

昆明制药 (600422)

看好血塞通粉针和天玄清的持续高增长

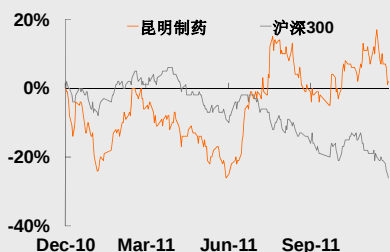
推荐 (首次)

现价: 14.86 元

主要数据

行业	医药生物
公司网址	www.kpc.com.cn
大股东/持股	华方医药科技公司 /24.34%
实际控制人/持股	汪力成/13.04%
总股本(百万股)	314
流通 A 股(百万股)	314
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	48.16
流通 A 股市值(亿元)	48.12
每股净资产(元)	2.47
资产负债率(%)	42.8

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

凌军
投资咨询资格编号
S1060209110193
0755-22624694
lingjun004@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 天然植物药是公司主要利润来源

由于公司涉及天然植物药、化学药、医药商业等多种业务，天然植物药的利润占比一直是困惑投资者的问题之一。我们通过拆分报表测算出，三七皂苷、天麻系列和蒿甲醚系列净利润占比达到 58%。昆明中药厂净利润贡献约为 19%，天然植物药合计利润贡献高达 77%。

■ 血塞通粉针——受益基本药物类独家品种属性

除了通常所说的人口老龄化、心脑血管发病率提升等原因，我们认为血塞通粉针高增长最重要的原因是基本药物的类独家属性。通过查询南方医药研究所的招标数据，我们发现虽然血塞通粉针不是独家产品，但因为竞争有限，招标结果极其接近独家。2012 年仍有 10 个以上省份进行基药招标，因此我们认为血塞通粉针的高增长可持续。

■ 天玄清——优质有价竞争优势明显

通过南方医药研究所数据查询，我们发现昆明制药天麻素注射液（天玄清）医药招标价是其他同类产品的 2 倍以上。这是公司天玄清高增长的最重要原因。我们预计随着公司产能扩展，天玄清仍然能维持 40% 左右的增长水平。

■ 股权激励和增发为业绩高增长提供动力

根据公司 2010 年股东会通过的股权激励方案，2010-12 年公司股权激励主营业务净利润增速的触发条件分别 50%、50% 和 30%。2011 年 10 月公司公告拟增发不超过 6800 万股，融资 7 亿元扩充天然植物药产能。我们认为无论是由于股权激励，还是为了平衡投资者对增发股本摊薄每股收益的担忧，我们认为公司都将精心布局未来 3 年高增长规划。

■ 首次给予“推荐”评级

不考虑增发股本，我们预计公司 2011-13 年每股收益分别为 0.40、0.55、0.76 元，对应 2012 年 12 月 30 日收盘价 14.86 元，PE 分别为 37.03、26.93、19.49 倍。考虑增发股本，如果假设按目前价格的 8 折增发，我们预计 2011-13 年摊薄后每股收益分别为 0.33、0.45、0.62 元，对应 PE 分别为 45.03、33.02、23.97 倍。我们看好血塞通粉针和天玄清注射液的持续高增长，首次给予“推荐”评级。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,435	1,817	2,196	2,637	3,220
YoY(%)	9.5	26.6	21	20	22
净利润(百万元)	58	86	127	173	238
YoY(%)	81.6	46.7	49	36	37
毛利率(%)	35.2	32.4	33.3	33.9	34.6
净利率(%)	4.1	4.7	5.8	6.6	7.4
ROE(%)	8.8	11.6	15.6	17.5	19.4
EPS(摊薄/元)	0.19	0.27	0.40	0.55	0.76
P/E(倍)	82.6	54.85	37.03	26.93	19.49
P/B(倍)	6.99	6.33	5.71	4.71	3.80

正文目录

一、华立系下的植物药平台.....	4
1.1 华立集团旗下的医药公司.....	4
1.2 天然植物药是公司主要利润来源.....	5
二、血塞通粉针和天玄清确保天然植物药高增长.....	6
2.1 三七皂苷些列产品——血塞通粉针剂受益基药扩容.....	7
2.2 天麻系类产品——优质有价竞争优势明显.....	8
2.3 蒿甲醚——保持稳定增长.....	10
2.4 中药厂——品种优质.....	10
三、品种增加有望推动化学药增长提速.....	11
四、股权激励和增发为业绩高增长提供动力.....	12
4.1 股权激励为高增长奠定基础.....	13
4.2 增发融资解决产能瓶颈.....	13
五、盈利预测和评级.....	14
5.1 盈利预测总表.....	14
5.2 分产品收入增长预测.....	14
5.3 首次给予“推荐”评级.....	15
六、风险分析.....	15
6.1 股权摊薄风险.....	15
6.2 药品降价政策风险.....	15

图表目录

图表 1	昆明制药股权结构图.....	4
图表 2	华立集团核心业务——医药产业架构图.....	4
图表 3	昆明制药参控股公司情况表.....	5
图表 4	2011 年上半年分产品收入构成.....	5
图表 5	2011 年上半年分产品毛利构成.....	5
图表 6	昆明制药净利润结构图（2010）.....	6
图表 7	天然药物收入结构图（2011 预计）.....	6
图表 8	各天然药物 2011 年净利润增速预测.....	7
图表 9	昆明制药三七皂苷核心产品表.....	7
图表 10	心脑血管疾病发病率示意图.....	7
图表 11	血塞通粉针剂在各省基本药物的招标情况.....	8
图表 12	三七皂苷系列收入增长示意图（单位：百万元）.....	8
图表 13	天麻素注射液招标价示意图.....	9
图表 14	天麻系列产品示意表.....	9
图表 15	天麻系列收入增长示意图表（单位：百万元）.....	9
图表 16	蒿甲醚产品收入增长示意图（单位：百万元）.....	10
图表 17	中药厂核心品种介绍.....	10
图表 18	中药厂利润增长示意图（单位：万元）.....	11
图表 19	KBN 产品示意图.....	12
图表 20	化学原料药收入、净利润增长示意图（单位：百万）.....	12
图表 21	公司股权激励主营业务净利润触发基本条件.....	13
图表 22	公司股权激励工业毛利率触发基本条件.....	13
图表 23	融资资金使用表.....	13
图表 24	盈利预测总表（单位：百万元）.....	14
图表 25	分产品收入预测表（单位：百万元）.....	14
图表 26	重点中药公司相对估值表（单位：元）.....	15
图表 27	每股收益对增发价的敏感性分析.....	15

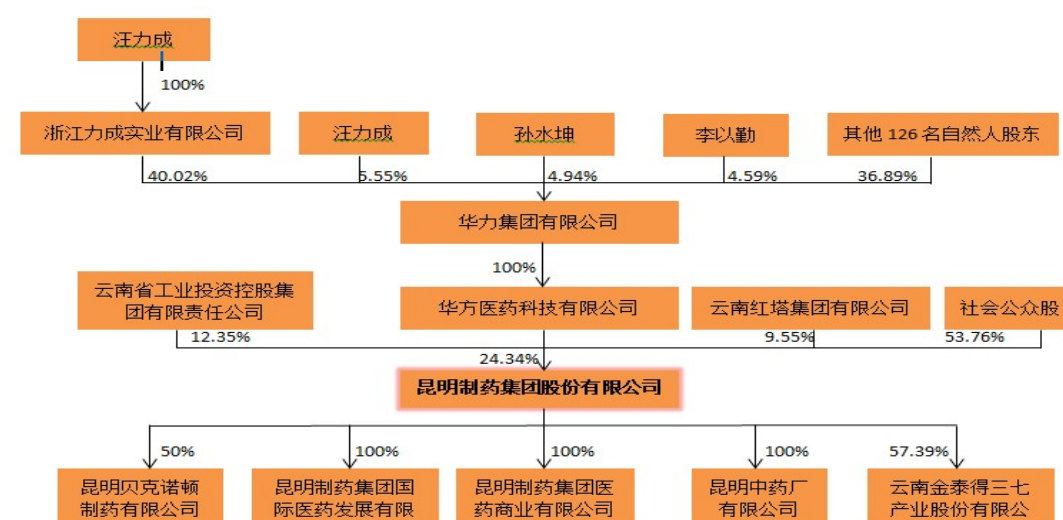
一、华立系下的植物药平台

1.1 华立集团旗下的医药公司

昆明制药成立于 1951 年，曾经是云南省国资委旗下医药公司（目前云南国资委仍然通过省工业投资集团和红塔集团拥有公司 21.9% 的股权），也曾是云南省最大的医药公司之一。在最辉煌的时代，云南省 1/3 的药品批文都在公司旗下。云南最大的医药公司云南白药也是从昆明制药独立出来的优质公司。

2004 年，通过股权收购，华立集团控股的华方医药科技公司成为控股股东，拥有公司 24.34% 的股权，从而使得公司由国营公司转变成为一家民营医药公司。

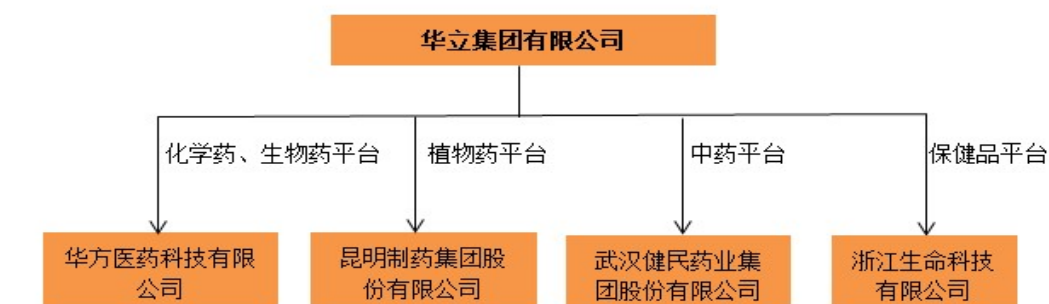
图表1 昆明制药股权结构图



资料来源：公司公告、平安证券研究所

“华立集团”是以华立集团股份有限公司为母体，以医药为核心产业、以智能电网及新能源资源性产业为战略投资产业的多元化投资发展企业集团，总部位于浙江省杭州市。华立已位列中国企业集团竞争力 500 强、全国民营企业 500 强。从 2005 年开始，华立的总资产与年营业收入双双超过百亿元人民币。目前，华立已经控股上市公司 3 家，参股上市公司 1 家。其中，昆明制药和武汉健民为华立集团控股的医药上市公司。

图表2 华立集团核心业务——医药产业架构图



资料来源：华立集团网站、平安证券研究所

1.2 天然植物药是公司主要利润来源

昆明制药集药物研发、生产、销售、商业批发和国际营销为一体，形成了以自主天然植物药为主，涵盖中药、化学药和医药流通领域的业务格局；拥有 4 个子公司：昆明中药厂有限公司、云南金泰得三七产业股份有限公司、西双版纳版纳药业有限责任公司、昆明制药集团医药商业有限公司，1 个合资企业：昆明贝克诺顿制药有限公司。

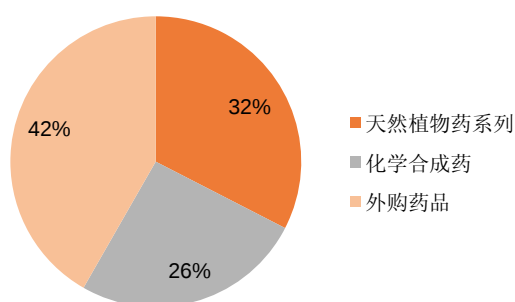
图表3 昆明制药参控股公司情况表

	股权比例	主要产品和服务	2010 年净利润(万元)
昆明中药厂	100.00%	舒肝颗粒、止咳丸、清肺化痰丸、板蓝根颗粒、参苓健脾胃颗粒	1,604
云南金泰得三七产业股份有限公司	57.39%	三七系列口服制剂、原料药	525
昆明贝克诺顿制药有限公司	50.00%	抗生素系列药品	2,181
西双版纳版纳药业有限责任公司	100.00%	珠子肝泰胶囊与抗肝炎药物市场等傣药	242
昆明制药集团医药商业有限公司	100.00%	批零兼营、代购代销	322
昆明制药集团国际医药发展有限公司	100.00%	药品出口	

资料来源：公司公告、平安证券研究所

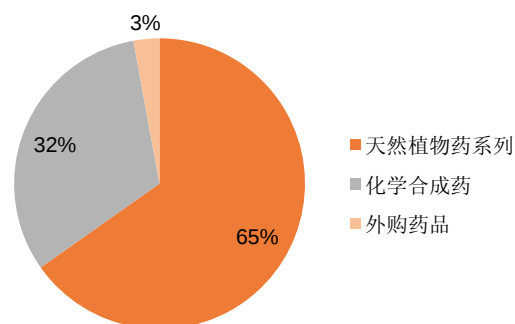
昆明制药依托云南丰富的植物资源，走国际化、高新技术产业化道路，是全国独具特色的天然药物研发和生产经营企业，先后开发了蒿甲醚系列、三七系列、天麻素系列及特色中药和特色民族药等 40 多个具有国内外先进水平的天然药物新产品，拥有 16 项国家发明专利。

图表4 2011年上半年分产品收入构成



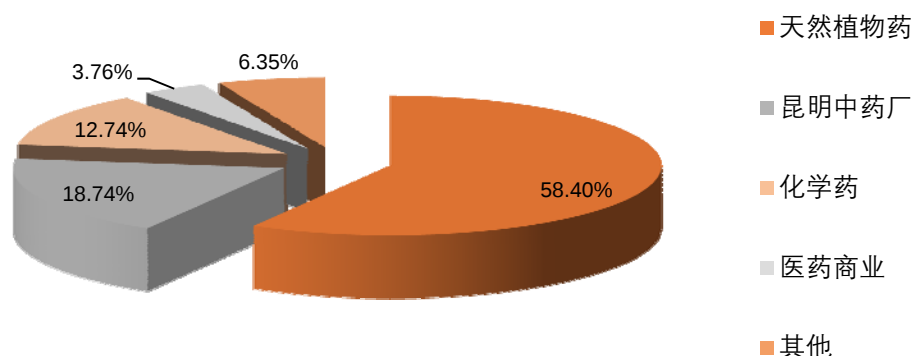
资料来源：WIND 资讯、平安证券研究所

图表5 2011年上半年分产品毛利构成



资料来源：WIND 资讯、平安证券研究所

图表6 昆明制药净利润结构图（2010）

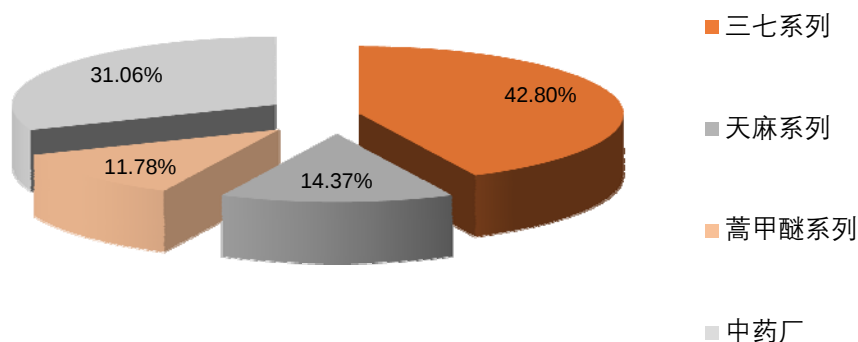


资料来源：平安证券研究所 注：化学药利润占比已考虑子公司股权比例

二、血塞通粉针和天玄清确保天然植物药高增长

天然植物药（包括昆明中药厂）收入占比 32%，毛利占比 65%，净利润占比 77%，是决定公司业绩增长最重要的部分。三七系列、天麻系列和蒿甲醚系列是主要构成，预计三者在天然植物药 2011 年收入占比分别为 43%、14%和 12%。

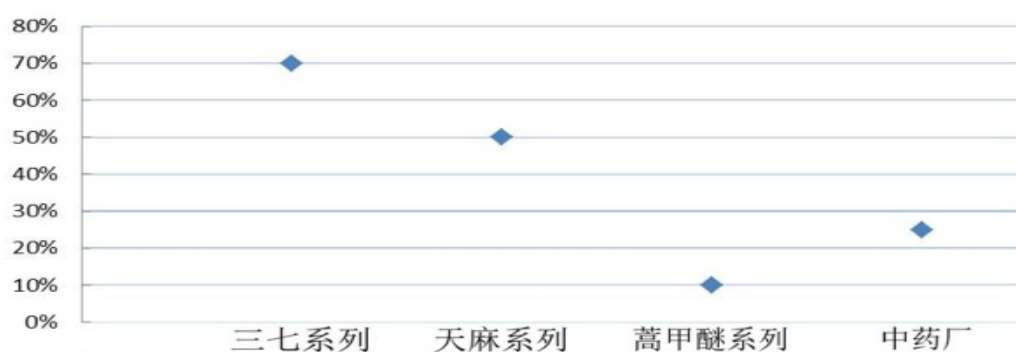
图表7 天然药物收入结构图（2011预计）



资料来源：平安证券研究所

从增速情况来看，呈现高增长的品种主要为三七系列和天麻系列，预计 2011 年净利润增速分别达到 70%和 50%。

图表8 各天然药物2011年净利润增速预测



资料来源：平安证券研究所

2.1 三七皂苷些列产品——血塞通粉针剂受益基药扩容

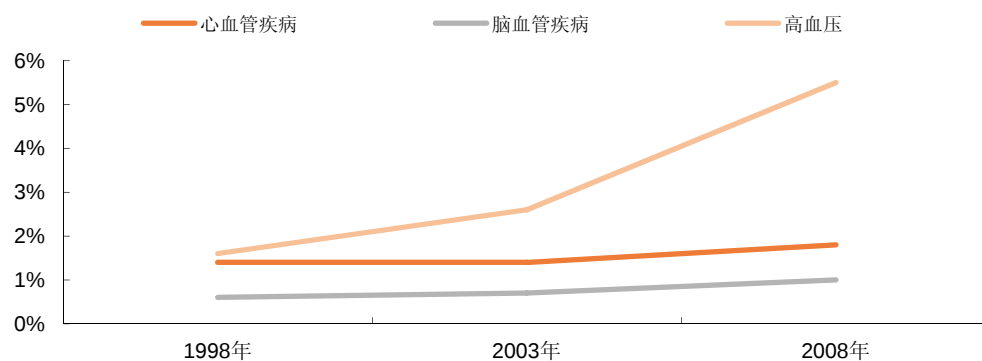
公司三七系列主要为昆明制药母公司及其子公司金泰得生产，核心品种为注射用血塞通冻干粉针和软胶囊，主治心脑血管疾病。随着人口老龄化程度的加深和饮食结构的变化，我国心脑血管疾病发病率呈上升趋势。由于心脑血管属于慢性病范畴，需要长期用药，因此中药比西药更有优势。值得说明的是，对于一般疾病而言，西药的疗效速度比中药快。但在心脑血管领域，血塞通等中药注射剂在速度上也具有一定优势。

图表9 昆明制药三七皂苷核心产品表

产品	剂型规格	成分	主治
注射用血塞通	络泰®冻干 (200mg)	三七总皂苷	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者。
	络泰®冻干 (400mg)	三七总皂苷	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者。
	络泰®水针 (10ml)	人参皂苷 Rb1、人参皂苷 Rg1、三七皂苷 R1	活血祛瘀，通脉活络，用于中风偏瘫，瘀血阻络证，脑梗塞、脑栓塞、视网膜中央静脉阻塞见瘀血阻络证者。
	络泰®水针 (5ml)	人参皂苷 Rb1、人参皂苷 Rg1、三七皂苷 R1	活血祛瘀，通脉活络，用于中风偏瘫，瘀血阻络证，脑梗塞、脑栓塞、视网膜中央静脉阻塞见瘀血阻络证者。
血塞通软胶囊	胶囊剂	三七总皂苷	活血祛瘀，通脉活络。用于缺血性中风病，症见半身不遂、偏身麻木、口舌歪斜，语言蹇涩等。

资料来源：公司网站、平安证券研究所

图表10 心脑血管疾病发病率示意图



资料来源：卫生部、平安证券研究所

随着 09 年启动的基本药物制度覆盖率不断提高，进入基本药物的血塞通开始受益市场扩容，因而呈现高速增长。由于拥有水针剂生产批文的厂家高达 30，而全国粉针剂的厂家仅有 2 家，因此在“一品两规”的基本药物招标规则下，血塞通粉针剂成为类独家产品，因此呈现高增长态势。我们预计 2012 年仍有 10 个以上省份进行基药招标。

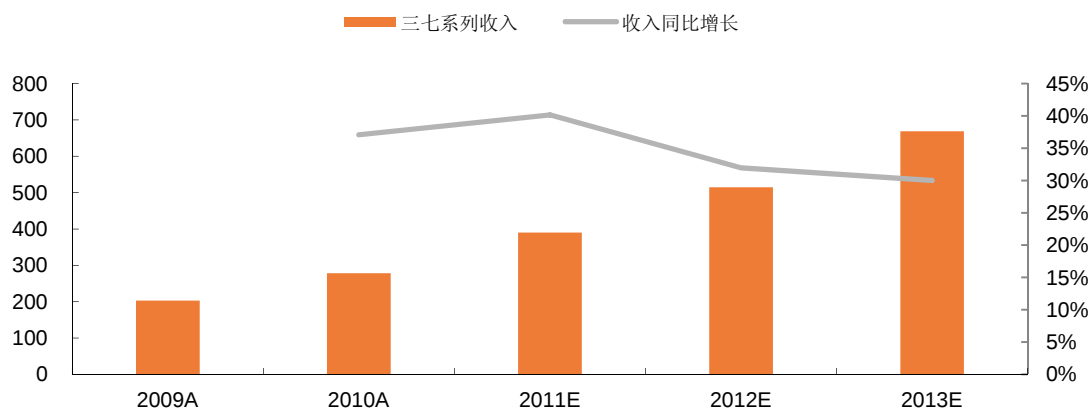
通过测算，我们预计血塞通粉针剂在三七系列产品中的收入占比约为 70%，而血塞通软胶囊为独家品种，因此 2010 年同比增长 104%，因此三七系列产品高增长将持续。由于公司采用代理制和直销模式相结合的销售方式，因此三七系列收入增速不如净利润显著。

图表11 血塞通粉针剂在各省基本药物的招标情况

省份	0.4g	0.2g
黑龙江	昆明制药	珍宝岛
山东	昆明制药	珍宝岛
河北	昆明制药	珍宝岛
吉林	昆明制药	珍宝岛
辽宁	昆明制药	珍宝岛
甘肃	昆明制药	珍宝岛
广西	昆明制药、珍宝岛	昆明制药、珍宝岛

资料来源：南方医药研究所、平安证券研究所

图表12 三七皂苷系列收入增长示意图（单位：百万元）



资料来源：平安证券研究所

2.2 天麻系类产品——优质有价竞争优势明显

公司天麻系列核心品种为天玄清，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，对美尼尔氏症具有良好作用。

昆明制药天玄清并非市场独家产品，市场上有 30 家企业加入竞争，但是由于公司天麻素注射液(天眩清)是同类产品唯一享有优质优价的，因此具有独特竞争力。根据南方医药研究所数据，公司天玄清招标价是其他厂家天麻素注射液招标价的 2 倍左右。

图表13天麻素注射液招标价示意图

规格	中标价	生产企业
(2ml:0.2g)	1.05	辅仁药业集团有限公司
(2ml:0.2g(肌注和静注))	7.50	辅仁药业集团有限公司
(2ml:0.2g)	6.12	广东邦民制药厂有限公司
(2ml:0.2g)	8.50	广东三才医药集团有限公司
(2ml:0.2g)	7.50	海南惠普森医药生物技术有限公司
(2ml:0.2g(肌注和静注))	7.85	济南利民制药有限责任公司
(2ml:0.2g(肌注和静注))	8.06	江西国药有限责任公司
(2ml:0.2g)	18.17	昆明制药集团股份有限公司
(2ml:0.2g(肌注和静注))	7.85	陕西博森生物制药股份集团有限公司
(2ml:0.2g)	8.34	浙江诚意药业有限公司

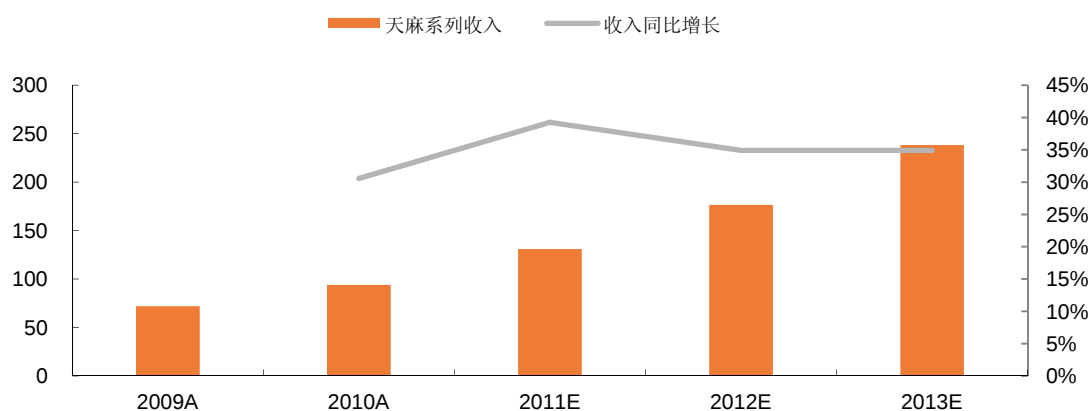
资料来源：南方医药研究所、平安证券研究所

图表14天麻系列产品示意表

	规格	成分	主治
天麻素胶囊	50mg	天麻素	神经衰弱、神经衰弱综合征及血管神经性头痛等症
天麻素注射液	2ml:0.2g	天麻素	神经衰弱、神经衰弱综合征及血管神经性头痛等症，亦可用于脑外伤性综合征、眩晕症如美尼尔病、药性眩晕、外伤性眩晕、突发性耳聋、前庭神经元炎、椎基底动脉供血不足等。
天麻素片	25mg	天麻素	神经衰弱、神经衰弱综合征及血管神经性头痛等症
乙酰天麻素片	50mg	乙酰天麻素	镇静、安眠、镇痛。用于失眠、神经衰弱及血管性头痛和神经性头痛等

资料来源：公司网站、平安证券研究所

图表15天麻系列收入增长示意图表（单位：百万元）



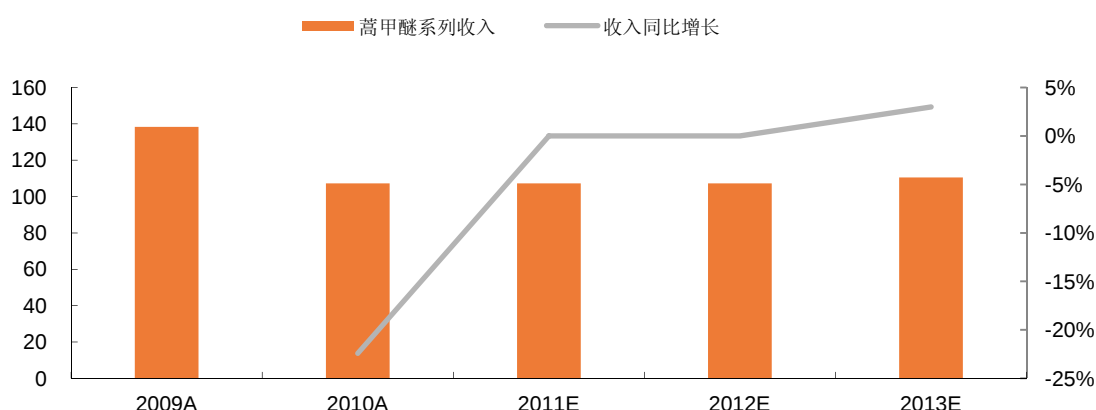
资料来源：平安证券研究所

2.3 蒿甲醚——保持稳定增长

蒿甲醚系列产品是由我国首先在世界上研制成功的抗疟新药，也是我国少数获得国际认可天然植物药品之一，为全球疟疾患者带来了福音。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。公司独家拥有 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。但由于历史原因，蒿甲醚制剂的国际销售权由诺华制药把控。

目前全球大部分地区疟疾的发病率已经极低，主要由 WHO 采购销往非洲等贫困地区。公司蒿甲醚系列中，原料药和制剂收入比例约 1:1，销售收入的增长主要取决于 WHO 和诺华制药的订单。我们预计蒿甲醚产品收入保持 3-5% 左右的增长。

图表16 蒿甲醚产品收入增长示意图（单位：百万元）



资料来源：平安证券研究所

2.4 中药厂——品种优质

昆明中药厂有限公司是“中华老字号”企业，中国中成药工业企业五十强，中国中药质量管理、检测先进企业，高新技术企业，云南省质量管理优秀企业，云南十大历史品牌，云南十大最具影响力品牌。

昆明中药厂有限公司是“云南名牌”产品最多的制药企业。根据云南省名牌战略推进委员会 2009 年的公告，昆明中药厂有限公司有 5 个“云南名牌产品”，分别是舒肝颗粒、清肺化痰丸、止咳丸、参苓健脾胃颗粒和板蓝清热颗粒。昆明中药厂有限公司拥有 5 个“云南名牌产品”，是云南拥有名牌产品最多的企业。

我们预计随着中药厂经营的改善，中药厂收入和利润有望呈现快速增长。

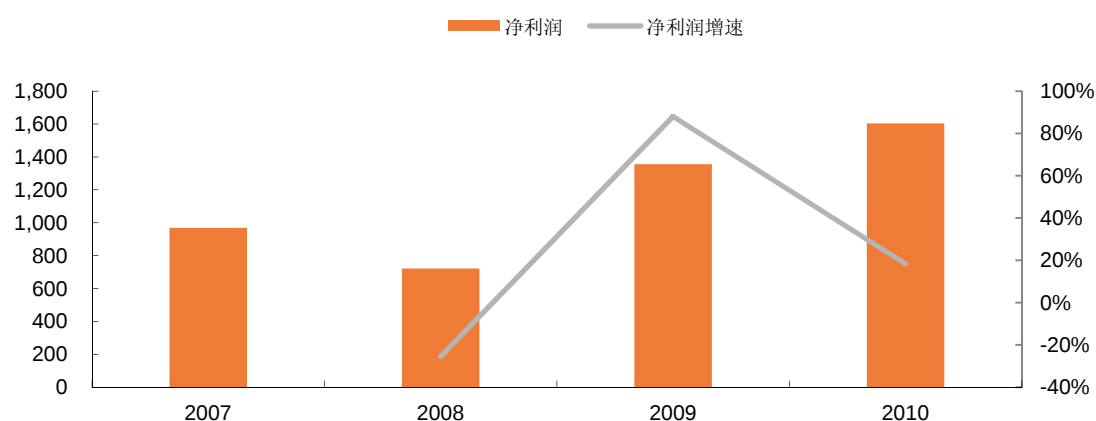
图表17 中药厂核心品种介绍

产品名称	功能	进入医保	其他厂家
舒肝颗粒	舒肝理气，散郁调经	国家乙类	独家
清肺化痰丸	降气化痰，止咳平喘	地方医保乙类(云南)	独家
止咳丸	降气化痰，止咳定喘	国家乙类	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)	云南白药
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

产品名称	功能	进入医保	其他厂家
癫痫宁片	豁痰开窍，息风安神	地方医保乙类(云南)	独家
感冒疏风片	辛温解表，宣肺和中	国家乙类	腾冲制药
感冒疏风丸	辛温解表，宣肺和中	国家乙类	独家
金花消痤丸	清热泻火，解毒消肿	地方医保乙类(云南)	独家
暖胃舒乐颗粒	温中补虚，调和肝脾	地方医保乙类(云南)	独家
肥儿疳积颗粒	健脾和胃，平肝杀虫	地方医保乙类(云南)	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)	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
天麻祛风补片	温肾养肝，除湿止痛	地方医保乙类(云南)	独家

资料来源：平安证券研究所

图表18 中药厂利润增长示意图（单位：万元）



资料来源：公司年报、平安证券研究所

三、品种增加有望推动化学药增长提速

公司化学药由昆明贝克诺顿药品公司（英文简称 KBN）生产和销售。KBN 是云南省第一家、全国最早一批通过此认证的企业，云南省第一家医药外资进入药品流通领域的工贸联合型企业。

昆明贝克诺顿制药有限公司成立于 1992 年 10 月，现中外双方股东分别为由昆明制药和以色列梯瓦（TEVA）制药工业有限公司。以色列梯瓦（TEVA）制药工业有限公司为世界上最大的非专利制药公司之一，致力于非专利药品、专利品牌药品和活性成分的研究开发、生产和推广。KBN 成立初期，外方股东为国际著名的多元化跨国集团美国爱华克斯集团公司（ASE: IVX），2005 年下半年，以色列梯瓦（TEVA）制药工业有限公司通过收购爱华克斯成为 KBN 的外方股东。KBN 为云南省医药行业第一家中外合资企业，是高新技术企业、技术密集型和知识密集型企业及国家鼓励类外商投资企业，并连续十年被评为云南省先进外商投资企业。

图表19KBN产品示意图

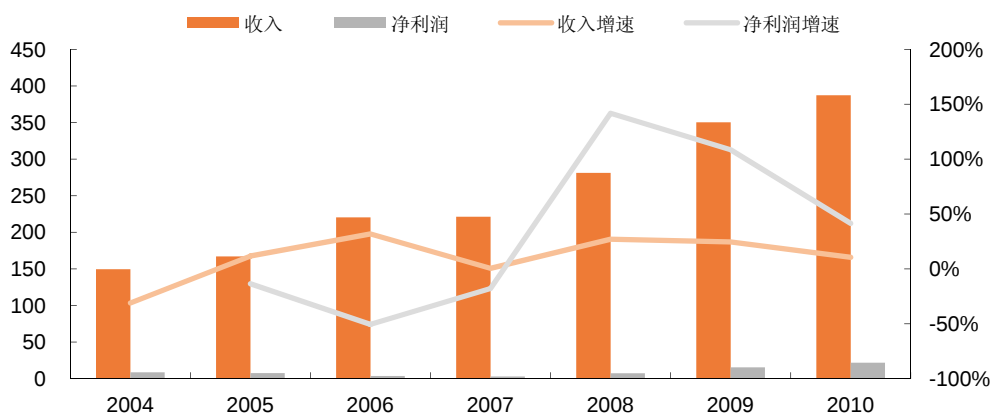
	产品	主治
阿法迪三系列	阿法骨化醇软胶囊	骨质疏松症、肾性骨病、甲状旁腺功能减退等
抗生素系列产品	阿莫西林胶囊	各种呼吸系统、泌尿系统、消化系统、耳鼻喉科及皮肤、软组织感染等
儿童系列产品	对乙酰氨基酚颗粒	普通感冒或流行性感冒引起的发热，也用于缓解中度疼痛等
	阿莫西林干混悬剂	各种呼吸系统、泌尿系统、消化系统、耳鼻喉科及皮肤、软组织感染等
	头孢克洛干混悬剂	常见社区获得性感染、中耳炎、肺炎、鼻窦炎、咽炎、扁桃体炎、尿路感染、皮肤软组织感染等
其他产品	吉娜舒润剂	阴道干涩导致的性交不快和性交疼痛，对妇女子宫内膜异位等病症引起的阴道干涩有湿润作用
	贝诺舒宁豆腐果苷片	神经衰弱、失眠、头痛、偏头痛等症的辅助治疗

资料来源：平安证券研究所

KBN 的产品定位于高端产品，在国内抗生素领域和骨关节领域享有专业品牌知名度。主要品种有：阿莫西林系列、头孢克洛系列、阿法迪三、阿尔治、斯耐普系列、利巴韦林喷雾剂等。其中，从以色列 TEVA 公司引进的阿法迪三，是目前国内应用最广泛的活性维生素 D3，是预防和治疗骨质疏松、肾性骨病的理想用药；从日本 SKK 公司引进的阿尔治，也是目前国际上治疗退行性骨关节炎的一线用药；从 IVAX 公司引进的利巴韦林喷雾剂，该产品在欧美市场有很好的销售和品牌知名度；此外，KBN 还充分利用国际背景和市场网络优势，与以色列、德国、法国、日本等世界著名制药公司在骨质疏松、免疫系统、植物药和 OTC 领域开展了广泛的合作，不断引进和代理国际知名品牌的药品，将国际高端产品推介到中国市场。

我们预计随着 TEVA 引进产品的增家，尤其是首仿品种的增加，公司化学药收入和利润增长有望提速。

图表20化学原料药收入、净利润增长示意图（单位：百万）



资料来源：公司年报、平安证券研究所

四、股权激励和增发为业绩高增长提供动力

4.1 股权激励为高增长奠定基础

2009 年 10 月 14 日，公司五届三十五次董事会审议通过《昆明制药集团股份有限公司限制性股票激励计划（草案）》，于 2010 年 9 月股东大会通过股权激励修正版方案。根据股权激励的触发条件，公司 2010-12 年每年业绩增速分别为 50%、50%和 30%。我们预计 2012 年 30%以上的业绩增长是大概率事件。

图表21 公司股权激励主营业务净利润触发基本条件

项目	2010	2011	2012
净利润基本触发基数(含本数)	7,500	11,250	14,625
经审计主营业务净利润			
分区间超额激励基金计提比例 (按当年经审计净利润)			
区间一：7,500~8,000 (含本数)	12.50%	区间一：11,250~11,750 (含本数) 12.50%	区间一：14,625~15,125 (含本数) 12.50%
区间二：8,000~8,500 (含本数)	15.00%	区间二：11,750~12,250 (含本数) 15.00%	区间二：15,125~15,625 (含本数) 15.00%
区间三：8,500~9,000 (含本数)	15.00%	区间三：12,250~12,750 (含本数) 20.00%	区间三：15,625~16,125 (含本数) 22.50%
区间四：9,000~9,500 (含本数)	17.50%	区间四：12,750~13,250 (含本数) 22.50%	区间四：16,125~16,625 (含本数) 37.50%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表22 公司股权激励工业毛利率触发基本条件

年度	公司各考核年度当年经审计医药制造板块毛利率
2010	49.50%
2011	50%
2012	50%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

另外，值得说明的是，根据公司公告，公司采用回购股权方式实施股权激励，2011 年已回购股份数量为 270,513 股，占公司总股本的比例约为 0.0861%，购买的最高价为 12.82 元/股，最低价为 12.23 元/股，平均交易价格为 12.69 元。我们认为公司回购股本均价可以作为投资参考的安全边际。

4.2 增发融资解决产能瓶颈

2011 年 10 月 15 日，公司公告拟增发不超过 6,800 万股（含 6,800 万股），融资 7 亿元解决产能瓶颈。由于 6800 万股相当于现有股本的 25%，我们认为为避免每股收益摊薄过多，公司将积极布局未来 3 年的高增长规划，从而给投资者提供参与股本增发的信心。

图表23 融资资金使用表

序号	项目名称	实施主体	项目总投资额（万元）
1	国际化制剂提产扩能项目	昆明制药	11,250.90
2	小容量注射液生产线扩产提能项目	昆明制药	22,950.24
3	技术中心创新能力建设项目	昆明制药	9,657.73
4	中药现代化提产扩能建设项目	昆明中药厂	33,011.26
合计			92,757.93

资料来源：平安证券研究所

五、盈利预测和评级

5.1 盈利预测总表

图表24 盈利预测总表（单位：百万元）

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	1,434.91	1,817.24	2,195.78	2,636.52	3,219.97
营业收入	1,434.91	1,817.24	2,195.78	2,636.52	3,219.97
营业总成本	1,360.31	1,706.11	2,040.22	2,424.36	2,930.82
营业成本	929.15	1,228.24	1,465.35	1,742.40	2,105.68
营业税金及附加	8.12	9.92	11.99	14.40	17.59
销售费用	293.76	338.38	399.63	479.85	586.03
管理费用	97.18	111.11	134.25	161.20	196.87
财务费用	10.65	6.68	12.11	9.81	9.53
资产减值损失	21.45	11.78	16.89	16.70	15.12
营业利润	74.60	111.21	156.25	212.42	289.50
利润总额	79.64	117.36	161.46	217.89	295.10
减：所得税	12.68	18.69	25.71	34.69	46.98
净利润	66.95	98.68	135.75	183.20	248.12
减：少数股东损益	8.63	13.10	8.61	10.11	10.61
归属于母公司所有者的净利润	58.32	85.58	127.15	173.09	237.51
每股收益：	0.19	0.27	0.40	0.55	0.76

资料来源：平安证券研究所

5.2 分产品收入增长预测

核心假设条件

- 1、随着基本药物的持续推广，血塞通粉针剂继续保持 50%以上增长，并假设血塞通增长主要来源于代理销售的增加。由于公司采用直销和代理商销售模式相结合，血塞通粉针量的增速显著超过收入增速。
- 2、天玄清继续保持 40%以上增长。

图表25 分产品收入预测表（单位：百万元）

分产品收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E
天然植物药	578.89	713.63	909.42	1,136.31	1,423.45
增长率		23.28%	27.44%	24.95%	25.27%
化学合成药	350.41	387.36	464.83	557.80	669.36
增长率		10.54%	20.00%	20.00%	20.00%
外购商品	509.51	676.55	778.03	894.74	1,028.95
增长率		32.79%	15.00%	15.00%	15.00%
保健食品	—	1.72	1.72	1.72	1.72
合计	1,416.13	1,779.27	2,154.01	2,590.57	3,123.48
增长率		25.64%	21.06%	20.27%	20.57%

资料来源：平安证券研究所

5.3 首次给予“推荐”评级

不考虑增发股本，我们预计公司 2011-13 年每股收益分别为 0.40、0.55、0.76 元，对应 2012 年 12 月 30 日收盘价 14.86 元，PE 分别为 37.03、26.93、19.49 倍。目前公司相对估值处于行业略微偏高水平，但我们看好公司血塞通粉针和天玄清的持续高增长，首次给予“推荐”评级。

图表26 重点中药公司相对估值表（单位：元）

	EPS				PE				评级
	2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E	
东阿阿胶	0.89	1.36	1.83	2.37	48.26	31.58	23.47	18.12	推荐
华润三九	0.83	0.94	1.16	1.41	20.84	18.40	14.91	12.27	推荐
片仔癀	1.39	1.79	2.42	3.11	53.34	41.42	30.64	23.84	强烈推荐
同仁堂	0.26	0.33	0.41	0.50	53.96	42.52	34.22	28.06	推荐
千金药业	0.28	0.38	0.50	0.65	37.68	27.76	21.10	16.23	推荐
红日药业	0.67	0.78	1.00	1.27	37.31	32.05	25.00	19.69	推荐
昆明制药	0.27	0.40	0.55	0.76	55.03	37.03	26.93	19.49	推荐

资料来源：平安证券研究所

六、风险分析

6.1 股权摊薄风险

按照当前公司股价（14.86 元）的 80%（约 12 元）增发，公司需要增发 5833 万股。根据对盈利预测的敏感性分析，2012 年每股收益或将降低至 0.46 元。如果股市继续低迷，公司每股收益摊薄幅度可能进一步加大。

图表27 每股收益对增发价的敏感性分析

增发股价 (元)	增发股本 (万股)	EPS (元)			
		2010A	2011E	2012E	2013E
10.29	6800.00	0.22	0.33	0.45	0.62
12.00	5833.33	0.23	0.34	0.46	0.64
14.00	5000.00	0.23	0.35	0.48	0.65
16.00	4375.00	0.24	0.36	0.48	0.66

资料来源：平安证券研究所

6.2 药品降价政策风险

由于控制医疗费用增长是本轮新医改的重要目标之一，因此我们预测药品降价政策在未来持续出台。一旦公司核心品种遭遇降价风险，将显著影响我们的盈利预测。

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	979	1173	1457	1833
现金	200	260	368	501
应收账款	258	313	371	457
其他应收款	50	59	70	86
预付账款	65	59	73	91
存货	331	391	466	564
其他流动资产	76	91	110	134
非流动资产	437	393	367	336
长期投资	3	3	3	3
固定资产	266	244	217	189
无形资产	24	22	21	19
其他非流动资产	143	125	125	125
资产总计	1416	1566	1824	2169
流动负债	576	631	702	799
短期借款	111	139	121	124
应付账款	173	222	268	313
其他流动负债	292	270	313	362
非流动负债	20	27	31	30
长期借款	20	27	31	30
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	596	658	732	829
少数股东权益	85	94	104	114
股本	314	314	314	314
资本公积	199	199	199	199
留存收益	222	302	475	712
归属母公司股东权益	735	815	988	1226
负债和股东权益	1416	1566	1824	2169

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	91	87	133	139
净利润	99	136	183	248
折旧摊销	36	31	32	32
财务费用	7	12	10	10
投资损失	0	-1	0	0
营运资金变动	-59	-133	-132	-196
其他经营现金流	8	42	41	46
投资活动现金流	-64	7	-4	-1
资本支出	64	0	0	0
长期投资	0	-0	0	-0
其他投资现金流	0	7	-4	-1
筹资活动现金流	-25	-34	-22	-6
短期借款	-1	28	-18	3
长期借款	-14	7	4	-1
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-0	0	0	0
其他筹资现金流	-9	-69	-8	-7
现金净增加额	2	60	107	133

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1817	2196	2637	3220
营业成本	1228	1465	1742	2106
营业税金及附加	10	12	14	18
营业费用	338	400	480	586
管理费用	111	134	161	197
财务费用	7	12	10	10
资产减值损失	12	17	17	15
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	1	0	0
营业利润	111	156	212	289
营业外收入	8	8	8	8
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	117	161	218	295
所得税	19	26	35	47
净利润	99	136	183	248
少数股东损益	13	9	10	11
归属母公司净利润	86	127	173	238
EBITDA	154	200	254	331
EPS (元)	0.27	0.40	0.55	0.76

主要财务比率				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	26.6%	20.8%	20.1%	22.1%
营业利润	49.1%	40.5%	35.9%	36.3%
归属于母公司净利润	46.7%	48.6%	36.1%	37.2%
获利能力				
毛利率(%)	32.4%	33.3%	33.9%	34.6%
净利率(%)	11.1%	4.7%	5.8%	6.6%
ROE(%)	11.6%	15.6%	17.5%	19.4%
ROIC(%)	10.8%	15.2%	17.3%	18.3%
偿债能力				
资产负债率(%)	42.1%	42.0%	40.1%	38.2%
净负债比率(%)	24.34%	25.88%	21.52%	19.48%
流动比率	1.70	1.86	2.08	2.29
速动比率	1.11	1.22	1.39	1.57
营运能力				
总资产周转率	1.37	1.47	1.56	1.61
应收账款周转率	5	5	5	5
应付账款周转率	7.43	7.42	7.11	7.24
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.40	0.55	0.76
每股经营现金流(摊薄)	0.29	0.28	0.42	0.44
每股净资产(最新摊薄)	2.34	2.59	3.15	3.90
估值比率				
P/E	54.85	37.03	26.93	19.49
P/B	6.55	5.91	4.87	3.93
EV/EBITDA	31	24	19	15

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257