏药业(独家)	水蛭、地龙	10.32%
4	灯盏花素注射液	>10家	灯盏花	5.66%
5	血塞通注射液	昆明制药和珍宝岛(冻干剂型2家), 水针多家	三七	5.48%
6	川芎嗪注射液	>10家	川芎嗪	5.16%
7	脑心通胶囊	步长制药(独家)	黄芪、赤芍、丹参、当归、川芎、桃仁、红花、地龙、全蝎	5.14%
8	苦碟子注射液	通化华夏、双鼎制药	苦碟子	3.84%
9	复方血栓通胶囊	众生制药	三七、黄芪、丹参、玄参	3.50%
10	三七通舒胶囊	华神集团	三七三醇皂苷	2.47%
	其他			36.42%

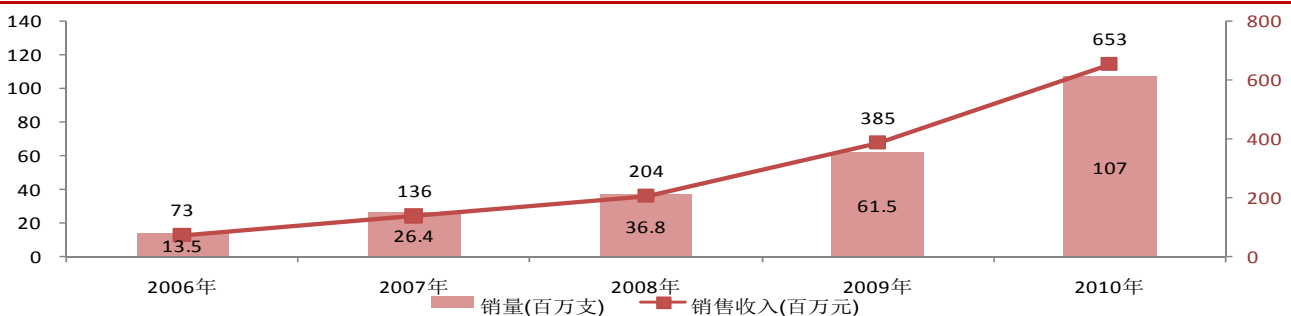
来源: SFDA 南方所, 齐鲁证券研究所

图表 6: 样本医院 2010 年心血管疾病中成药竞争格局

序号	名称	药厂	主要原料	10年市场份额
1	银杏叶注射液	神威等(9家)	银杏叶	16.77%
2	丹红注射液	步长制药(独家)	丹参、红花	8.94%
3	银杏叶片	>10家	银杏叶	5.22%
4	参麦注射液	>10家	红参、麦冬	4.43%
5	通心络胶囊	以岭药业(独家)	人参、水蛭、全蝎、檀香、土鳖虫、蜈蚣、蝉蜕等	3.91%
6	丹参川芎嗪注射液	贵州拜特制药、万生联合制药	丹参、川芎嗪	3.64%
7	复方丹参滴丸	天士力(独家)	丹参、三七、冰片	3.62%
8	银杏达莫注射液	益佰制药等(5家)	银杏叶、双嘧达莫	3.42%
9	丹参酮 II A 磺酸钠注射液	上海第一生化药业	丹参	3.40%
10	参附注射液	雅安三九药业	红参、附片	2.71%
	其他			43.95%

来源: 齐鲁证券研究所

- **三七的功效受到认可:** 在心脑血管中成药中, 三七的活血化瘀, 通经活络效果明显。三七在脑血管领域的使用尤其突出, 2010年前10大品种中4个含有三七。三七类产品近年来则呈现快速增长, 以中恒集团子公司梧州制药的注射用血栓通为例, 显示出市场对三七类制剂的认可。

图表 7: 过去 5 年中恒集团血栓通冻干针剂的销量和销售收入的增长


来源: 齐鲁证券研究所

②竞争格局：昆明制药的络泰®血塞通冻干有相对优势

■ 三七总皂苷制剂中冻干针剂是优势品种：

- 目前市场上三七总皂苷类制剂包括血塞通和血栓通两大系列，有效成分都是三七总皂苷，区别是血塞通是从三七剪口提取，血栓通是从三七主根提取。
- 在这两大系列众多的产品中，首先我们认为在脑血管领域，注射剂凭借其起效快、效果明显，占据主导地位。由于在注射剂的同类产品中，冻干针剂的稳定性和安全性优于水针，而且在三七总皂苷冻干针剂中，只有3个批文——血栓通冻干（独家）和血塞通冻干（2家：昆明制药、黑龙江珍宝岛），竞争格局有利。和其他中药针剂相比，三七总皂苷冻干针剂是单体植物药，有效成分明确，安全性更有保障。

图表 8：血塞通系列产品的批文和生产厂家

产品	厂家数	名称
注射用血塞通(冻干)	2家	昆明制药
		黑龙江珍宝岛
血塞通注射液	16家	黑龙江珍宝岛、清大康迪、昆明制药等
血塞通软胶囊	2家	昆明制药
		圣火药业
血塞通胶囊	2家	云南维和药业
		白药集团文山七花
血塞通咀嚼片	2家	重庆科瑞制药
		湖南一格制药
血塞通颗粒	3家	维和药业、特安呐制药、金泰得
血塞通泡腾片	3家	古林天然药业、福寿堂制药、维康药业
血塞通滴丸	4家	神威药业、金泰得、金不换、百祥药业
血塞通片	5家	维和药业、特安呐制药、金泰得等
血塞通分散片	14家	云南植物药业、白药集团大理药业、瑞阳制药等

来源：齐鲁证券研究所

图表 9：血栓通系列产品的批文和生产厂家

产品	厂家数	名称
注射用血栓通(冻干)	独家	广西梧州制药
血栓通注射液	5家	广西梧州制药、广东永康药业、哈尔滨圣泰制药、丽珠利民制药厂、内蒙古康源药
血栓通胶囊	独家	哈尔滨珍宝制药
复方血栓通胶囊	独家	广东众生药业
复方血栓通颗粒	独家	广东众生药业
复方血栓通片	2家	广东众生药业
复方血栓通滴丸	2家	扬州中惠制药
		广东顺峰药业
复方血栓通软胶囊	2家	广东华南药业
		东莞广发制药

来源：齐鲁证券研究所

- 昆明制药的络泰®血塞通冻干针剂的直接竞争对手是黑龙江珍宝岛的血塞通冻干针剂和中恒集团的血栓通冻干针剂，这 3 个有效成分和功效相同或相似。通过图表 10，我们从定价能力、销售模式、进入医保目录和基本药物目录等多个维度对这三个产品进行比较，可以看到：

- 由于中恒集团的血栓通冻干针剂是独家产品，在价格维护上有优势，另外其每日用量比血塞通冻干针剂大，这样对大医院（三甲医院）有天然的吸引力。毕竟在以药养医的情况下，有能力定高价的药就是有产品力。
- 昆明制药是血塞通冻干针剂的原研厂，由于在 2007 年以前主要靠自有

队伍销售，而且激励和考核不到位，市场拓展较慢，这是昆明制药目前在 3 者中份额最小的原因。2007 年以后公司实行“自销+代理”的模式，加强了学术推广，激励和考核也在不断改善，空白市场的开拓卓有成效，具备后发优势。

- 和纯代理相比，“自销+代理”的双轨制，即兼顾了快速开拓市场的能力，又通过自有队伍保持了对市场的敏感和熟悉，这样便于对代理商进行精细化管理。
- 珍宝岛和中恒集团采用的纯代理模式，在销售队伍的建设上节约了时间，但是对代理商的管理相对粗放。在尚未实现产品垄断的情况下，公司在和代理商的谈判中处于弱势地位。
- 三七总皂甙冻干针剂的 3 个品种目前竞争格局稳定，短期内不会有新的进入者，面对的是脑血管用药这个巨大的市场，3 个厂商及其代理商的推广活动加速了医院市场对三七总皂甙冻干针剂的认可，共同把蛋糕做大。

图表 10：昆明制药、珍宝岛、中恒集团的三七总皂甙冻干针剂的比较

	昆明制药	珍宝岛	梧州制药（中恒集团子公司）					
产品	血塞通冻干针剂		血栓通冻干针剂					
生产批文	2 家		独家					
医保目录	甲类，基药		甲类，基药					
有效成分	三七总皂苷(以三七剪口为原料)		三七总皂苷(以三七主根为原料)					
功效	活血祛瘀，通脉活络。用于中风偏瘫、瘀血阻络及脑血管疾病后遗症、胸痹心痛，视网膜中央静脉阻塞属瘀血阻滞证者。		活血祛瘀，通脉活络。用于瘀血阻络，中风偏瘫，胸痹心痛及视网膜中央静脉阻塞症。					
技术标准	昆明制药是血塞通水针和冻干针剂的原研厂和标准制定者		梧州制药是血栓通冻干针剂的标准制定者					
定价能力	由于昆明制药和珍宝岛在招投标中直接竞争,造成实际销售价格远低于发改委的限价。		独家产品，价格维护的很好，实际销售价格贴近发改委的限价。					
	规格	发改委最高 零售价(元)	医院进价 (元)	实际零售价 (元)	规格	发改委最高 零售价(元)	医院进价 (元)	实际零售价 (元)
	0.2g	45.9	24.92	28.7	0.1g	30.2	24.5	29.7
	0.4g	78.0	42.16	48.5	0.15g	41.3	32	38.4
					0.25g	61.0	50	59.1
疗程和用量	一日 1 次，一次 0.2g~0.4g， 十五天为一疗程，停药 1~3 天后可进行第二疗程。		一日 1 次，一次 0.25g~0.5g， 十五天为一疗程，停药 1~3 天后可进行第二疗程。					
销售模式	07 年以前自销为主 07 年以后自销+代理双轨， 加强学术推广	纯代理（低底价），加强学术推广		纯代理（低底价）				
10 年销量	约 12 百万支	约 30 百万支		约 107 百万支				

来源：齐鲁证券研究所

③销售角度：血塞通冻干针剂可拓展的空白市场空间巨大

- 血塞通冻干针剂可拓展的空白市场空间巨大，体现在广度和深度两方面：
 - 从广度上看，昆明制药的络泰®血塞通冻干针剂 2009 年在 17 个省市自治区的药品集采中标，2010 年在 26 个省市自治区的药品集采中标。对比其他 2 个竞争对手，珍宝岛的血塞通冻干针剂 2009 年是 20 个，2010 年是 27 个；中恒集团的血塞通冻干针剂 2009 年是 19 个，2010 年是 23 个。一方面三七总皂苷冻干针剂的中标省市数量都在增加，显示了市场对这类产品的认可；另一方面昆明制药的市场开拓顺利，和竞争对手珍宝岛的差距在缩小。
 - 从深度上看，09 年以前昆明制药的络泰®血塞通冻干针剂的销售收入主要来自二级和二级以上的综合性医院和中医院，进入 09 版基本药物目录以后，络泰®血塞通冻干针剂的使用向基层医疗渗透，充分分享基药放量。
 - 和市场扩张同步，公司持续强化自有销售队伍的质量和数量，并且积极引入有网络优势的代理商。我们估计在公司原有的优势市场，自有队伍的销售比例较高，在新进入的空白市场，代理商的销售比例比较高。总体来看，自销和代理的比例大约 3: 2。渠道建设的加强，使公司能够加速空白市场覆盖，同时对优势市场精耕细作加强渗透，为产品持续放量坚实基础，今明两年可能做到 40% 的增长。

图表 11：三七总皂苷冻干针剂 10 年、09 年进入药品集采的情况

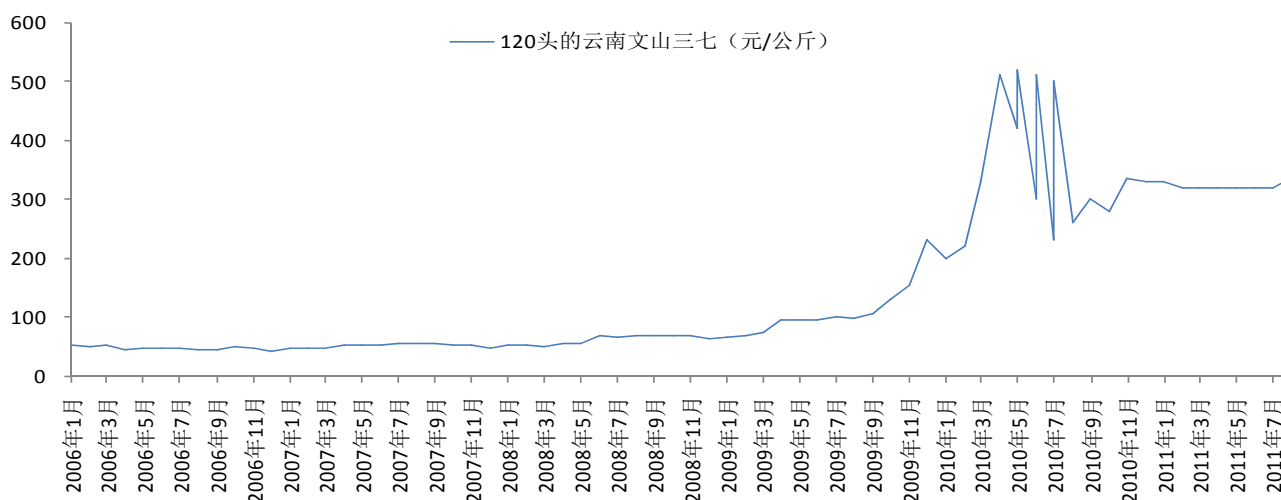
进入药品集采的省/自治区/市	昆明制药 血塞通冻干针剂		珍宝岛 血塞通冻干针剂		梧州制药(中恒99.99%控股)血塞通冻干针剂	
	2010年	2009年	2010年	2009年	2010年	2009年
江苏	●	●	●	●	●	●
山东	●	●	●	●	●	●
湖北	●	●	●	●	●	●
陕西	●	●	●	●	●	●
广西	●	●	●	●	●	●
广东	●	●	●	●	●	●
云南	●	●	●	●	●	●
海南	●	●	●	●	●	●
新疆	●	●	●	●	●	●
河北	●	●	●	●	●	●
天津	●	●	●	●	●	●
青海	●	●	●	●	●	●
河南	●	●	●	●	●	●
上海	●	●	●	●	●	●
山西	●	●	●	●	●	●
四川	●	●	●	●	●	●
湖南	●	●	●	●	●	●
辽宁	●	●	●	●	●	●
内蒙古	●	●	●	●	●	●
甘肃	●	●	●	●	●	●
宁夏	●	●	●	●	●	●
吉林	●	●	●	●	●	●
重庆	●	●	●	●	●	●
北京	●	●	●	●	●	●
江西	●	●	●	●	●	●
黑龙江	●	●	●	●	●	●
贵州	●	●	●	●	●	●
安徽	●	●	●	●	●	●
浙江	●	●	●	●	●	●
福建	●	●	●	●	●	●
西藏	●	●	●	●	●	●
合计	26	17	27	20	23	19

来源：各省/自治区/直辖市药品集中采购网站，市齐鲁证券研究所

④生产角度：委托加工、新建产能解决产能瓶颈，关注成本压力

- **委托加工、新建产能解决产能瓶颈：**随着络泰®血塞通冻干针剂的供不应求，昆明制药原有年产 780 万支产能的瓶颈开始显现，公司从 3 个路径在解决产能问题：
 - 改进冻干工艺，缩短冻干时间，实际产能从设计的年产 780 万支提升到 900 万支
 - 引进重庆药友(和当年中恒集团找的是同一家)代工，重庆药友具备 2 亿支冻干产能，在满足自身需求之后，会尽可能满足昆明制药的需求
 - 新建 3000 万支冻干产能，即将于今年 9 月递交 GMP 认证申请材料，我们预计明年初将投产，从而彻底解决产能问题
- **合作建立 GAP 三七种植基地，保证供给和质量：**
 - 公司通过和种植大户合作的方式建立了 GAP 三七种植基地，按市价优先收购，保证了三七的供应和质量，并且有助于开展三七的产地溯源。
 - 血塞通的提取部位为三七剪口，三七剪口的总皂苷含量高达 10—12%，是三七主根含量的近 1.5 倍(7—8%)，并且通过指纹图谱分析保证产品质量稳定，主要成分人参皂苷 Rb1、人参皂苷 Rg1、人参皂苷 Rd、三七皂苷 R1 含量明确，纯度保证。
- **关注成本压力，我们测算三七每涨 100 元/公斤挤压毛利率 2.1 个百分点：**
 - 2010 年三七价格大幅上涨对公司的生产成本影响较小，主要因为公司在价格较低时有购入三七储备，而且公司在持续提升工艺水平，提高三七总皂苷的收率。由于母公司的存货周转天数是 219 天，所以我们估计 2011 年起公司过往储存的低价三七基本用尽，虽然三七价格小幅回落，但是对成本会有压力。
 - 按照目前的三七剪口价格，我们测算三七剪口原料在血塞通冻干针剂的成本中占大约 36%，三七剪口的价格每上升 100 元/公斤，估计挤压毛利率 2.1 个百分点。
 - 三七剪口的价格大约是 120 头规格的三七主根的 1.5 倍。三七价格的走势参见下图：

图表 12：120 头规格三七主根价格走势

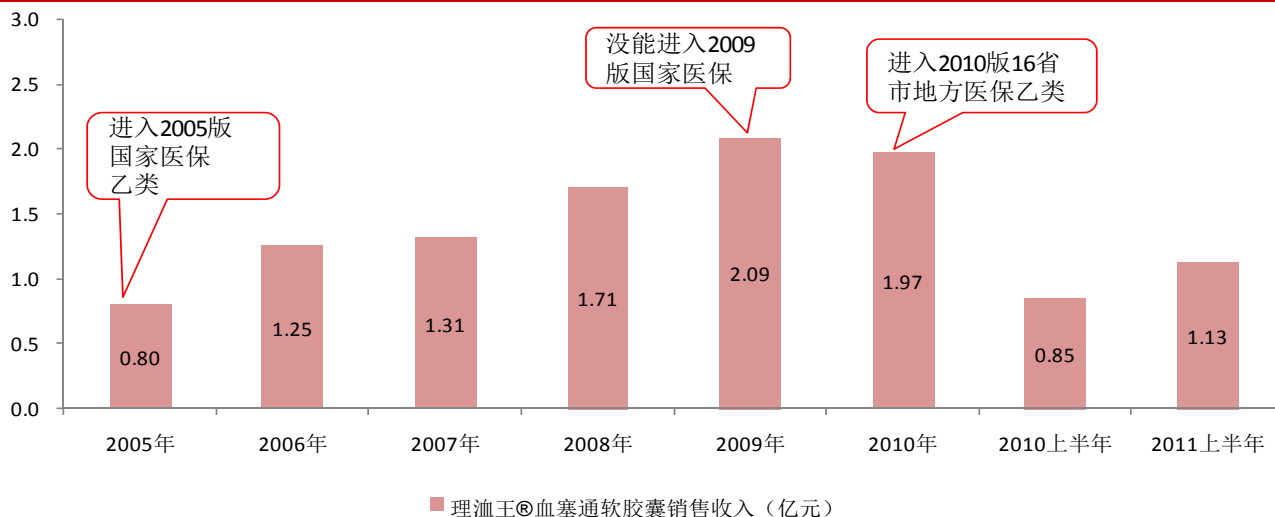


来源：中药材价格信息网，齐鲁证券研究所

血塞通软胶囊：快速成长的潜力品种

- 血塞通软胶囊是三七总皂苷的口服制剂，功效是活血祛瘀，通脉活络，抑制血小板聚集和增加脑血流量。软胶囊剂型的生物利用度好于胶囊和片剂。
- 血塞通软胶囊剂型目前仅有昆明制药和昆明圣火药业两家生产，市场竞争格局较为有利。
- 公司的络泰®血塞通软胶囊 2004 年上市，在公司 2009 年开始推行的大品种战略中列为重点推广的品种，09 年销量增长 132%，2010 年销量增长 104%，我们估计该产品 2010 年为公司贡献销售收入约 2 千万元。
- 对比下表中圣火药业的理洙王®血塞通软胶囊过去几年的增长情况，同时考虑该品种所处大治疗领域的巨大市场容量和有利的竞争格局，虽然血塞通软胶囊没有进入 2009 版国家医保，我们认为未来该产品还有快速成长的空间。

图表 13：圣火药业的理洙王®血塞通软胶囊销售收入(2005 年-2011 上半年)



来源：齐鲁证券研究所

品种资源丰富，有待充分挖掘

天麻素系列：天麻素注射液享有优质优价，神经系统用药处在成长期

- 天麻素系列适用于神经衰弱、神经衰弱综合症、血管神经性头痛所致的失眠、头晕、多梦、心慌、耳鸣等症，天麻素注射液(天眩清)对美尼尔氏症具有良好作用。
- 公司的天麻素原料药是通过化学合成的方法获得，在理化性质上与天然来源天麻素完全一致，源于自然，高于自然，安全性上没有传统中药注射剂的隐忧，而且成本不受制于中药材涨价的困扰。

图表 14: 昆明制药的天麻素系列产品

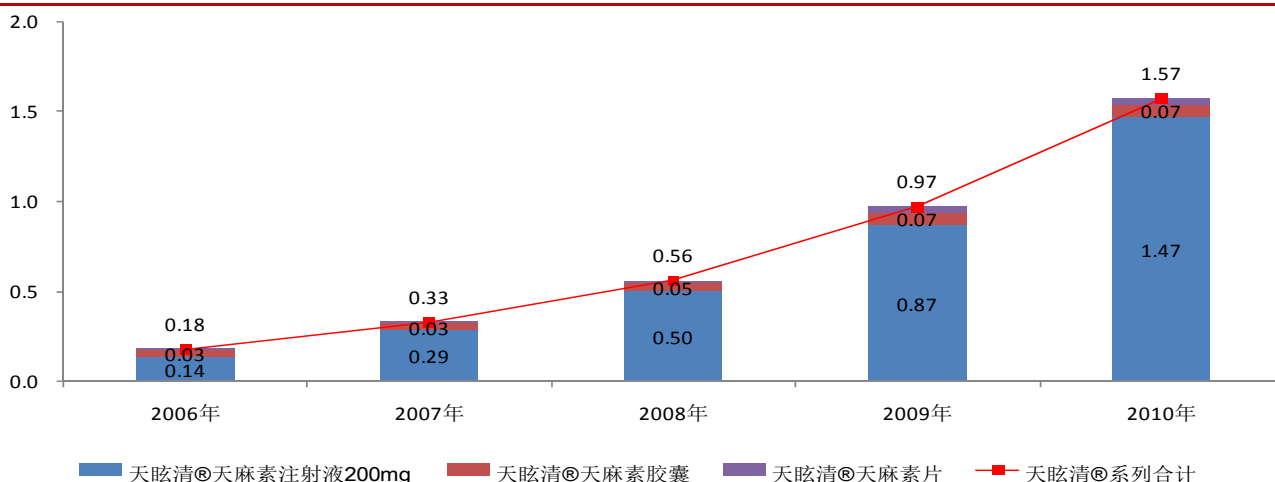
产品名称	进入医保的情况	竞争格局
天麻素注射液(天眩清®)	国家乙类	30 家企业获得批文, 昆明制药是唯一享有优质优价的
天麻素片(天眩清®)	地方乙类(黑龙江、陕西、云南、重庆)	43 家企业获得批文, 竞争激烈
天麻素胶囊(天眩清®)	地方乙类(黑龙江、陕西、云南、重庆)	11 家企业获得批文, 竞争激烈
乙酰天麻素片(精和®)	地方乙类(黑龙江、陕西、云南、重庆)	独家

来源: 齐鲁证券研究所

- 昆明制药曾经是是天麻素片和天麻素注射液(天眩清)的国内独家生产厂商, 现在虽然市场上有 30 家企业加入竞争, 但是由于昆明制药的天麻素注射液(天眩清)是同类产品中唯一享有优质优价的, 并且在 2005 年 7 月得到了国家食品药品监督管理局静脉滴注的生产批件, 为扩大市场份额奠定了基础, 因此昆明制药占据天麻素注射液约 40.5% 的市场份额, 位居第一。

■ 我们怎样看待天麻素类药物的市场容量和增长前景:

- 首先, 天麻素类药物所属的神经系统用药是我国医院用药的第 6 大类别, 我国神经系统药品医院终端的规模 2009 年是约 366 亿元, 而且发展非常迅速。根据 SFDA 对样本医院的统计, 神经系统用药过去三年复合增长率为 47.36%。从全球范围来看, 神经系统用药是销售规模最大的药物, 目前我国社会节奏加快, 工作压力增加, 患神经系统疾病的概率增加, 对神经系统疾病的认知度逐渐提高, 神经系统用药正处在成长期。
- 其次, 虽然在神经系统药品中, 化学药占据主流, 但是天麻素类药物作为中药西制的经典, 在有效性和安全性方面得到了市场的认可。天麻素注射液在医院终端神经系统中成药销售额中位居首位, 而且份额增长迅速, 08 年是 11.10%, 09 年是 14.84%。我们判断天麻素系列产品将会继续保持 30% 以上的快速增长。

图表 15: 过去 5 年天眩清®天麻素产品临床使用金额(亿元)


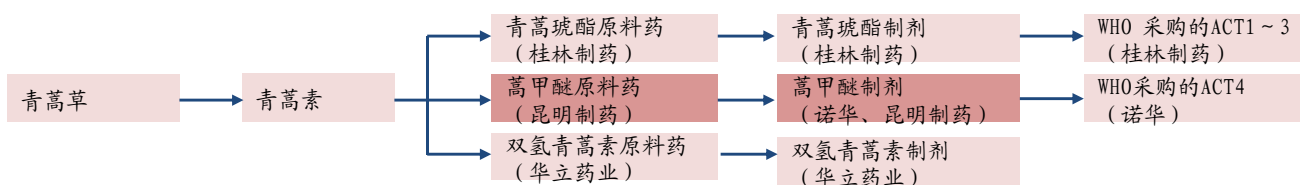
来源: IMS, 齐鲁证券研究所

备注: IMS 的统计数据口径是医院进价, 不包括药店, 基层医疗数据不全

蒿甲醚系列：曾经的利润增长点，未来看蒿甲醚制剂的 WHO 认证

- 昆明制药的蒿甲醚系列产品是疟疾治疗的一线用药。公司的蒿甲醚系列包括蒿甲醚原料药、复方蒿甲醚片、复方磷酸萘酚喹片(ARCO®)、蒿甲醚片、蒿甲醚注射剂、蒿甲醚胶囊等产品。昆明制药独家拥有 12 个蒿甲醚类药品批文，几乎涵盖了国内所有的蒿甲醚产品和复方产品。
- 公司打造了从种植、GMP 提取、成药、研发到国际营销的青蒿素产业链。公司蒿甲醚原料药通过 WHO 的 PQ 认证、美国 FDA 认证，主要供应给跨国药企诺华。蒿甲醚针剂、复方磷酸萘酚喹片 ARCO®等主要在医疗卫生条件落后的疟疾高发区的私立市场销售，例如非洲、东南亚、南美洲。
- **抗疟药物的市场特点和容量：**
 - 抗疟药物的销售市场主要在非洲，由于患病人群支付能力低下，**市场分为公立市场和私立市场**，公立市场（依靠世卫组织、政府、国际慈善基金组织的采购）占约 70%，私立市场（私人自付费用，市场分散而且竞争激烈）占约 30%。要获得 WHO 等国际组织的采购有三个门槛：该药品要进入 WHO 的采购目录；从原料药到制剂都要通过 WHO 的 cGMP 认证；通过预供应商资格认证 (PQ)。
 - 抗疟药物市场的需求是刚性的，**受制因素是采购资金的萎缩**：根据 WHO 统计，2008 年全球有 109 个国家处于疟疾病发区（其中 45% 为非洲地区），超过 33 亿人的健康受到疟疾威胁，其中超过 2.47 亿人次感染疟疾。由于抗疟药物主要依赖于世卫组织、政府、国际慈善基金组织的采购，09 年经济危机以来由于采购资金不到位，抗疟药物市场的刚性需求并没有得到满足。

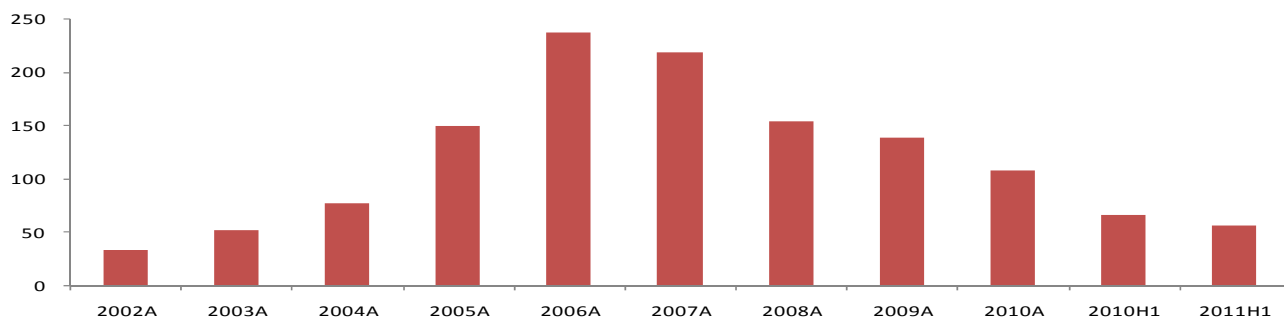
图表 16：中国青蒿素类药物的市场参与者



来源：齐鲁证券研究所

- 昆明制药拥有自主知识产权的复方磷酸萘酚喹片符合 WHO 推荐的青蒿素类复方药物治疗疟疾(ACT 疗法)的治疗原则。2010 年上半年公司启动了 ARCO 国际化制剂基地建设，正在积极推进 WHO 的预认证。未来如果通过 WHO 的预认证，将进入公立市场，蒿甲醚系列的收入和利润有望改善。

图表 17：昆明制药 2002 年 - 2011 上半年蒿甲醚系列产品的销售收入



来源：齐鲁证券研究所

特色中成药：超过 20 个独家品种或者中药保护品种是丰厚的品种资源

- **丰厚的品种资源：**昆明制药和全资子公司昆明中药厂、版纳药业拥有超过 20 个独家品种或者中药保护品种，这是我们看好的品种资源。一方面云南省有得天独厚的中草药资源，另一方面云南省多民族也带来丰富民族药经典组方，例如昆明制药的独家品种灯银脑通胶囊是彝药经典组方，银苓胶囊是傣药经典组方。

图表 18：昆明制药和全资子公司昆明中药厂的重要中成药品种

	产品名称	功能	进入医保	中药保护终止日期	其他厂家
昆明制药 (母公司)	灯银脑通胶囊	行气活血、散瘀通络	地方医保乙类(云南、内蒙、陕西、重庆、西藏)	——	独家
	银苓胶囊	解风热毒邪、止咳、补益	地方医保乙类(云南、广东)	——	独家
	露水草胶囊	天然植物降糖药	地方医保乙类(云南)	——	独家
	草乌甲素胶丸	天然单体植物镇痛、消炎药	国家乙类	——	剂型独家
昆明中药厂 (全资子公司)	肥儿疳积颗粒	健脾和胃，平肝杀虫	地方医保乙类(云南)	2016-9-13	云南白药
	阮氏上清丸	清热降火，生津止渴	地方医保乙类(云南)	2014-12-22	独家
	癫痫宁片	豁痰开窍，息风安神	地方医保乙类(云南)	2013-7-22	独家
	参苓健脾胃颗粒	补脾健胃，利湿止泻	地方医保乙类(云南)	2013-5-11	云南白药
	天麻祛风补片	温肾养肝，除湿止痛	地方医保乙类(云南)	2013-5-11	独家
	感冒疏风丸	辛温解表，宣肺和中	国家乙类	2013-5-11	独家
	清肺化痰丸	降气化痰，止咳平喘	地方医保乙类(云南)	2013-5-11	独家
	金花消痤丸	清热泻火，解毒消肿	地方医保乙类(云南)	2013-5-11	独家
	舒肝颗粒	舒肝理气，散郁调经	国家乙类	2012-8-1	独家
	止咳丸	降气化痰，止咳定喘	国家乙类	2010-8-21 延长 7 年	独家
	感冒疏风片	辛温解表，宣肺和中	国家乙类	2011-3-16 延长 7 年	腾冲制药
	暖胃舒乐颗粒	温中补虚，调和肝脾	地方医保乙类(云南)	——	独家
	止泻利颗粒	收敛止泻，解毒消食	地方医保乙类(云南)	——	独家
	板蓝清热颗粒	清热解毒，疏散风热， 利咽消肿	地方医保乙类(云南)	——	独家
	感冒消炎片	散风清热，解毒利咽	地方医保乙类(云南)	——	独家
版纳药业 (全资孙公司)	珠子肝泰胶囊	清热利湿，益气健肝	地方医保乙类(云南、内蒙古)	——	独家

来源：齐鲁证券研究所

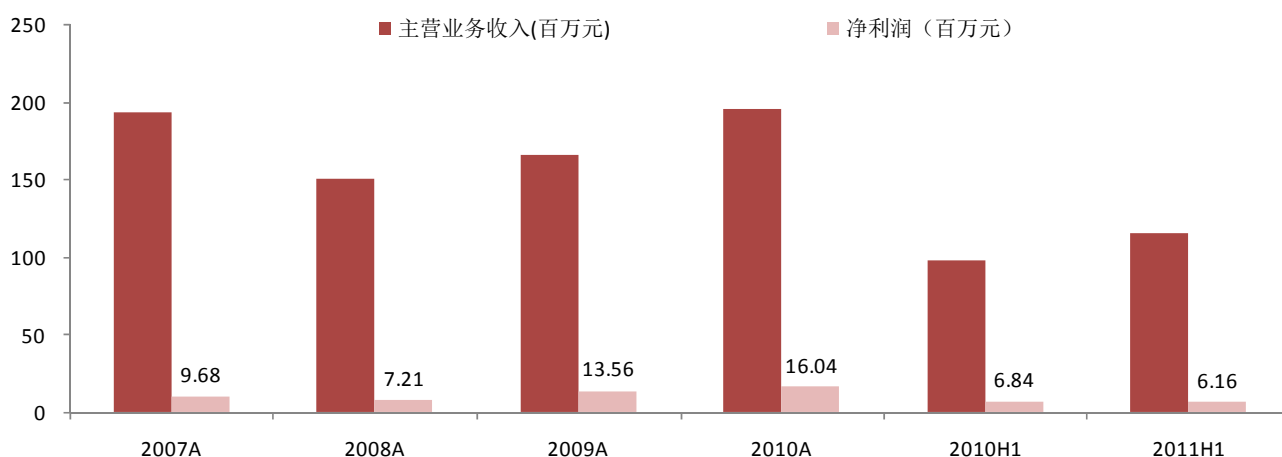
■ 昆明中药厂历史的传承和发扬：

- 昆明中药厂前身可追溯到清咸丰丁巳年（1857 年）昆明地区名医所开的“福林堂”、“六和堂”等药店，历史沉淀丰厚，拥有 15 个独家或者中药保护品种。2011 年昆明中药厂有限公司被国家商务部认定为“中华老字号”企业，“云昆”牌商标荣登“中华老字号”名录。
- 如今，昆明中药厂中国中成药工业企业五十强，云南省高新技术企业，

2010 年版《中国药典》起草单位。昆明中药厂起草的“天麻祛风补片”和“黄疸肝炎丸”两个药品质量标准列入该药典。

- 2010 年下半年，昆明中药厂的营销改革启动，现在只保留了省内和省外做得好的区域(9 省市)的队伍，18 个做得不好的省市，只保留地区经理。原先做到不好的区域，目前启用代理商来做，自己的队伍正在重新搭建中。我们判断今、明两年的昆明中药厂的利润水平可能接近行业平均水平增长，营销改革逐步取得成效之后，昆明制药厂有巨大增长潜力。

图表 19：2007 年以来昆明中药厂的销售收入和单体净利润



来源：齐鲁证券研究所

备注：昆明制药 2007 年 7 月完成对昆明中药厂股权的收购

贝克诺顿：3 个单独定价品种+不断引进新品种

- 昆明制药的化药平台是和 TEVA 合资的持股 50% 的贝克诺顿，主要品种包括阿法骨化醇软胶囊、玻璃酸钠注射液、阿莫西林系列，这三大品种的单产品年销售都在 1 亿元左右，享有单独定价。

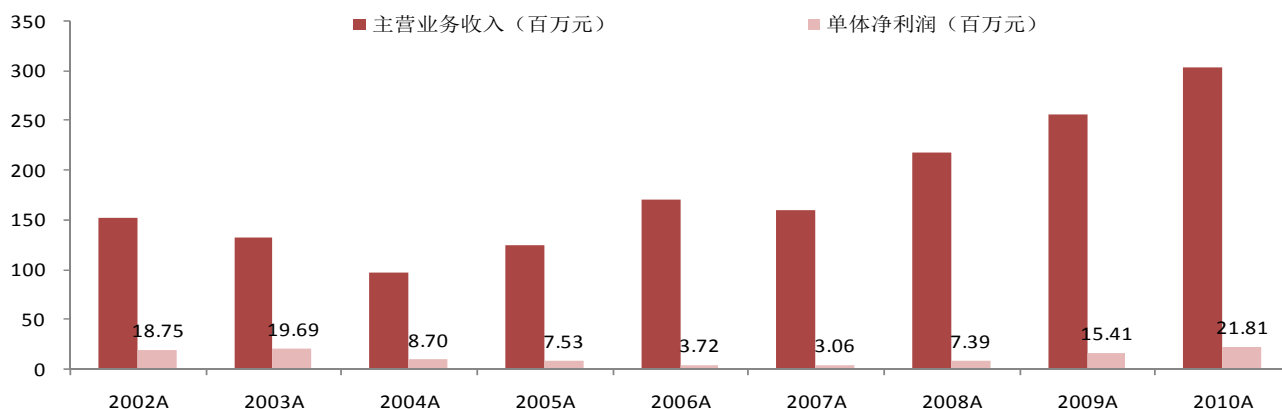
图表 20：贝克诺顿的主要品种

主要品种	适应症	备注	医保目录
阿法迪三（阿法骨化醇软胶囊）	骨质疏松症，肾性骨病，甲状旁腺功能减退	目前国内应用最广泛的活性维生素 D3	国家乙类
阿尔治（玻璃酸钠注射液）	变形性膝关节病、肩关节周围炎。	目前国际上治疗退行性骨关节炎的一线用药	未进入
阿莫西林（颗粒剂、胶囊、干混悬剂、注射剂）	敏感细菌(不产 β -内酰胺酶菌株)所致感染		国家甲类

来源：齐鲁证券研究所

- 2010 年 11 月 29 日、2011 年 3 月 2 日、2011 年 8 月 4 日，国家发给委 3 次调低部分单独定价药品的最高零售价，其中涉及贝克诺顿的主要品种阿莫西林胶囊、阿莫西林干混悬剂、阿法骨化醇软胶囊。由于同类产品的其他外资厂家的最高零售价格也被下调，而且下调后的最高零售价和之前终端的实际零售价还有少量空间或者持平，我们判断对贝克诺顿今年的销售量和销售收入都不会有影响，未来的增长主要看新产品的引进。
- 贝克诺顿的优势来自两方面：
 - 强大的市场营销团队：350 多名销售人员，建立起学术营销为主，渠道销售和 OTC 三线并举的营销构架。营销网络以上海为中心辐射全国，在国内设立了华东、华南、华北 3 个大区，在全国 25 个城市设有办事处或代表处。贝克诺顿已在抗生素、骨科、免疫调节领域形成优势。
 - 合资优势：外资合作方是全球最大的仿制药厂商 TEVA，贝克诺顿在加强与美国、以色列、日本等世界著名制药公司的合作，不断引进和代理国际知名品牌的药品。例如 2010 年下半年贝克诺顿引进阿奇霉素的原研品牌“舒美特”在中国市场的经销权，还引进了免疫系统用药环孢素 A。未来还将陆续引进定位于高端的仿制药。

图表 21：贝克诺顿历年的销售收入和单体净利润



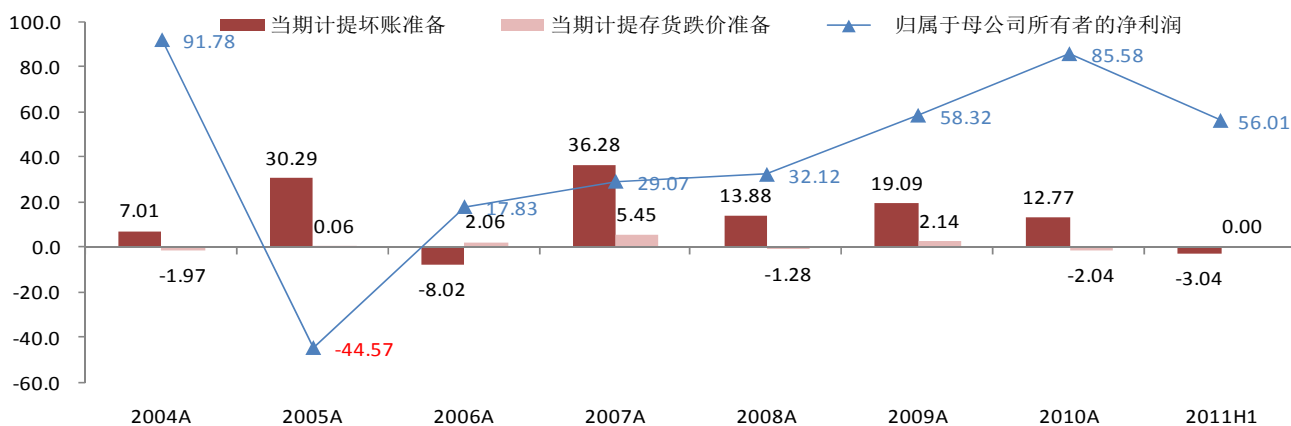
来源：齐鲁证券研究所

公司治理改善，推动业绩提升

治理结构：责任股东到位，撇清历史包袱

- 04 年，华立集团成为昆明制药的控股股东，在 04-05 年的过渡期间，公司经历管理层变更，对渠道的管理陷入混乱。06 年 10 月，现任董事长何勤到位，公司开始对渠道进行清理，通过控货、撤换经销商等方式对渠道进行整顿。05 年-10 年，公司累计计提坏账准备 1.04 亿元，将历史包袱撇清。

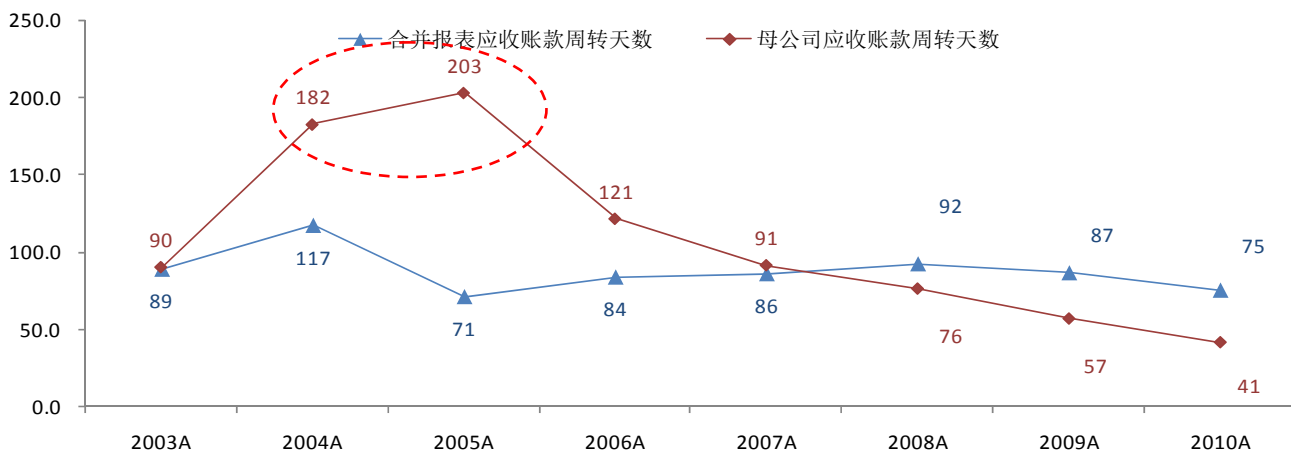
图表 22：过去七年昆明制药计提坏账准备和存货跌价准备的情况



来源：齐鲁证券研究所

- 由于母公司掌握了医药工业包括的核心——三七、天麻、蒿甲醚三大植物药系列，所以可以重点观察母公司应收账款周转天数的变化情况。从下图可见，母公司的应收账款周转天数从 04-05 年 182-203 天的糟糕情况，逐步改善，10 年 41 天的周转天数处于行业的优秀水平。

图表 23：昆明制药应收账款周转的改善



来源：齐鲁证券研究所

- 公司现在的企业治理结构结合了民营和国有的双重优势：大股东华立集团以昆明制药作为植物药平台，管控到位，改善了激励机制。云南工投集团、红塔集团，不参与日常管理，只在董事会层面行使投票权和分享收益。双方股东都积极为公司争取更好的条件。

营销改革：引入代理商，精细化管理，实施大品种战略

- 昆明制药 07 年开始进行营销改革，提高了公司的营销能力，业绩随之提升。
- 引入代理商，双管齐下：
 - 07 年以前，公司主要依靠自有销售队伍进行推广，优点是对市场的敏感度较好，缺点是市场的覆盖速度慢；
 - 07 年以后，公司积极引入代理商，加快对空白市场的开拓，并且建立较完善的经销商管理制度，对经销商的回款等进行精细化管理。
 - 自有队伍+代理商的双轨制，解决了广度的问题，另外保留自有队伍使公司保持对市场的敏感性，便于对代理商的精细化管理。对于实行两票制的地区，就只能用自己的队伍做。
 - 相对于竞争对手珍宝岛、梧州制药（中恒子公司）的纯代理模式，双轨制便于对市场的精细化管理，更加稳健。
- 加强部门建设及招投标管理：公司于 2007 年 9 月将营销中心搬迁至北京，加强了政策事务部的力量，对价格维护和招投标的管理不断加强。络泰®血塞通冻干针剂在药品集中采购中标的省市数量的大幅提升，就是一例。
- 实施大品种战略：2009 年公司确定大品种战略，制定品种阶梯计划，大力推动优势品种的销售。在激励机制上向大品种倾斜，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，推动主导品种的快速发展。

图表 24：昆明制药的大品种战略实施以来主要产品的销量增长

	2009 年	2010 年	2011 上半年
血塞通冻干针剂	200mg 增长 78%	200mg 增长 90% 400mg 增长 52%	增长>50%
天眩清水针	增长 71%	增长 27%	增长>50%
血塞通软胶囊	增长 132%	增长 104%	增长>50%

来源：齐鲁证券研究所

- 精细化管理：
 - 2009 下半年起，昆明制药按产品和终端结合的方式，对母公司国内销售组织架构进行改革。对全国销售地区实行分区管理，全国销售区域分为华南、华北和华西三个区域；同时对产品实施分组管理，单独管理并重点发展口服制剂，建立学术营销、渠道销售和 OTC 三个渠道互补的营销架构。
 - 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。
 - 现在，母公司共有 7 支销售队伍（即：营销中心的 7 个销售部门），图表 25 列示了他们各自负责的区域和产品：

图表 25：昆明制药营销中心的销售部门及负责产品

部 门	负 责 区 域	负 责 产 品
昆北公司	北京、山东、内蒙古、山西、黑龙江、吉林、辽宁、河南、河北、天津	络泰®注射液用血塞通(冻干)200mg 络泰®注射液用血塞通(冻干)400mg 天眩清®天麻素注射液 2ml*200mg
昆南公司	广东、广西、云南、福建 海南 江苏 浙江、江西、安徽、上海	络泰®注射液用血塞通(冻干)200mg 络泰®注射液用血塞通(冻干)400mg 天眩清®天麻素注射液 2ml*200mg
昆西公司	贵州、四川、重庆、新疆、陕西、甘肃、青海、宁夏、西藏、湖南、湖北 云南口服剂	络泰®注射液用血塞通(冻干)200mg 络泰®注射液用血塞通(冻干)400mg 天眩清®天麻素注射液 2ml*200mg
昆云公司	北京、山东、内蒙、山西、黑龙江、吉林、辽宁、河南、河北、天津、广东、广西、湖南、湖北、福建、海南、江苏、浙江、江西、安徽、上海、贵州、四川、重庆、新疆、陕西、甘肃、青海、宁夏、西藏	络泰®血塞通软胶囊 络泰®灯银脑通胶囊 天眩清®天麻素胶囊 精和®乙酰天麻素片 精和®银芩胶囊 舒风灵®秋水仙碱片 卓奇诺®露水草胶囊 关维®草乌甲素胶丸(10 粒装除外) 昆明牌多维元素片(21)(60 粒) 刚好®复方青蒿喷雾剂
昆水公司	黑龙江、吉林、辽宁、河南、河北、天津、北京	络泰®血塞通注射液 2ml/5ml/10ml 昆明牌多维元素片(21)(60 粒) 刚好®复方青蒿喷雾剂
昆普公司	云南	公司普药品种
青蒿素系列国内营销负责人	全国	蒿甲醚注射液 80mg 1ml 蒿甲醚注射液 40mg 0.5ml 复方磷酸茶酚喹片 125mg+50mg

来源：齐鲁证券研究所

- 2010 年下半年开始对全资子公司昆明中药厂的营销体系进行改革：原来约有 200 名销售人员,现在只保留了省内和省外做得好的区域(9 省市)的队伍,18 个做得不好的省市,只保留地区经理。原先做到不好的区域,目前启用代理商来做,自己的队伍正在重新搭建中。

激励机制：激励到位，机制不断完善

■ 对高层开展股权激励，：

- 公司于 2010 年 9 月推出了对高层管理人员：董事长、总裁班子成员及党委书记的股权激励计划，以授予对象的自有资金和公司净利润中超出考核指标部分计提的资金从二级市场购买公司股票授予激励对象，超出考核指标越多，计提比例越高。2010 年公司实现净利润 8558 万元，超出考核指标 7500 万元 14.10%，激励效果初步显现。
- 公司股权激励考核净利润和毛利率两个指标，必须在两个条件都达到时才满足激励条件。净利润设定分段累进制奖励提取比例，从下表中可以看出 2012 年区间三以上的提取比例相对前两年是最高的，我们认为股权激励设计合理，与业绩增长充分挂钩，激活了管理层的动力。

图表 26：对净利润的考核以及用于股权激励的比例(万元)

项目	2010年	2011年	2012年
净利润基本触发基数(含本数) 经审计主营业务净利润	7500	11250	14625
分区间超额基金激励计提比例(按当年经审计净利润)			
区间一：7500-8000(含本数)	12.50%	区间一：11250-11750(含本数) 12.50%	区间一：14625-15125(含本数) 12.50%
区间二：8000-8500(含本数)	15%	区间二：11750-12250(含本数) 15%	区间二：15125-15625(含本数) 15%
区间三：8500-9000(含本数)	15%	区间三：12250-12750(含本数) 20%	区间三：15625-16125(含本数) 23%
区间四：9000-9500(含本数)	17.50%	区间四：12750-13250(含本数) 22.50%	区间四：16125-16625(含本数) 37.50%

来源：齐鲁证券研究所

图表 27：股权激励对毛利率的考核

年度	公司各考核年度当年经审计医药制造板块毛利率
2010 年度	49.5%
2011 年度	50.0%
2012 年度	50.0%

来源：齐鲁证券研究所

图表 28：预计股权激励对 2011 年-2013 年管理费用的影响金额

	2011E	2012E	2013E
预计提取金额（万元）	225	379	868

来源：齐鲁证券研究所

- **对中层以现金激励为主：**公司针对中层管理人员实施年基金计划，主要针对对公司的中层管理、销售和技术的骨干业务人员。激励机制在不断完善。
- **完善干部培养储备计划：**公司实施的“金枪鱼计划”，通过内生式的培训，培养选拔中层管理人员，主要储备研发、生产、营销人员。“金枪鱼计划”顺利实施，已有 6 人通过该计划晋升为中层管理人员。

盈利预测、估值和投资建议

盈利预测

- 我们预计公司 2011-13 年收入分别为 22.18、27.16、32.92 亿元，增速为 22.05%、22.48%、21.19%；净利润为 1.26、1.73、2.30 亿元，增速为 47.64%、36.66%、33.24%，2011-13 年对应 EPS 为 0.40、0.55、0.73 元。

图表 29：昆明制药销售收入预测表（百万元）

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
产品I三七总皂甙系列					
其中：三七总皂甙原料药、口服制剂、水针	84.00	110.10	132.12	151.94	174.73
三七总皂甙冻干粉针剂	119.00	168.15	231.00	316.25	424.70
销售收入	203.00	278.25	363.12	468.19	599.43
增长率 (YOY)	6.84%	37.07%	30.50%	28.93%	28.03%
占总销售额比重	14.15%	15.31%	16.37%	17.24%	18.21%
占主营业务利润比重	30.01%	33.06%	38.25%	40.22%	41.41%
产品II天麻素系列					
销售收入	72.00	94.00	126.04	163.86	213.01
增长率 (YOY)	44.00%	30.56%	34.09%	30.00%	30.00%
占总销售额比重	5.02%	5.17%	5.68%	6.03%	6.47%
占主营业务利润比重	10.79%	11.32%	13.46%	14.17%	14.92%
产品III蒿甲醚系列					
销售收入	138.33	107.30	91.21	86.64	82.31
增长率 (YOY)	-10.16%	-22.43%	-15.00%	-5.00%	-5.00%
占总销售额比重	9.64%	5.90%	4.11%	3.19%	2.50%
占主营业务利润比重	8.97%	4.86%	4.05%	3.14%	2.41%
产品IV其他中成药					
销售收入	165.56	235.80	259.38	298.29	357.95
增长率 (YOY)	-0.08%	42.43%	10.00%	15.00%	20.00%
占总销售额比重	11.54%	12.98%	11.69%	10.98%	10.87%
占主营业务利润比重	17.92%	15.71%	15.32%	14.36%	13.95%
产品IV化学合成药					
销售收入	350.41	387.36	464.83	557.80	669.36
增长率 (YOY)	24.57%	10.54%	20.00%	20.00%	20.00%
占总销售额比重	24.42%	21.32%	20.96%	20.53%	20.33%
占主营业务利润比重	30.35%	25.69%	25.65%	24.77%	24.07%
产品IV医药商业					
销售收入	509.51	676.55	913.34	1,141.68	1,370.01
增长率 (YOY)	2.65%	32.78%	35.00%	25.00%	20.00%
占总销售额比重	35.51%	37.23%	41.18%	42.03%	41.62%
占主营业务利润比重	2.75%	3.23%	3.27%	3.34%	3.24%

来源：齐鲁证券研究所

- 对期间费用和所得税率假定如下表：
- 公司代理销售增长较快，销售费率会略有下降，毛利率也会有所下降。
 - 随着公司治理的改善，管理费用率可能略有下降。

图表 30：昆明制药期间费用率及所得税率假定

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业费用	-275	-294	-338	-377	-454	-550
% 销售收入	21.0%	20.5%	18.6%	17.0%	16.7%	16.7%
管理费用	-97	-97	-111	-120	-141	-168
% 销售收入	7.4%	6.8%	6.1%	5.4%	5.2%	5.1%
财务费用	-19	-11	-7	-5	1	7
% 销售收入	1.5%	0.7%	0.4%	0.2%	0.0%	-0.2%
所得税	-7	-13	-19	-28	-39	-51
所得税率	15.8%	15.9%	15.9%	15.9%	15.9%	15.9%
少数股东损益	4	9	13	23	32	42
少数股东损益占比	11.3%	12.9%	13.3%	15.5%	15.2%	14.9%

来源：齐鲁证券研究所

绝对估值法：19.66 元

- 假定无风险利率 3.50%、风险溢价7.00%、BETA 为0.81，2011-13 年显性期增长率详见销售收入预测表，2014-23 年的半显性期假定收入增速从20%下降到10%，TV=2%，DCF 绝对估值显示公司价值为19.66元。

图表 31：昆明制药 DCF 估值为 19.66 元

每股价值	19.66	TV增长率	2.0%
隐含P/E	48.89	Ke	9.16%
企业值	6,177.29	债务	145.00
		投资	203.65
股票价值	6,177.29	少数股东权益	84.91

$$PV(FCFE) = \sum_{t=1}^{n=10} \frac{FCFE_t}{(1+K_e)^t} + \frac{FCFE_n \times (1+TV)}{(1+K_e)^n \times (K_e - TV)}$$

来源：齐鲁证券研究所

PE 相对估值法：16.50-18.25 元

- 公司未来三年的净利润复合增长率 32%，可以考虑给予一定的溢价，按 2012 年×30，2013 年×25，根据我们对 2012-2013 年业绩的预测，公司的合理估值区间是 16.50-18.25。

图表 32：昆明制药 PE 相对估值结果：16.50-18.25 元

代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	每股收益				市盈率			
					10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
	行业平均								50.20	33.56	25.19	18.96
600422	昆明制药	14.45	45.40	45.36	0.27	0.40	0.55	0.73	53.05	36.13	26.27	19.79
600252	中恒集团	13.28	144.98	144.98	0.73	0.78	1.04	1.32	36.38	17.11	12.78	10.07
600535	天士力	41.94	216.59	204.67	0.87	1.28	1.57	2.01	48.10	32.76	26.69	20.88
002603	以岭药业	39.84	169.32	20.72	0.88	1.03	1.34	1.73	53.66	38.69	29.62	23.07
002566	益盛药业	35.75	39.44	9.87	1.06	1.03	1.29	1.75	45.00	34.74	27.74	20.42
300039	上海凯宝	25.60	67.34	35.11	0.71	0.69	0.95	1.28	54.44	37.09	26.88	19.98
300159	振东制药	34.80	31.39	8.12	1.26	0.91	1.32	1.88	60.75	38.42	26.34	18.47

来源：其他公司数据采用万得一致预期，齐鲁证券研究所

投资建议

- 综合相对估值和绝对估值结果，昆明制药的合理估值区间为 16.50-19.66 元。
- 公司的近期看点在于，营销能力改善，激励机制到位，主导产品络泰®血塞通系列和天眩清®天麻素系列快速增长；公司的长期竞争优势体现在公司丰富的品种资源和不断提升的营销能力。我们看好公司的投资价值和业绩增长的弹性，给予“增持”评级。

风险因素

- 如果三七等主要原料大幅涨价，产品的终端售价又没有提高的话，将挤压公司的利润空间。
- 如果发改委对血塞通冻干针剂大幅降价，或者昆明制药和珍宝岛在血塞通冻干针剂上展开激烈的价格战，会对公司的业绩产生不利影响。
- 如果失去天眩清天麻素针剂的优质优价，该产品的竞争优势将受不利影响。
- 如果昆明中药厂的营销改革没有取得预期效果，会对公司的业绩产生不利影响。
- 如果贝克诺顿后续没有好的新品种引入，将会减缓化药板块的增长。

图表 33：昆明制药财务报表摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	1,311	1,435	1,817	2,218	2,716	3,292
增长率	1.60%	9.5%	26.6%	22.0%	22.5%	21.2%
营业成本	-858	-929	-1,228	-1,520	-1,861	-2,235
% 销售收入	65.4%	64.8%	67.6%	68.5%	68.5%	67.9%
毛利	453	506	589	698	856	1,057
% 销售收入	34.6%	35.2%	32.4%	31.5%	31.5%	32.1%
营业税金及附加	-7	-8	-10	-12	-15	-18
% 销售收入	0.6%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-275	-294	-338	-377	-454	-550
% 销售收入	21.0%	20.5%	18.6%	17.0%	16.7%	16.7%
管理费用	-97	-97	-111	-120	-141	-168
% 销售收入	7.4%	6.8%	6.1%	5.4%	5.2%	5.1%
息税前利润 (EBIT)	73	107	130	189	246	321
% 销售收入	5.6%	7.4%	7.1%	8.5%	9.0%	9.8%
财务费用	-19	-11	-7	-5	1	7
% 销售收入	1.5%	0.7%	0.4%	0.2%	0.0%	-0.2%
资产减值损失	-17	-21	-12	-11	-10	-12
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	0	0	0	0	0
% 税前利润	4.7%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	39	75	111	172	236	316
营业利润率	2.9%	5.2%	6.1%	7.8%	8.7%	9.6%
营业外收支	4	5	6	6	6	6
税前利润	43	80	117	178	242	321
利润率	3.3%	5.5%	6.5%	8.0%	8.9%	9.8%
所得税	-7	-13	-19	-28	-39	-51
所得税率	15.8%	15.9%	15.9%	15.9%	15.9%	15.9%
净利润	36	67	99	149	204	270
少数股东损益	4	9	13	23	31	40
归属于母公司的净利润	32	58	86	126	173	230
净利率	2.5%	4.1%	4.7%	5.7%	6.4%	7.0%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	36	67	99	149	204	270
少数股东损益	0	0	0	23	31	40
非现金支出	51	58	48	45	45	47
非经营收益	19	5	3	3	-1	-4
营运资金变动	-15	-1	-59	-196	-129	-139
经营活动现金净流	92	129	91	25	149	215
资本开支	13	18	64	0	6	4
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-13	-18	-64	0	-6	-4
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-31	-62	-1	0	-111	0
其他	-20	-11	-24	-9	-52	-1
筹资活动现金净流	-50	-73	-25	-9	-163	-1
现金净流量	29	38	2	16	-19	209

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	136	195	200	193	142	312
应收款项	325	319	384	594	728	873
存货	229	272	331	379	464	557
其他流动资产	25	24	65	80	98	118
流动资产	715	810	979	1,246	1,432	1,860
% 总资产	61.8%	65.1%	69.1%	75.3%	78.8%	83.8%
长期投资	3	4	4	4	4	4
固定资产	313	287	279	258	225	202
% 总资产	27.1%	23.1%	19.7%	15.6%	12.4%	9.1%
无形资产	98	109	116	110	119	117
非流动资产	442	434	437	409	386	361
% 总资产	38.2%	34.9%	30.9%	24.7%	21.2%	16.2%
资产总计	1,157	1,244	1,416	1,656	1,819	2,221
短期借款	194	112	125	125	14	14
应付款项	229	308	375	451	551	663
其他流动负债	50	51	76	137	107	127
流动负债	472	472	576	713	673	804
长期贷款	14	34	20	20	20	20
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	486	506	596	733	693	824
普通股股东权益	607	666	735	814	987	1,217
少数股东权益	64	73	85	108	139	179
负债股东权益合计	1,157	1,244	1,416	1,656	1,819	2,221

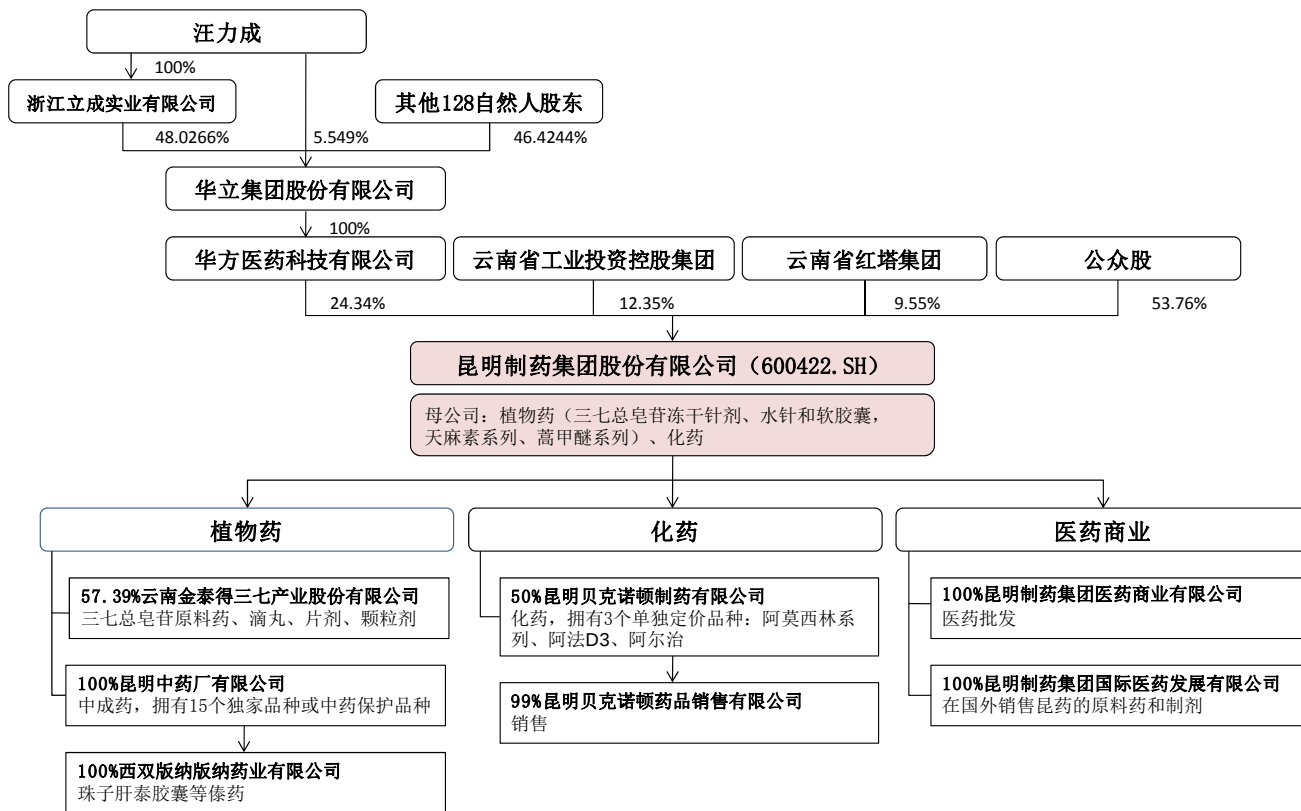
比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益 (元)	0.102	0.186	0.272	0.402	0.550	0.732
每股净资产 (元)	1.931	2.119	2.340	2.592	3.142	3.874
每股经营现金净流 (元)	0.292	0.409	0.289	0.005	0.377	0.555
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.150	0.150	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	5.30%	8.76%	11.64%	15.51%	17.49%	18.90%
总资产收益率	2.78%	4.69%	6.04%	7.63%	9.49%	10.36%
投入资本收益率	8.32%	13.08%	14.31%	18.20%	20.37%	24.20%
增长率						
营业总收入增长率	1.60%	9.46%	26.64%	22.05%	22.48%	21.19%
EBIT 增长率	1.57%	46.21%	21.45%	45.59%	30.28%	30.60%
净利润增长率	10.49%	81.59%	46.73%	47.64%	36.66%	33.24%
总资产增长率	-2.79%	7.53%	13.81%	16.92%	9.86%	22.09%
资产管理能力						
应收账款周转天数	92.4	86.7	75.5	73.5	73.5	72.5
存货周转天数	101.2	102.1	92.4	91.0	91.0	91.0
应付账款周转天数	51.9	55.2	49.1	49.1	49.1	49.1
固定资产周转天数	89.4	75.2	55.0	40.5	29.4	22.0
偿债能力						
净负债/股东权益	10.73%	-6.59%	-6.70%	-5.15%	-9.62%	-19.88%
EBIT 利息保障倍数	3.8	10.0	19.4	36.5	-292.8	-48.9
资产负债率	42.05%	40.65%	42.08%	44.28%	38.08%	37.12%

来源：齐鲁证券研究所

附录

昆明制药股权结构图

图表 34：昆明制药股权结构图



来源：公司公告，齐鲁证券研究所

主要子公司的单体净利润

图表 35：昆明制药的主要子公司单体净利润(万元)

公司名称	主要产品或服务	股比	2002A	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2010H1	2011H1
昆明中药厂有限公司	舒肝颗粒、止咳丸、清肺化痰丸、参苓健脾胃颗粒等中成药	100%	-	-	-	-	-	968	721	1,356	1,604	684	616
云南金泰得三七产业股份有限公司	三七系列口服制剂、三七总皂甙原料药	57.39%		433	320	290	-394	39	64	223	525	235	432
昆明贝克诺顿制药有限公司	抗生素系列药品	50%	1,875	1,969	870	753	372	306	739	1,541	2,181	800	731
西双版纳版纳药业有限责任公司	珠子肝泰胶囊等傣药	100%	-	-	-	200	212	269	410	224	242	99	89
昆明制药集团医药商业有限公司	批零兼营、代购代销	100%	-	-	-	-1,071	-91	514	319	388	322	19	311
昆明制药药品销售有限公司	批零兼营、代购代销	-	321	-656	-488	-15,582	-964	-	-	-	-	-	-

来源：公司年报，齐鲁证券研究所，注：持股比例为截止 2010 年底的数据。

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本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。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本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“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308