

昆明制药(600422)调研报告

推荐

产能瓶颈即将解决，公开增发提升发展后劲

首次评级

健康护理/医药

发布时间：2011 年 11 月 9 日

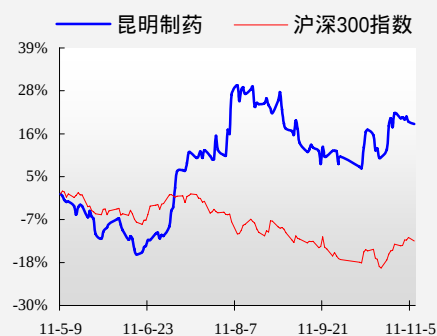
投资要点：

- **血塞通产能瓶颈即将消除。**血塞通冻干粉针扩产车间已经于 10 月底通过国家药监局的现场认证，预计最快将于年底获得生产批文，届时将扩大产能 3000 万支，足以满足未来三年的市场需求。
- **天眩清天麻素继续高速增长。**天眩清天麻素是发改委批准的优质优价产品，竞争优势明显，近年受益于镇静催眠市场容量的扩大而快速发展，预计未来五年仍将维持较高增速。
- **蒿甲醚准备进入国际公立采购市场。**公司正计划通过公开增发募资建设符合 WHO 标准的 GMP 车间，力争让蒿甲醚注射液进入 WHO 抗疟药物的公立采购体系。
- **二线特色植物药蓄势待发。**公司拥有多个独家植物药品种，灯银脑通胶囊、乙酰天麻素片、草乌甲素胶丸、血塞通软胶囊和银芩胶囊将是公司重点推广的 5 个产品。
- **贝克诺顿受降价政策影响较大。**贝克诺顿的产品主要是抗生素和骨关节治疗类，主打产品受国家发改委的降价政策影响较大。
- **投资建议：**在不考虑公开增发的影响下，我们预计公司 2011 年 ~ 2013 年的 EPS 分别为 0.39 元、0.57 元和 0.78 元，对应的 PE 分别为 38.87 倍、26.60 倍和 19.44 倍，相对于其成长性，估值水平并不高，我们首次覆盖并给予公司“推荐”评级，建议投资者长期关注。
- **风险提示：**药品降价的风险；血塞通和天麻素销售增速达不到预期的风险；二线品种增长缓慢的风险。

业绩预测：

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	1,817	26.64	86	46.73	0.27		56.15	
2011E	2,334	28.45	122	41.86	0.39		38.87	
2012E	2,912	24.76	179	46.72	0.57		26.60	
2013E	3,657	25.58	245	36.87	0.78		19.44	

走势图



市场数据

2011-11-8

收盘价：	15.16 元
52 周最高价：	17.35 元
52 周最低价：	10.55 元
平均持仓成本：	14.40 元

基本数据

2011Q3

总股本（万股）：	31,418
流通 A 股（万股）：	31,418
每股收益（元）：	0.29
每股净资产（元）：	2.47
每股经营现金流（元）：	0.24
市净率：	6.14

分析师：周思立 联系人：刘林
执业证书编号：S0550511010003
TEL: (8621)6336 7000 - 254
FAX: (8621)6337 3209
Email: liulin@nesc.cn
地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼
邮 编：200002

一、血塞通产能瓶颈即将解决

血塞通注射液是由昆药集团和中科院昆明植物所等科研院校合作研发，并于 1985 年首次投放市场。1996 年，昆药集团开发出血塞通冻干粉针，是国内最先开发出三七总皂苷冻干粉针的厂家之一。公司又针对三七皂苷口服制剂吸收较差的缺点，从 1996 年就开始血塞通软胶囊的研发，于 2003 年获得了血塞通软胶囊的发明专利，并于 2005 年开始正式投入市场。目前公司已经拥有国内最完备的三七皂苷产品线，包括络泰注射用血塞通（冻干）、络泰血塞通注射液、络泰血塞通软胶囊以及血塞通片、血塞通滴丸和血塞通颗粒等。

公司的络泰注射用血塞通（冻干）在功效、成份、原料和剂型上与中恒集团的血栓通均较为相似，2006 年，国家发改委针对血塞通和血栓通两个产品组织了一次专家论证，得到的结论为“同名同药”。受益于进入基本药物目录和营销改革，络泰注射用血塞通（冻干）今年上半年的销量增长 50%以上。刚建成的冻干粉针扩建车间采用了国内最先进的东富龙设备，该车间已经于今年 10 月底通过国家药监局的现场认证，预计最快将于年底正式获得生产批文。扩建车间投产后，加上原有 1600 万支针剂的产能，络泰注射用血塞通（冻干）制剂的设计产能将达到 4600 万支，实际最大产能估计可能达到 6600 万支，产能足够未来三年的需求。由于冻干粉针剂车间的建设周期一般为两年左右，若明后年销售增速超预期增长，公司不排除在 2013 年再次考虑扩产的问题。

络泰血塞通注射液在 2010 年的销售量为 5,324 万支，占到血塞通注射液市场 31.83% 的份额，预计未来五年的年均销售增速为 20%，2015 年销售量有望达到 13,247 万支。由于现有产能已经满负荷生产，公司计划通过公开增发新增 12,000 万支的血塞通注射液（2ml：100mg*10 支）产能。

血塞通软胶囊是公司近年重点发展的口服制剂类新产品，目前仅有公司和昆明圣火药业公司拥有生产批文，竞争相对不激烈。该品目前还处于市场培育阶段，营销主要采用自建队伍加底价代理的混合营销模式，去年销售增速达到 104%，今年以来继续高速增长，预计到 2013 年将能开始贡献利润。

控股子公司云南金泰得三七产业股份有限公司位于云南文山州，是国内最早开发利用三七资源的药品生产企业之一，拥有血塞通片、血塞通滴丸和血塞通颗粒等产品，片剂的年生产能力为 10 亿片以上，其中三七总皂苷原料的生产能力为国内最大。

血塞通注射液和粉针剂为国家基本药物目录品种，三七皂苷口服制剂为国家医保乙类品种。随着血塞通粉针剂和水针剂产能瓶颈的逐渐解决，血塞通类产品也将继续保持较高的销售增速，我们预计未来三年“络泰”类产品的销售增速为 50%以上。

二、天麻素是增长亮点

天麻为名贵中药材，其中所含的天麻素具有镇静、安眠和镇痛作用，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合作开发了天麻素人工合成工艺。公司的天麻素系列产品包括天眩清天麻素胶囊、天眩清天麻素注射液、天眩清天麻素片和精和乙酰天麻素片等。天麻素系列产品获批厂家较多，竞争较为激烈。相比于其他厂家，公司的天眩清天麻素注射液是由国家发改委批准的优质优价产品，具有单独定价权，竞争优势明显。

天眩清天麻素注射液 2008 年销售增速超过 100%，2009 年为 71%，2010 年为 27%，今年上半年为 50%以上。2010 年天眩清天麻素注射液销售 1,200 万支，在江苏、浙江、陕西和北京等省市有较高的市场份额，占天麻素注射液国内市场份额的 33.16%，仅次于重庆西南药业。

预计未来五年，该品仍有望以 40%的年均复合增长率高速增长，2015 年的销量估计将达到 6453 万支。公司正计划募集资金扩建年产 7500 万支的天麻素注射液(2ml 200mg*6 支)，达产收入预计为 4.5 亿元。

三、蒿甲醚准备进入国际公立采购市场

青蒿素是中国科学家于 1970 年首次从黄花蒿中发现的全新结构的天然化合物，其抗疟疾疗效高、毒性低和不易产生耐药性。青蒿素类药品于 2001 年被世界卫生组织大规模推广使用，目前已经是很多国家的抗疟首选。青蒿素复方抗疟药品(ACT)的需求量从 2003 年的 200 万人份上升到 2010 年的 2.1 亿人份，预计 2011 年可能突破 2.45 亿人份。

青蒿素由于生物利用度低，因此主要使用其衍生物作为原料药品，包括蒿甲醚、青蒿琥酯、二氢青蒿素、蒿乙醚等，其中蒿甲醚和青蒿琥酯应用较为广泛。口服制剂主要用于治疗非复杂性疟疾，复杂性疟疾、重症疟疾和不适合口服治疗的非复杂性疟疾需要使用注射剂治疗。根据 WHO 发布的第二版疟疾治疗目录，世卫组织主要推荐使用蒿甲醚注射液和青蒿琥酯注射用粉针。

公司早在上世纪 90 年代就与诺华等合作推广青蒿素类药品，长期向诺华、赛诺菲-安万特等外资公司供应原料药。公司是国内蒿甲醚注射液唯一合法生产企业，蒿甲醚原料药也获得了 WHO GMP 的认证。公司的蒿甲醚等抗疟系列产品已经在全球 40 多个国家登记注册，2010 年销售收入达到 1680 万美元。

中国虽然供应了全球 90%的青蒿素原料药，但国内还没有一家企业的抗疟药制剂通过了 WHO 的预认证(PQ)资质，因此无法进入 WHO 的抗疟药公立援助采购体系，只能在市场空间较小的私立商业市场销售。公司公开增发项目中计划建设的国际化制剂车间，主要是蒿甲醚注射液生产线，该生产线将依据 WHO 的 GMP 要求建设，产能为年产

0.5ml 蒿甲醚注射液 1200 万支和 1ml 蒿甲醚注射液 4800 万支。

抗疟药无论是在公立采购市场还是私立商业市场，竞争态势都较为成熟，市场容量难有较快增长。但相对于外资企业高昂的生产成本，公司的蒿甲醚注射液具有较强的价格优势，且具有产业链一体化的优势。另外，蒿甲醚注射液生产工艺要求较高，同质化竞争相对并不激烈。我们对公司的蒿甲醚国际化制剂建设项目持乐观态度，认为公司能够通过世界卫生组织的 PQ 认证，并能凭借价格优势获得相应的订单。

四、二线特色植物药蓄势待发

公司目前拥有 68 个植物药批文，218 个化学药批文，其中国家一类新药 5 个，独家品种 20 个。除了蒿甲醚、血塞通和天麻素这三大主导产品之外，公司还拥有大量的特色植物药品种，灯银脑通胶囊、乙酰天麻素片、草乌甲素胶丸、血塞通软胶囊和银芩胶囊将是公司重点推广的 5 个产品。

公司还计划加大研发投入，加快现有品种的改造，力争在注射用蒿甲醚及其新适应症领域、芒果苷及胶囊、人工灯盏花乙素及其制剂领域取得突破，争取在 2018 年前获得 3 个创新药物的国家一类新药证书并正式生产。这些品种针对疟疾、白血病、肿瘤、痛风和中风等大病专科治疗领域，市场潜力巨大，若能如期完成，相当于再造一个昆药。

表 1：二线特色植物药

名称	独家品种	组份	功效
灯银脑通胶囊	是	灯盏花、银杏叶、满山香、三七	经典彝药。行气活血，散瘀通络，用于中风中经络，瘀血阻络证。
银芩胶囊	是	金银花、黄芩、鱼腥草、三七叶	傣药。清热解毒，清宣风热，用于外感风热所致的发热，咳嗽，咽痛及上呼吸道感染见以上症状者。
草乌甲素胶丸	是	草乌甲素	用于骨关节炎、类风湿性关节炎
露水草胶囊	是	露水草	彝药。滋阴清热，生津止渴，用于阴虚内热所致的消渴，II 型糖尿病见上述证候者。
复方青蒿喷雾剂	是	青蒿、青叶胆、大黄藤、黄芩、三七	彝药。清热解毒，化瘀止血，消肿止痛，用于大肠湿热所致炎性外痔，血栓性外痔。
黄藤素片/注射液	否	黄藤素	清热解毒。用于妇科炎症，菌痢，肠炎，呼吸道及泌尿道感染，外科感染，眼结膜炎。
七叶神安片	否	三七叶总皂苷	益气安神。用于心气不足引起的心悸、失眠。
豆腐果苷片	否	豆腐果苷	用于缓解神经官能症引起的头疼、头昏及睡眠障碍，辅助治疗原发性头疼。
秋水仙碱片	否	秋水仙碱	治疗痛风性关节炎的急性发作，预防复发性痛风性关节炎的急性发作。
灯盏花素片	否	灯盏花素	活血化瘀，通络止痛。用于中风后遗症，冠心病，心绞痛。

资料来源：公司网站、东北证券

五、营销改革成效逐渐显现

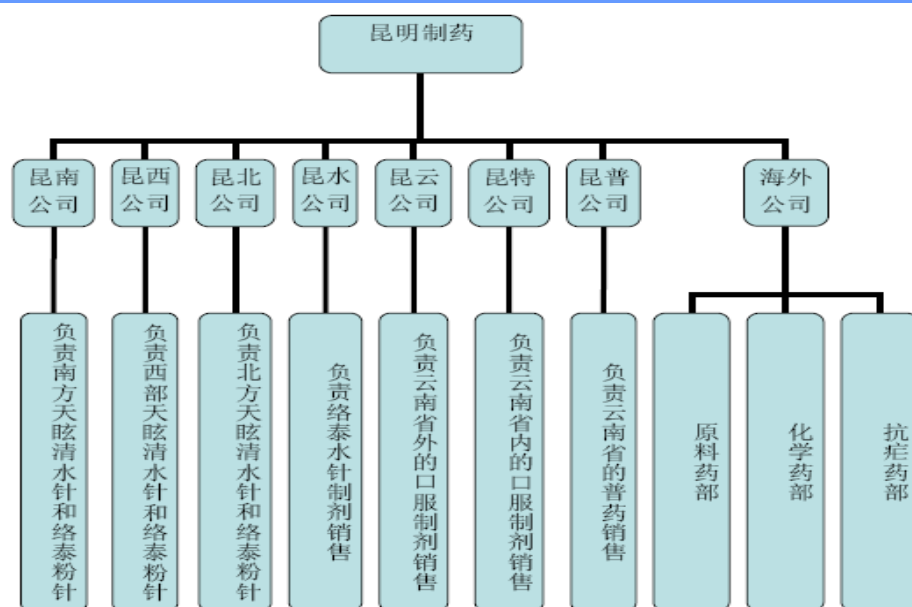
公司从 2009 年开始请咨询公司做营销改革，实行产品分线管理。目前，公司总裁直管销售，另有一位副总裁分管市场部和市场监管部。公司总部目前共有 8 支营销队伍：公司主导产品天眩清和络泰放在昆南、昆西和昆北公司销售；口服制剂类产品（主要是二线特色植物药）主要放在昆云公司和昆特公司，其中昆云公司负责云南省内的销售，昆特公司负责云南省外的销售；普药产品主要昆普公司；海外市场有专门的营销公司负责，涉及原料药、抗疟药和化学仿制药。除了集团总部之外，控股子公司和医药商业公司的营销渠道各自独立，分别有自己的营销队伍。

公司采用自建队伍加底价代理的混合营销模式，目前实行自建队伍和底价代理的区域的比例大致为六比四。自有队伍做得较为出色的省市有江苏、山东、北京、上海、天津和广东等，公司在自有队伍较为薄弱的地区主要选择底价代理模式，例如四川省过去是空白市场，去年找到代理商销售后，销售收入实现快速增长。

实行产品分线管理给公司的营销带来较大变化，第一是原有优势品种得以继续保持较高增长，二线特色品种由于重视度的提高，销售收入出现加速增长；第二是营销架构更为清晰，营销费用得到有效控制。从去年下半年起，公司将总部成功的营销改革向昆明中药厂等子公司复制，昆明中药厂的营业收入有了明显增长。

公司的产品线较多，涉及 OTC 药、处方药、中成药、化学药、原料药等，涵盖了多个治疗领域，营销模式不尽相同。目前的营销改革已经初步体现了产品线管理的现代化营销思路，大大促进了部分二线产品的销售，我们认为公司仍能在产品线整合、市场推广与渠道共享上做更大的改进和完善，进一步发挥出公司的产品优势。

表 2：公司的营销架构



资料来源：东北证券

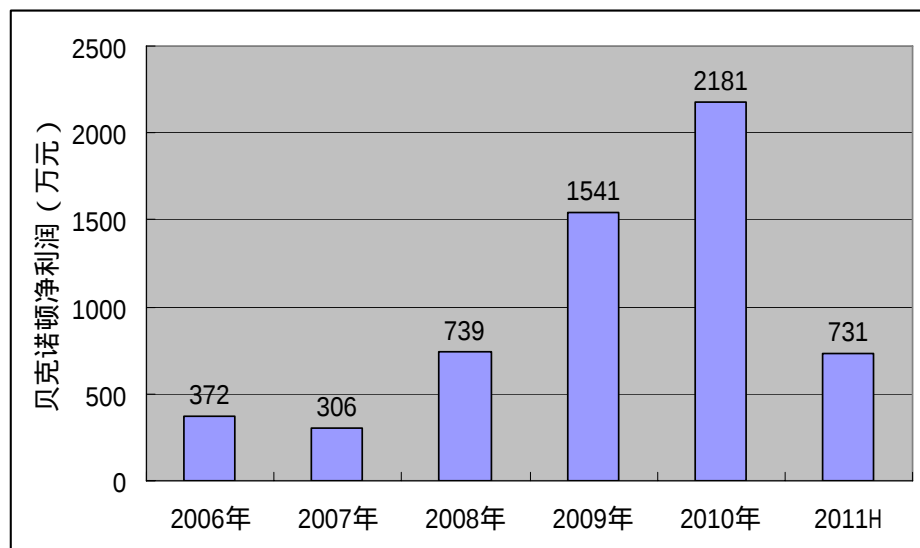
六、贝克诺顿受药品降价政策影响较大

公司占有 50% 股权的昆明贝克诺顿制药有限公司成立于 1992 年,由公司与美国 IVAX 合资成立,是云南省医药行业第一家中外合资企业。2005 年下半年,以色列梯瓦(TEVA)公司通过收购 IVAX 而成为昆明贝克诺顿的外方股东。

贝克诺顿定位高端,主要集中于抗生素和骨关节治疗等领域,产品线包括阿莫西林系列、头孢克洛系列、阿法迪三、阿尔治、利巴韦林喷雾剂等。贝克诺顿是公司开展国际合作的重要平台,主要产品均来自国际知名制药企业,例如利巴韦林喷雾剂是从 IVAX 公司引进,阿法迪三从 TEVA 公司引入,阿尔治从日本 SKK 公司引进。

随着产品线的增多和营销上的改进,贝克诺顿从 2008 年开始净利润大幅增长,到 2010 年销售收入在 4 亿元左右,净利润达到 2181 万元。在没有更多重磅产品引入的前提下,公司期望贝克诺顿能保持 20% 的业绩增速。但去年以来,国家发改委连续出台了针对抗生素和激素类药品的降价政策,贝克诺顿的主要产品均在降价范围内,例如头孢克洛价格下调了 40%,阿莫西林价格下调了百分之十几,阿法骨化醇软胶囊的单独定价也在今年 8 月份被下调。主导产品价格的大幅下调,将给贝克诺顿的业绩造成较大影响,今年上半年贝克诺顿净利润 731 万元,同比下降了 8.63%,估计下半年的业绩会更加不理想。

图 1：昆明贝克诺顿公司近年净利情况



资料来源：公司公告、东北证券

七、昆明中药厂潜力巨大

公司全资子公司昆明中药厂有限公司创建于 1956 年,是云南最早的中成药生产企业,中国中成药重点生产企业 50 强。昆明中药厂拥有片剂、丸剂、颗粒剂和散剂 5 个剂型 114 个品种,15 个品种进入国家基本药物目录,48 个品种进入国家医保目录,独家生

产品种 20 多个，77 个品种进入国家 OTC 药品目录，产品涵盖了呼吸系统、肠胃道、精神科和妇科等疾病领域。

昆明中药厂拥有 14 个国家中药保护品种，其中感冒消炎片、舒肝颗粒、止咳丸、金花消痤丸、清肺化痰丸、癫痫宁片等 10 个品种为公司的独家品种。另外，舒肝颗粒、清肺化痰丸、止咳丸、参苓健脾胃颗粒、板蓝清热颗粒等 5 个产品荣获“云南名牌产品”称号，昆明中药厂是云南省拥有名牌产品最多的企业。2010 年，这五大名牌产品的销售收入均在 1600 万元以上。

昆明中药厂 2008 年和 2009 年的营业收入一直在 1.6 亿元左右，去年增长 20%以上，首次突破 2 亿元。相比于优秀的产品线和悠久的历史，2 亿元的营业收入显然没有反映中药厂的内在价值，营销和产能是限制其快速发展的主要因素。公司目前正在针对这两点加强建设，争取重造昆明中药厂。

首先，在营销上，集团公司成功的营销改革正在被推广到昆明中药厂。中药厂原有的近 300 人的营销队伍正在被打散，重新建设营销队伍，云南省内可能仍将以自有队伍为主，省外空白地区将采取底价代理的模式。同时，现有优势产品将根据 OTC 和处方药产品的不同特点，分渠道加强营销。清肺化痰丸以“中药感冒专家”的概念，整合止咳丸、感冒疏风片、板蓝清热颗粒等 5 个产品，打包在云南省商业渠道和终端进行推广，并在重点终端陈列和促销，以带动 OTC 产品线的增长。处方药将重点选取舒肝颗粒，强化提升“乳腺增生”等适应症，拓展“月经不调、黄褐斑”市场，深入探讨“焦虑、抑郁情绪”市场。

其次，针对生产规模较小和厂区发展空间有限的不足，公司计划通过公开增发，拟在呈贡工业园区七甸片区进行扩产建设，新建一个占地 120 亩，建筑面积达 89,000 平方米的，符合 GMP 标准的，包括前处理、（固体、液体）制剂、外包装三条生产线现代化中药生产厂区。2014 年建成后，产能将达到年生产颗粒剂 7 亿袋、片剂 20 亿片、散剂 2,000 万袋、胶囊剂 8,000 万粒、丸剂 21,620 万袋，预计达产后年营业收入将在 5 亿元以上。

八、业绩预测

1. 假设血塞通粉针剂在 2011 年～2013 年的营收增速为 50%，天然植物药系列其他品种的营收增速在 15%，三年内天然植物药的营业利润率分别为 58%、62%、64%。
2. 假设天麻素注射液在 2011 年～2013 年的营收增速为 40%，化学合成药系列其他品种的营收增速分别为 15%，化学药的营业利润率为 37%、38%和 39%。
3. 假设医药商业公司在 2011 年～2013 年的营收增速分别为 50%、30%、30%，营业利润为 2.5%。
4. 暂不考虑公开增发的影响。

表 3：盈利预测表

单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1817	2334	2912	3657
减：营业成本	1228	1643	2026	2541
营业税金及附加	10	13	16	20
销售费用	338	395	492	615
管理费用	111	113	140	165
财务费用	7	9	12	12
资产减值损失	12	4	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	111	157	226	304
加：营业外收入	8	5	5	5
减：营业外支出	2	1	1	1
利润总额	117	161	230	308
减：所得税	19	25	36	48
净利润	99	136	194	260
减：少数股东损益	13	14	15	15
归属于母公司净利润	86	122	179	245
EPS（元）	0.27	0.39	0.57	0.78

资料来源：东北证券

九、投资建议

除了血塞通、天麻素和蒿甲醚这三大主营产品线之外，公司还拥有多个独家植物药品种，在研的三大创新药物均针对大病专科治疗领域，产品优势十分明显。公司目前正在营销改革，若能在营销上进一步改革和完善，发展潜力巨大。

在不考虑公开增发的影响下，我们预计公司 2011 年～2013 年的 EPS 分别为 0.39 元、0.57 元和 0.78 元，对应的 PE 分别为 38.87 倍、26.60 倍和 19.44 倍，相对于其成长性，估值水平并不高，我们首次给予公司“推荐”评级，建议投资者长期关注。

十、风险提示

1. 药品降价的风险；
2. 血塞通和天麻素销售增速达不到预期的风险；
3. 二线品种销售增长缓慢的风险。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。