证券研究报告—动态报告/公司快评

医药保健

制药与生物

昆明制药（600422）

公开增发预案点评

谨慎推荐

（维持评级）

2011 年 10 月 17 日

有望促各项业务全面发展

证券分析师： 贺平鸽 0755-82133396 hepg@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120026
证券分析师： 丁丹 0755-82139908 dingdan@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120006
联系人： 杜佐远 0755-82130473 duzyuan@guosen.com.cn

事项：

10月15日公司公布公开增发预案，拟发行不超过6800万股，发行价格应不低于发布招股意向书前20个交易日均价或前一个交易日的均价，预计募集资金约7亿元，项目总投资额9.28亿元，不足部分公司自筹。募集资金将用于蒿甲醚注射液、血塞通水针、天麻素注射液、VC注射液、利巴韦林注射液和子公司昆明中药厂的扩产，以及技术中心创新能力建设。本次公开增发不安排向原股东配售股票。

评论：

■ **公开增发扩大公司二线品种产能，同时提升研发水平**

- ✓ 此次采用公开增发方式，发行价格不低于发布招股意向书前 20 个交易日均价或前一个交易日的均价。一般在获得证监会批准后，公司在 6 个月内择机发布招股书，并根据上述原则确定发行价格，然后根据发行价格确定发行数量，且公开发行股份没有限售期。
- ✓ 此次募投项目包括 **1）扩产：**国际化制剂提产扩能、小容量注射液生产线扩产提能、中药现代化提产扩能建设项目；**2）研发：**技术中心创新能力建设项目。由于公司主导品种血塞通冻干粉针已用自有资金进行扩产（产能由 1200 万支逐步扩产到 3000 万支），所以本次募投项目主要用于除血塞通冻干粉针之外的二线品种扩产。

表1 公开增发项目具体品种及产能

项目类别	实施主体	项目总投资额（万元）	项目产品及年产能
国际化制剂提产扩能项目	昆明制药	11250.90	扩产后合计产能：0.5ml 蒿甲醚注射液 1200 万支，1ml 蒿甲醚注射液 4800 万支，10 年销蒿甲醚注射液量 1656 万支，产能同时生产其他注射剂品种，较为紧张。按照国内和 WHO 的 GMP 标准建设，建设期 3 年。
小容量注射液生产线扩产提能项目	昆明制药	22950.24	扩产后合计产能：天麻素注射液 7500 万支（2ml）、血塞通水针（2ml）1.2 亿支、VC 注射液 6100 万支（5ml）、利巴韦林注射液 3400 万支（1ml）；10 年该 4 个品种销量分别为 1200 万支、5324 万支、3671 万支、2171 万支。按照国内 GMP 标准建设，建设期 2.5 年。
技术中心创新能力建设项目	昆明制药	9657.73	开发水溶性蒿甲醚注射液以及蒿甲醚的新适应症抗肿瘤、脑卒中药——人工合成灯盏花乙素、痛风药物——芒果苷。建设年限 2011~2018 年。
中药现代化提产扩能建设项目	昆明中药厂	33011.26	扩产后合计产能：颗粒剂 7 亿袋，片剂 20 亿片，散剂 2000 万袋，胶囊剂 8000 万粒、丸剂 21620 万袋。
		92757.93	

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

■ **蒿甲醚注射液意在获得 WHO 等组织采购**

- ✓ **蒿甲醚注射液是抗疟一线用药。**青蒿素类药品（蒿甲醚、青蒿琥酯、二氢青蒿素、蒿乙醚，而青蒿素本身由于生物利用度低、较少使用）在 2000 年后的疟疾用药市场占有重要地位，逐渐取代喹宁类药物成为抗疟一线用药，而中国具有青蒿素原料优势，提供全球约 85%的青蒿素原料。2010 年 WHO 发布第二版疟疾治疗目录，主要推荐使用蒿甲醚注射液及青蒿琥酯注射用粉针。蒿甲醚注射液由于 1995 年就开始被 WHO 录入“基本用药目录”，且延续至 2010 年版本依然有收录，认可及使用时间较长，较之青蒿琥酯注射剂使用更广，是除了喹宁注射液之外的运用最广泛的非口服类抗疟药。
- ✓ 公司蒿甲醚系列品种包括蒿甲醚原料药、注射液（0.5ml、1ml）和 ARCO（复方磷酸萘酚喹片，每片含萘酚喹 50mg，青蒿素 125mg）。2010 年蒿甲醚系列收入 1.07 亿元，主要以蒿甲醚原料药为主，且供应诺华，收入 6000-7000 万元；蒿甲醚注射液通过私立市场出口和内销，2010 年销量 1656 万支，收入 4000 万元左右。而蒿甲醚复方制剂 ARCO 国际化制剂基地建设 2010 年上半年启动，目前生产线等待 WHO 的 GMP 认证。
- ✓ 公司蒿甲醚原料药已获得 WHO 认证，希望通过注射液获得 WHO 认证，以实现 WHO 等国际组织的采购（即通过公立市场出口），从而改善蒿甲醚系列的收入和利润。

■ **天麻素注射液处于高成长期，血塞通水针存在被粉针替代风险**

- ✓ 天麻素为镇静催眠药，镇静催眠药 2010 年市场规模 91.24 亿元，07-10 年 GAGR17%，而天麻素注射液 09 年新进医保，06-09 年 GAGR 30%。公司天麻素注射液 07-10 年 GAGR 75%，远高于行业增速，2010 年销量 1200 万支，市场份额 33.16%，略低于西南药业的 38.07%。公司天麻素注射液是唯一的优质优价厂商，中标价高出其他企业 20-50%。
- ✓ 公司天麻素系列包括胶囊（50mg）、注射液（2ml）、片剂（25mg)、乙酰天麻素片（50mg），以注射液为主。2010 年天麻素系列收入 9500 万元，其中注射液约 7200 万元。2011 年上半年天麻素注射液增长 50%左右。
- ✓ 血塞通水针为心脑血管用药，公司血塞通水针 09 年销量 4900 万支下降 6.45%，10 年受益于该品种进入基药目录，销量 5324 万支增长 8.65%，2011 年随着基药在全国范围内的全面推行，血塞通注射液 1-4 月销量增长 24%。公司市场份额 31.83%，低于珍宝岛的 62.93%。
- ✓ 公司血塞通水针销量虽然可观，但出厂价仅 1 元/支，对利润贡献有限，而且存在逐步被粉针替代的风险。

■ **昆明中药厂存在营销改善预期**

- ✓ 昆明中药厂为公司全资子公司，是云南省成立最早、规模最大的中药生产企业。OTC 药物 77 个，独家品种 20 多个，国家中药保护品种 10 个，国家医保品种 48 个，基药品种 15 个。
- ✓ 昆明中药厂品种较为丰富，主导品种为舒肝颗粒、参苓健脾胃颗粒、板蓝清热颗粒、清肺化痰丸、止咳丸等。2010 年收入 2 亿元，净利润 1788 万元。本次募投资金也对昆明中药厂的各种剂型进行了扩产。2010 下半年，昆明中药厂启动营销改革，保留了营销做得较好的 9 个省市的营销队伍，做得不好的 18 个省市只保留地区经理，启用代理商，自销队伍正在重建中。

■ **技术中心创新能力建设项目值得关注**

- ✓ 值得关注的是公司将开发水溶性蒿甲醚注射液以及蒿甲醚的新适应症抗肿瘤、脑卒中药——人工合成灯盏花乙素、痛风药物——芒果苷。这些品种均针对大病种，市场空间广阔，同时可以提升公司的研发水平。

■ **基本面改善之中，维持“谨慎推荐”评级**

- ✓ 如国信医药前期研报所判断，公司有条件和动力推动基本面不断改善、业绩快速增长：公司以植物药为主的产品系列基础良好，核心产品血塞通扩产及进入基药目录后销售明显放量，股权激励增添动能。在不考虑增发摊薄因素下，我们维持公司 11-13 年 EPS 为 0.40/ 0.57 /0.80 元，对应 11-13PE 为 37/26/19，PEG 0.86。维持“谨慎推荐”评级，一年期目标价 16.1-17.2（12PE 28-30）。
- ✓ 本次增发有利于公司扩大二线品种规模和增强竞争能力，同时提升研发水平，希望使公司各项业务得到全面发展，但同时增发将对公司业绩产生一定的摊薄。

■ **风险提示：**

- ✓ 若发行价格为二级市场最新股价 14.96 元/股，则最终公开增发股数为 4679 万股，则业绩将摊薄 13%；如果完成增发 6800 万股，则摊薄更明显；
- ✓ 第一大股东的持股比例仅 24%，而本次公开增发拟不安排向原股东配售股票，如果完成增发 6800 万股，第一大股东的持股比例将进一步降低至不足 20%。
- ✓ 公司的血塞通粉针盈利能力突出，是促使公司今明年业绩大幅增长的主要因素，该品种去年扩产后产能也仅 3000 万支，此次增发未予进一步扩产；此次扩产的水针产品盈利能力很低，并存在逐步被粉针替代的风险。

表 2：昆明制药年度分产品预测（单位：百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
天然植物药	**560**	**579**	**714**	**859**	**1057**	**1290**
增长率	-18%	3%	23%	20%	23%	22%
毛利率	58.79%	58.14%	56.25%	56.50%	57.00%	57.50%
其中：三七系列	**135**	**186**	**299**	**411**	**537**	**686**
增长率（YOY）		*38%*	*61%*	*37%*	*31%*	*28%*
其中：血塞通（冻干粉针）	55	90	155	220	290	374
增长率（YOY）		*64%*	*72%*	*42%*	*32%*	*29%*
血塞通（水针剂）	52	49	53	61	69	75
增长率（YOY）		*-6%*	*9%*	*15%*	*12%*	*10%*
血塞通（软胶囊）	6	15	30	54	84	117
增长率（YOY）		*132%*	*104%*	*80%*	*55%*	*40%*
金泰德（子公司）	21	33	61	76	95	119
增长率（YOY）		*56%*	*87%*	*25%*	*25%*	*25%*
天麻素系列	**44**	**75**	**95**	**128**	**167**	**213**
增长率（YOY）	*119%*	*71%*	*27%*	*35%*	*30%*	*28%*
萬甲醚系列	**154**	**120**	**107**	**96**	**96**	**96**
增长率		*-22%*	*-11%*	*-10%*	*0%*	*0%*
其他植物药	**227**	**198**	**213**	**223**	**257**	**295**
增长率（YOY）		*-13%*	*7%*	*5%*	*15%*	*15%*
化学药	**281**	**350**	**387**	**465**	**553**	**658**
增长率	27%	25%	11%	*20%*	*19%*	*19%*

毛利率	39.19%	43.06%	41.03%	42.00%	42.50%	43.00%
外购商品	**496**	**510**	**677**	**947**	**1089**	**1253**
增长率	22%	3%	33%	40%	15%	15%
毛利率	2.57%	2.68%	2.80%	2.70%	2.70%	2.70%
其他	**-26**	**-4**	**40**	**40**	**40**	**40**
增长率	62%	-85%	-1118%	0%	0%	0%
毛利率	-4.18%	-119%	24.37%	24.37%	24.37%	24.37%
合计	**1311**	**1435**	**1817**	**2310**	**2739**	**3241**
增长率	2%	9%	27%	***27.13%***	***18.55%***	***18.34%***
毛利率	34.57%	35.25%	32.41%	**30.97%**	**32.00%**	**32.97%**

资料来源：公司资料、国信证券经济研究所

表 3：昆明制药费用拆分（管理费用不包括无形资产摊销）

		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
工业		**815**	**925**	**1141**	**1363**	**1650**	**1988**
	毛利率	*54.06%*	*53.18%*	*49.97%*	50.62%	51.35%	52.04%
	管理费用	91	90	102	115	133	152
	管理费用率	11.17%	9.69%	8.96%	8.46%	8.06%	7.66%
	销售费用	270	289	332	383	447	519
	销售费用率	33.18%	31.19%	29.07%	28.07%	27.12%	26.12%
商业	**收入**	**496**	**510**	**677**	**947**	**1089**	**1253**
	毛利率	2.57%	2.68%	2.80%	2.70%	2.70%	2.70%
	管理费用	5	5	7	9	11	13
	管理费用率	1%	1%	1%	1%	1%	1%
	销售费用	5	5	7	9	11	13
	销售费用率	1%	1%	1%	1%	1%	1%
合计	**收入**	**1311**	**1435**	**1817**	**2310**	**2739**	**3241**
	毛利率	*34.57%*	*35.25%*	*32.41%*	30.97%	32.00%	32.97%
	管理费用	96	95	109	125	144	165
	管理费用率	7.32%	6.61%	5.99%	5.40%	5.25%	5.08%
	销售费用	275	294	338	392	458	532
	销售费用率	20.99%	20.47%	18.62%	16.97%	16.73%	16.41%

资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	200	263	353	501
应收款项	384	475	555	648
存货净额	331	436	509	594
其他流动资产	65	55	66	78
流动资产合计	**979**	**1229**	**1483**	**1821**
固定资产	279	319	333	344
无形资产及其他	24	23	23	22
投资性房地产	131	131	131	131
长期股权投资	3	3	3	3
资产总计	**1416**	**1704**	**1972**	**2320**
短期借款及交易性金融负债	125	135	135	135
应付款项	242	348	406	474
其他流动负债	208	266	310	361
流动负债合计	**576**	**748**	**851**	**970**
长期借款及应付债券	20	20	20	20
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	**20**	**20**	**20**	**20**
负债合计	**596**	**768**	**871**	**990**
少数股东权益	85	99	120	149
股东权益	735	836	981	1181
负债和股东权益总计	**1416**	**1704**	**1972**	**2320**

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.27	0.40	0.57	0.80
每股红利	0.10	0.08	0.11	0.16
每股净资产	2.34	2.66	3.12	3.76
ROIC	12%	15%	20%	25%
ROE	12%	15%	18%	21%
毛利率	32%	31%	32%	33%
EBIT Margin	7%	8%	9%	11%
EBITDA Margin	9%	9%	10%	12%
收入增长	27%	27%	19%	18%
净利润增长率	47%	48%	43%	39%
资产负债率	48%	51%	50%	49%
息率	0.5%	0.5%	0.8%	1.1%
P/E	54.9	37.2	26.1	18.8
P/B	6.4	5.6	4.8	4.0
EV/EBITDA	31.9	26.5	19.7	14.9

利润表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	**1817**	**2310**	**2739**	**3241**
营业成本	1228	1595	1862	2172
营业税金及附加	10	13	15	18
销售费用	338	392	458	532
管理费用	111	126	145	166
财务费用	7	7	7	5
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(12)	(12)	(12)	(12)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	111	166	240	336
营业外净收支	6	7	7	7
利润总额	**117**	**173**	**247**	**343**
所得税费用	19	28	39	55
少数股东损益	13	19	28	38
归属于母公司净利润	**86**	**126**	**180**	**250**

现金流量表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	86	126	180	250
资产减值准备	(10)	(12)	0	0
折旧摊销	36	21	25	28
公允价值变动损失	12	12	12	12
财务费用	7	7	7	5
营运资本变动	(94)	(36)	(61)	(71)
其它	19	26	21	29
经营活动现金流	**49**	**138**	**176**	**248**
资本开支	(4)	(60)	(50)	(50)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**(4)**	**(60)**	**(50)**	**(50)**
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(14)	0	0	0
支付股利、利息	(24)	(25)	(36)	(50)
其它融资现金流	**36**	**10**	**0**	**0**
融资活动现金流	(39)	(15)	(36)	(50)
现金净变动	5	63	90	148
货币资金的期初余额	195	200	263	353
货币资金的期末余额	200	263	353	501
企业自由现金流	47	81	131	204
权益自由现金流	69	85	125	200

资料来源：公司资料和国信证券预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10％之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示:

本报告信息均来源于公开资料，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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。