

空谷幽兰, 正当其时

——昆明制药(600422)公司投资价值分析

核心观点

1、中药行业的“空谷幽兰”。昆明制药地处中药材资源丰富的云南省, 主导产品是天然植物系列, 公司具有显著的资源优势和品种优势, 随着营销改革的持续推进和激励机制的完善, 公司逐渐步入高速增长通道。

2、天然植物药行业持续景气, 公司发展正当其时。

血塞通系列是公司利润的重要增长点。我们非常看好络泰血塞通冻干粉针和络泰血塞通软胶囊。一方面该产品所处行业持续景气, PDB数据显示2006-2010年三七总皂苷市场的年复合增长率为25.3%, 高于心脑血管中成药市场增速。另一方面, 竞争格局较为有利。血塞通冻干粉针的直接竞争对手只有黑龙江珍宝岛, 由招标情况可知, 目前公司与珍宝岛的差距正逐步缩小, 而二者近期签署的合作议案则有利于双方共赢, 共享市场大蛋糕。**我们预计血塞通冻干粉针今年同比增长50%以上。**血塞通软胶囊的竞争对手只有昆明圣火药业, 该产品自实行大品种战略作为重点推广产品以来, 销量已连续两年翻番, 未来随着医保覆盖面积的扩大, **我们认为该产品仍然有持续增长的空间, 预计今年全年同比增速有望达到60%左右。**

天麻素系列市场竞争激烈, 公司主打产品天眩清注射液是同类产品中唯一享受优质优价的产品, 优势显著, **预计天眩清系列今年同比增速在40%左右。**抗疟疾药物蒿甲醚系列未来主要看WHO认证进展, **预计蒿甲醚系列未来将保持10%左右的增长率。**

昆明中药厂作为公司的OTC平台, 目前还处于营销改革中, 我们预计昆明中药厂全年将达到20%的增长率。而公司的化学药平台——昆明贝克诺顿, 未来看点主要是新产品的引进。

3、营销改革初显成效, 激励机制不断完善。公司自2007年开始逐步开展营销改革, 并于2010年推出一整套针对高管和中层以上管理人员的激励措施, 我们认为公司改革后的“自销+代理”双轨驱动的营销模式更加贴合公司现在的经营情况, 而激励机制也非常合理, 对整个公司人员的提振作用显著。

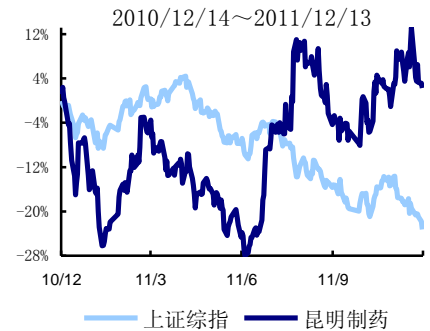
4、公开增发项目激发各项业务发展潜能。公司近期公开增发6800万股募集约7亿元。我们认为本次增发将极大的增加公司产能, 有利于公司扩大二线品种规模和增强竞争能力, 同时提升研发水平, 激发各项业务的发展潜能, 但同时增发也将对公司业绩产生一定的摊薄。

5、盈利预测及投资评级:预计公司2011-2013年EPS分别为0.41元、0.58元和0.80元, 当前股价对应的动态市盈率分别为37倍、26倍、19倍。随着血塞通系列在基层市场的放量, 以及公司营销和管理能力的持续提升, 公司未来增长空间广阔, 继续维持公司“短期-推荐”、“长期-A”的投资评级。

财务数据与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万)	1817	2202	2714	3328
同比增速(%)	26.64	21.20	23.24	22.62
净利润(百万)	99	145	204	281
同比增速(%)	47.38	47.14	40.22	38.26
EPS(元)	0.27	0.41	0.58	0.80
P/E	54	37	26	19

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	31417.60
流通A股(万股)	31390.55
52周内股价区间(元)	10.55-17.58
总市值(亿元)	47.72
总资产(亿元)	14.16
每股净资产(元)	2.34
目标价	6个月 12个月

相关报告

- 《国都证券-公司研究-公司点评-昆明制药(600422):营销改革持续推进, 大品种战略继续显成效》 2011-03-07
- 《国都证券-公司研究-公司点评-昆明制药(600422):股权激励获通过, 业绩继续向好》 2010-10-29
- 《国都证券-公司研究-调研简报-昆明制药(600422):经营持续改善, 向好趋势不变》 2010-07-21
- 《国都证券-公司研究-调研简报-昆明制药(600422):营销改革成效显现, 公司经营持续向好》 2010-04-01

研究员: 潘蕾

电话: 010-84183157

Email: panlei@guodu.com

执业证书编号: S0940511030001

联系人: 王寅

电话: 010-84183363

Email: wangyin@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 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。

正文目录

1、公司介绍	4
2、天然植物药——行业持续景气，发展正当其时	5
2.1 三七总皂苷系列——剑指大病市场，增长空间广阔	6
2.2 天麻素系列——处于细分市场龙头地位	13
2.3 蒿甲醚系列——期待 WHO 认证有所突破	16
3、两大子公司盈利能力持续增强	17
3.1 昆明中药厂——特色品种资源丰富，营销改革持续推进	17
3.2 昆明贝克诺顿——持续引进新品	19
4、营销改革+股权激励，公司业绩显著提升	20
4.1 营销改革效果显现，重点产品高速增长	20
4.2 激励机制逐步完善	22
5、公开增发项目激发各项业务发展潜能	23
6、盈利预测与投资评级	24
6.1 盈利预测	24
6.2 投资评级	25
7、风险提示	25

图表目录

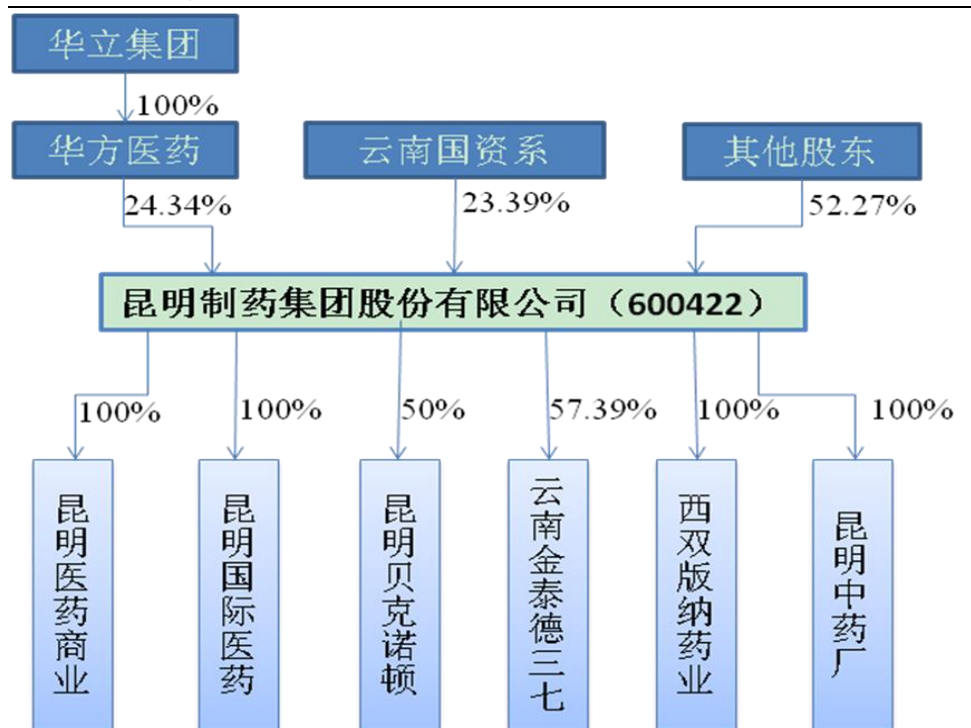
图 1: 昆明制药股权结构示意图	4
图 2: 昆明制药 2006 至 2011Q1-Q3 营业收入、净利润及毛利率情况.....	5
图 3: 2007-2011H1 公司收入结构	5
图 4: 2007-2011H1 公司利润结构	5
图 5: 昆明制药 2007-2011H1 天然植物药增势良好	6
图 6: 昆明制药 2010 年主要产品销售占比	6
图 7: 我国心脑血管疾病发病率持续提高	7
图 8: 我国心脑血管中成药市场规模及发展趋势	7
图 9: 脑血管中成药中注射剂占主导地位	7
图 10: 2005-2011H1 样本医院三七总皂苷销量情况	9
图 11: 三七总皂苷 2010 年样本医院竞争格局.....	9
图 12: 中恒集团血栓通冻干粉针 2006-2010 年销量及销售收入高速增长	11
图 13: 三七历史价格走势	12
图 14: 2007-2011H1 样本医院头痛中成药规模快速增长	14
图 15: 2007-2011H1 样本医院头痛中成药剂型占比	14
图 16: 2005-2011H1 样本医院天麻素销量情况	15
图 17: 天麻素 2010 年样本医院竞争格局	15
图 18: 昆明制药主要子公司净利润情况	17
图 19: 昆明贝克诺顿 2002-2011H1 净利润及增速	20
图 20: 昆明制药国内营销网络	21
表 1: 三七简介	8
表 3: 昆明制药三七总皂苷系列产品列表	9
表 4: 昆明制药天麻素系列产品列表	13
表 5: 2011 年上半年九大城市医院头痛中成药销售额前五品牌.....	14
表 6: 22 城市眩晕失眠类产品零售终端市场销售前 10 位	15
表 7: 昆明制药蒿甲醚系列产品列表	16
表 8: 昆明制药特色产品系列	18
表 9: 昆明贝克诺顿主要品种	19
表 10: 昆明制药的营销构架及各部门负责产品	21
表 11: 净利润考核及股权激励计提比例 (万元)	22
表 12: 公司股权激励对毛利率的考核要求	23
表 13: 公开增发项目投资额及设计产能	23
表 14: 昆明制药分行业销售收入预测表	24
表 15: 预测比率	24
表 16: 昆明制药利润表	26

1、公司介绍

昆明制药集团股份有限公司是 1995 年 12 月经云南省人民政府批准，在原昆明制药厂基础上整体改制而成，于 2006 年 11 月登陆上交所。目前大股东是华立集团股份有限公司，持有 24.34% 的股权。华立集团股份有限公司的业务涉及医药、电力计量仪表、电子材料等产业，医药类资产主要包括昆明制药（600442）和武汉健民（600976）。

公司集天然药物研发、生产、销售、商业批发、连锁零售和外贸为一体，形成了以天然植物药为主体，涵盖中药、化学药和医药流通产业的完整医药产业集群格局。公司以生产蒿甲醚、三七、天麻素系列和特色中药等天然药物而闻名，旗下拥有 6 个子公司。

图 1：昆明制药股权结构示意图

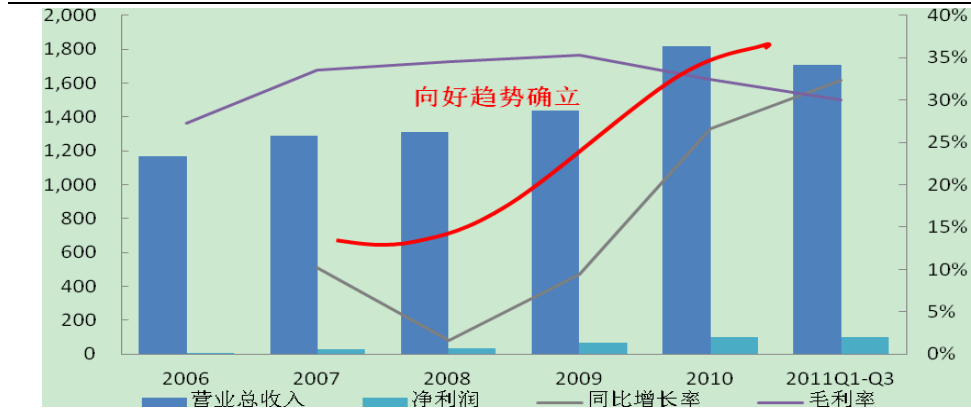


数据来源：公司资料、国都证券研究所

2004 年云南医药集团有限公司将昆明制药 29% 股权以每股 5.28 元转让给华立集团，此后公司经过 2005、2006 两年的调整期，经营重新走上正轨，净利润逐年提升，盈利能力增强，毛利率从 2006 年的 27.28% 上升至 2010 年的 32.41%，公司业绩向好的趋势已经确立。

2011 年前三季度，公司实现营业收入 17.06 亿元，同比增长 32.36%，净利润为 1.02 亿元，同比增长 45.6%，继续保持高速增长的态势，去年至今年年初由于三七等中药材涨价的影响，公司前三季度毛利率同比小幅下降，为 30.04%，随着中药材价格的持续回落，公司全年的毛利率仍然有望保持在较高水平。

图 2: 昆明制药 2006 至 2011Q1-Q3 营业收入、净利润及毛利率情况

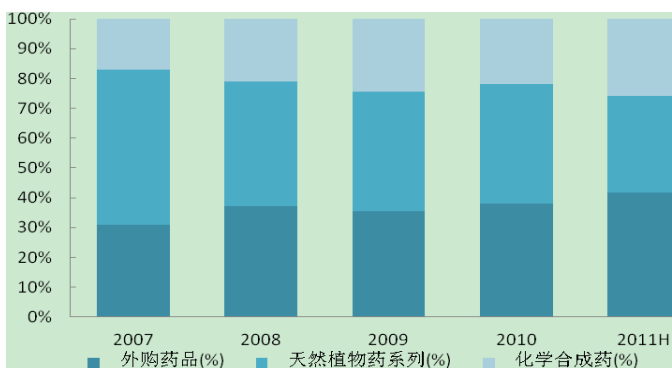


数据来源：公司资料、国都证券研究所

注：单位为百万元

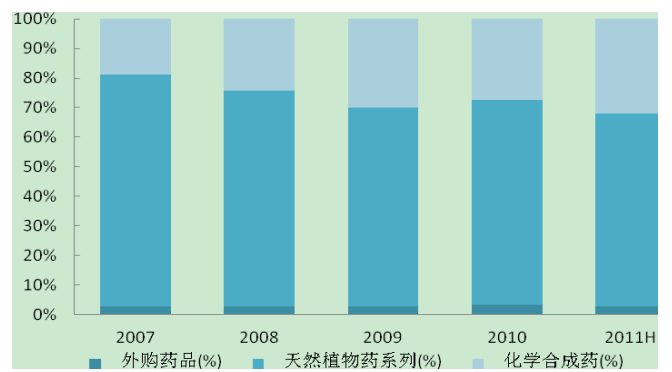
昆明制药的主营业务分为天然植物药、外购药品和化学合成药，2010 年的营收占比分别为 39.27%、37.22%、21.31%。从毛利贡献来看，外购药品毛利较低，植物药和化学合成药业务占据了毛利的 95%以上，2010 年天然植物药、外购药品和化学合成药的利润占比分别为 69.17%、3.44%、27.39%，其中，植物药毛利贡献 2007 年以来一直稳定在 66%以上，是公司最重要的利润来源。

图 3: 2007-2011H1 公司收入结构



资料来源：公司资料、国都证券研究所

图 4: 2007-2011H1 公司利润结构



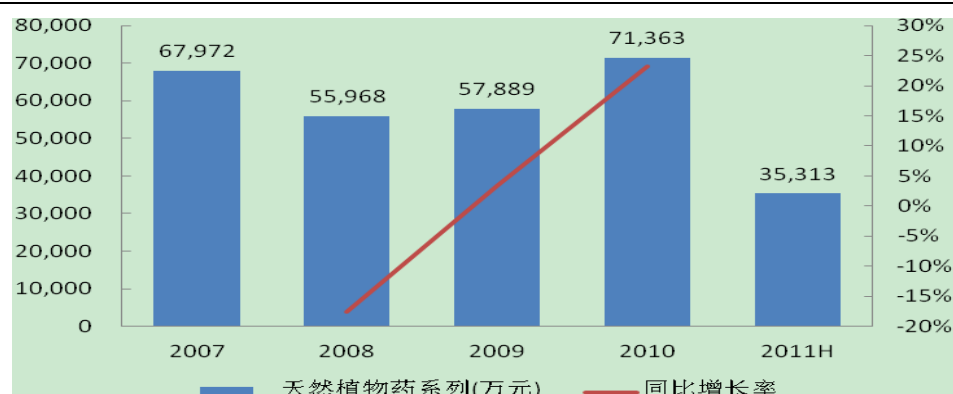
资料来源：公司资料、国都证券研究所

2、天然植物药——行业持续景气，发展正当其时

云南地区药材资源丰富，为公司打造中国最具核心竞争力的天然植物药制药企业提供了绝佳的条件。经过十多年的发展，公司逐步成长为国内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。

天然植物药是公司极具核心竞争力的产品线。近三年来，公司天然植物药业务收入逐年增长，呈加速态势，毛利率也一直维持在较高水平，即便在去年至今年年初中药材大幅涨价的不利环境下，该项业务依旧维持了 56.25% 的高毛利，成为公司高速增长的最重要驱动力。

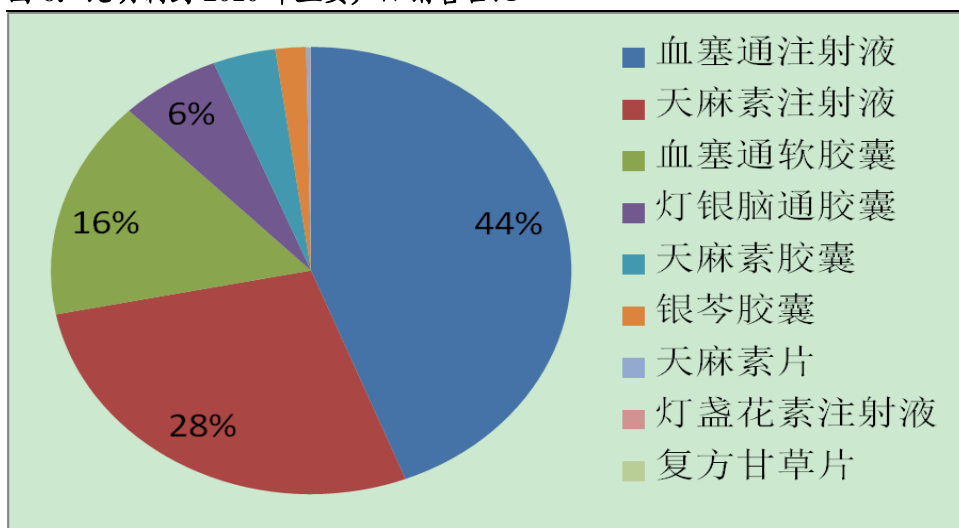
图 5: 昆明制药 2007-2011H1 天然植物药增势良好



数据来源: 公司资料、国都证券研究所

公司的天然植物药系列主要包括三七总皂苷系列、天麻素系列、蒿甲醚系列以及特色中药系列。2010 年血塞通系列和天麻素系列分别占销售收入的比例为 59.94%和 31.91%，是公司天然植物药系列的两大核心。

图 6: 昆明制药 2010 年主要产品销售占比



数据来源: 米内网、国都证券研究所

2.1 三七总皂苷系列——剑指大病市场，增长空间广阔

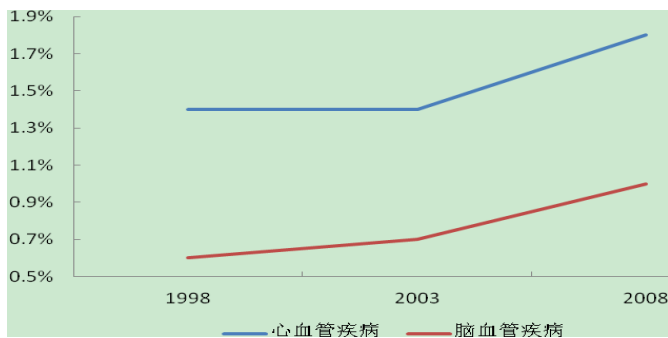
公司的三七总皂苷系列品种类别丰富，主要以血塞通系列为主，三七具有散瘀止血、改善微循环、扩张血管、镇痛、抗炎、降血脂等多方面的功效，是心脑血管中成药常用的中药材之一。

2.1.1 心脑血管用药市场——中西药各占半壁江山，注射剂型优势显著

心脑血管疾病在中国乃至全世界都是人类健康的一大杀手。经估算，国内每年约有 260 万人、每天约有 7,000 人死于心脑血管疾病。根据卫生部发布的统计数据，2008 年中国循环系统慢性病的发病率达到 85.5%，在所有慢性病种里排名第一。据统计，心脑血管领域，2006-2008 年我国心脑血管用药市场总规模年均增长率维持 15% 以上，3 年内年复合增长率达 16.07%，2008 年国内心脑血管用药市场规模已达 819.66 亿元。心脑血管用药市场中，西药和中成药各占半壁江山，由于中成药在心脑血管疾病治疗方

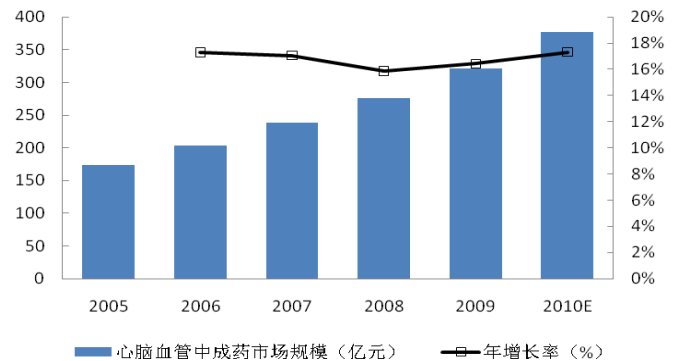
面具有明显优势(较西药副作用小),近年来其市场份额呈现逐渐上升趋势。2005年至2009年心脑血管中成药市场规模年均增长率均在17%左右,略高于整个细分市场增幅。

图7: 我国心脑血管疾病发病率持续提高



资料来源: 卫生部、国都证券研究所

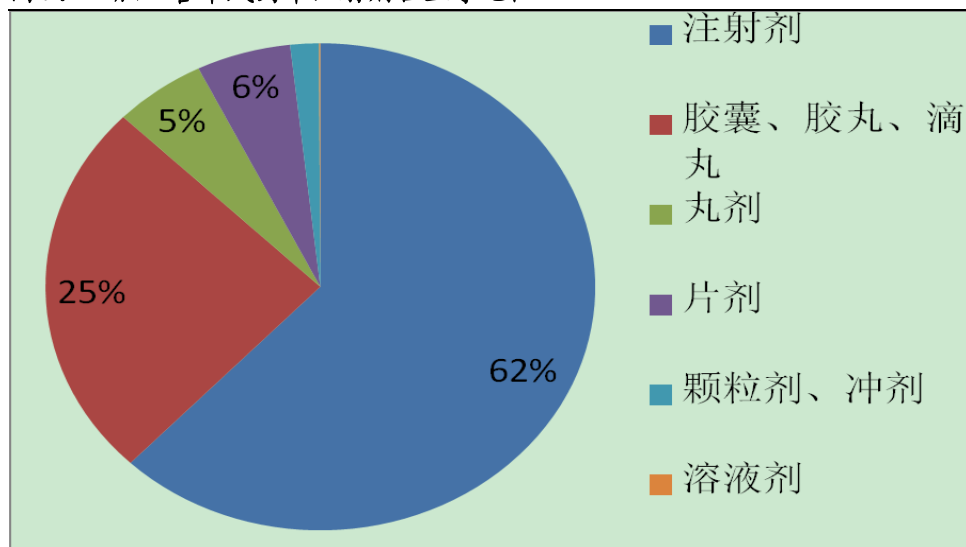
图8: 我国心脑血管中成药市场规模及发展趋势



资料来源: 南方所、国都证券研究所

南方所的数据显示,脑血管疾病用药中,注射剂占销量份额的62.13%,口服剂型占37.86%,其他剂型仅为0.01%。原因是中药注射剂在治疗脑血管疾病领域,既具备中药的特色,也有现代制剂的治疗特征,它既有协同效应又有互补作用,表现出多重药理作用,体现中医急则治标的特点,并且注射剂使用安全,疗效显著,预后好,疗程费用低且规格多样,方便临床使用,中药针对心脑血管疾病“慢性起病、急性发作、病后调养”的特性,具有相应的治疗方法和对应剂型,而相对于化学药物较少的毒副作用,中药更适合心脑血管疾患长期治疗与调养。

图9: 脑血管中成药中注射剂占主导地位



数据来源: 米内网、国都证券研究所

2.1.2 三七总皂苷市场——寡头竞争格局论待转变

在心脑血管中成药中,三七的活血化瘀功效显著,在脑血管用药领域尤为明显,南方所的数据显示,2010年样本医院脑血管中成药前十名产品中有血栓通注射液、血塞通注射液、复方血栓通胶囊和三七通舒胶囊均是以三七为主要原料。

表 1: 三七简介

产地	云南、广西、四川、湖北、江西等
生长环境	喜冬无严寒、夏无酷热、四季温差小的气候；喜半阴半阳、湿润，忌烈日直射、忌严寒
收获期	12月至次年1月（冬七）、7-8月（春七）
生长周期	三年（从播种到成熟）
功效	散瘀止血、改善微循环、扩张血管、镇痛、抗炎、降血脂、胆固醇等
规格	60头、80头、120头或无数头、剪口

资料来源：中药材价格信息网、国都证券研究所

SFDA 统计数据显示，2010 年脑血管疾病中成药前 8 品牌的市场份额合计(CR8) 为 48.58%,属于低集中寡占型，除了排名首位的疏血通注射液市场份额超过 10%，其他品牌所占的市场份额均不超过 10%，竞争非常激烈。2011 年上半年，公司的血塞通注射液增长迅速，首次在脑血管中成药品牌榜中位列第九，与直接竞争对手黑龙江珍宝岛的差距正在逐步缩小。

表 2: 2010-2011 年脑血管中成药前 10 品牌排名变化

2010 年排名		2011 年 1-5 月排名	
产品名称	生产厂家	产品名称	生产厂家
疏血通注射液	黑龙江友博	疏血通注射液	黑龙江友博
血栓通注射液	广西梧州制药	血栓通注射液	广西梧州制药
醒脑静注射液	无锡山禾	醒脑静注射液	无锡山禾
脑心通胶囊	陕西步长	脑心通胶囊	陕西步长
川穹嗪注射液	哈尔滨三联	复方血栓通胶囊	广东众生药业
复方血栓通胶囊	广东众生药业	培元通脑胶囊	河南羚锐
血塞通注射液	黑龙江珍宝岛	川穹嗪注射液	哈尔滨三联
三七通舒胶囊	四川中医药大学华神	血塞通注射液	黑龙江珍宝岛
苦碟子注射液	沈阳双鼎	血塞通注射液	云南昆明制药
灯盏生脉胶囊	云南生物谷灯盏花	灯盏生脉胶囊	云南生物谷灯盏花

数据来源：米内网、国都证券研究所

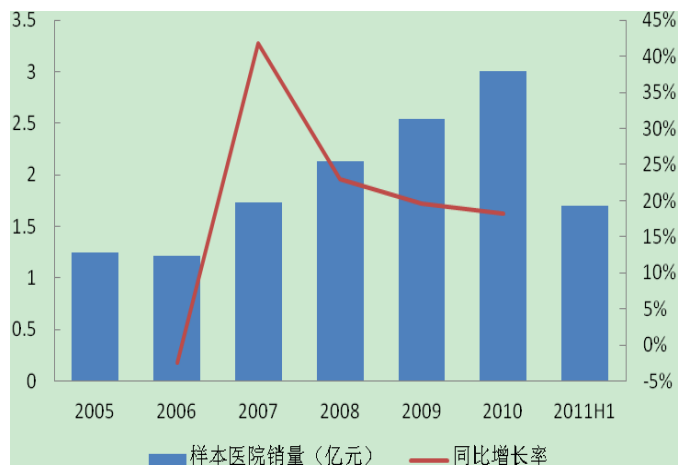
三七总皂苷系列是心脑血管中成药市场中占比最大的产品系列，南方所的数据显示今年 1-5 月脑血管中成药前十品牌中，三七总皂苷系列产品占据了 3 个席位，表明了市场对三七总皂苷类产品的高度认可。

PDB 中 22 城市 400 家样本医院的数据显示，三七总皂苷系列的市场规模由 2005 年的 1.25 亿增长到 2010 年的 3.01 亿，2006-2010 年的年复合增长率为 25.3%，展现了较强的增长势头。2011 年上半年，三七总皂苷系列产品的市场规模达到 1.7 亿元，下半年是心脑血管疾病的高发期，预计全年市场规模增速仍有望保持在 20%左右。

目前市场上三七总皂苷系列包括血塞通和血栓通两大系列，二者的区别仅在于血塞通是从三七剪口处提取，而血栓通是从三七主根提取。PDB 的样本医院数据显示，三七总皂苷市场格局为寡头竞争，中恒集团子公司——梧州制药的血栓通注射液占据了 78% 的市场份额，其余厂家目前均难以与其抗衡。血塞通注射液的两家主要生产企业——黑龙江珍宝岛和昆明制药分列细分市场的第二位和第三位，二者市场份额趋于相近，

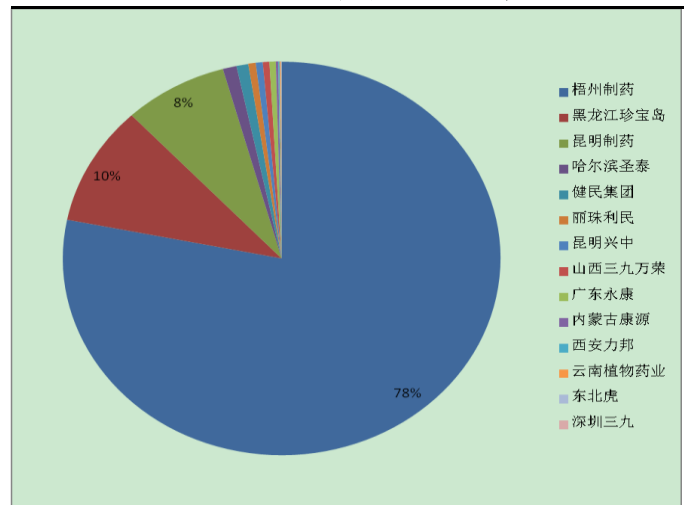
显示了公司与珍宝岛的差距正逐步缩小。

图 10: 2005-2011H1 样本医院三七总皂苷销量情况



资料来源: PDB、国都证券研究所

图 11: 三七总皂苷 2010 年样本医院竞争格局



资料来源: PDB、国都证券研究所

2.1.3 络泰®血塞通系列——期待由跟随者向领跑者的华丽转身

血塞通系列是昆明制药的主打产品,主治活血祛瘀,通脉活络,主要用于中风偏瘫,瘀血阻络等证;剂型有注射用冻干(规格有 200mg 和 400mg)、胶囊(每粒 100mg)和注射液(规格有 10ml:250mg、50ml:250mg 和 2ml:250mg),公司是两大产品的原研厂家。其中血塞通软胶囊在 2011 年上半年的销售实现快速增长,预计同比增速达到 50%以上。据米内网临床用药格局显示,去年血塞通胶囊和血塞通注射液总共占昆明制药整体药物销售的 60%以上。

我们把昆明制药的三七总皂苷系列产品的医保情况和竞争格局做了归纳,如表所示,我们认为公司的血塞通系列中注射用血塞通(冻干)和血塞通软胶囊竞争格局最为有利,是值得长期看好的两个品种。

表 3: 昆明制药三七总皂苷系列产品列表

名称	商品名	规格	进入医保情况	竞争格局
血塞通注射液	络泰	2ml、5ml、10ml	基药, 医保甲类	16 家, 昆明制药的原研产品, 1985 年投放市场; 质量标准的拟定者
注射用血塞通(冻干)	络泰	200mg、400mg	基药, 医保甲类	2 家, 另一家是黑龙江珍宝岛; 国内首家研制和生产
血塞通软胶囊	络泰	100mg	16 省市地方医	2 家, 另一家是

			保乙类	昆明圣火药业
七叶神安片	昆明牌	50mg		33家，竞争激烈
血塞通颗粒			医保乙类	3家：金泰德、维和药业、特安呐制药
血塞通片			医保乙类	5家
血塞通滴丸			医保乙类	4家：金泰德、神威药业、金不换、百祥制药
三七总皂甙				10家

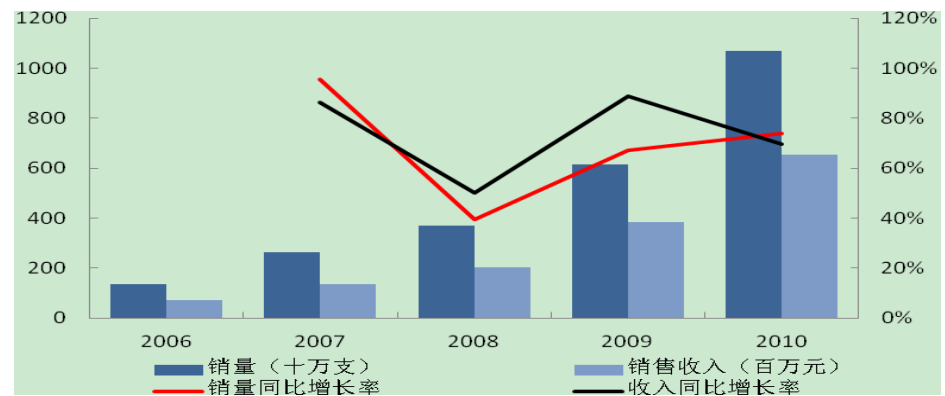
资料来源：公司资料、国都证券研究所

注射用血塞通（冻干）：充分受益于基药放量，增长空间巨大

公司的络泰注射用血塞通（冻干）的直接竞争对手是黑龙江珍宝岛的血塞通冻干粉针和中恒集团的血栓通冻干粉针。公司的注射用血塞通（冻干）与珍宝岛属于同名同药，与中恒集团属于异名同药。三者均进入国家医保甲类和国家医药目录，功效也非常相近。中恒集团的血栓通冻干粉针属于独家品种，在价格方面维护得比血塞通冻干粉针好，实际销售价格与发改委限价接近。而血塞通注射液目前有昆明制药和黑龙江珍宝岛2家企业在招投标过程中直接竞争，导致2家企业该产品实际销售价格仅为发改委限价的62%左右，对企业利益造成一定不利影响。

中恒集团子公司梧州制药是血栓通冻干粉针的标准制定者，公司从2005年开始采取纯代理（底价销售）的销售模式，由于其经销商强大的政府资源和公关能力以及产品本身定价能力强，血栓通冻干粉针爆发出巨大的增长潜力，销量由2006年的1350万支迅速增长到2010年的1.07亿支，销售收入五年内年复合增长率高达72.9%，引领公司业绩高速增长。同年，血塞通冻干粉针的总销售量2家合计约卖了4000万支，远远低于血栓通冻干粉针的销量。

图 12: 中恒集团血栓通冻干粉针 2006-2010 年销量及销售收入高速增长



数据来源: 国都证券研究所

昆明制药是血塞通冻干粉针的原研厂和标准制定者, 在 2007 年之前该产品都是自销的模式, 由于激励和考核机制不完善等问题, 导致该产品市场拓展不顺利。公司自 2007 年开始实行营销改革, 采取自销和代理相结合的营销模式, 并且加大了学术营销的力度和对核心人员的激励幅度, 产品在市场上的占有率逐步提高, 已具备成为该细分领域领跑者的潜质。

与珍宝岛合作双赢, 携手做大血塞通。目前血塞通冻干粉针仅有 2 家企业拥有生产批文, 公司与黑龙江珍宝岛药业于 2011 年 11 月 15 日签署《关于注射用血塞通(冻干)标准及专利等相关事宜进行合作的框架协议》, 约定在 7 年内共享注射用血塞通(冻干)的专利技术, 在质量标准、技术研究、市场销售等方面进行合作。我们认为公司与珍宝岛的合作能够最大程度的实现双赢, 有助于维护血塞通冻干粉针目前的竞争格局, 利于 2 家企业的长期稳定发展。

络泰冻干血塞通粉针充分受益于基药放量, 增长空间巨大。从基药招标情况来看, 昆明制药的血塞通冻干粉针 2010 年已在 26 个省市自治区的药品集采中标, 同比去年增长了 8 个省市。2010 年新增市场包括黑龙江、辽宁、吉林、北京、内蒙古、四川、重庆、江西、湖南、宁夏、甘肃。而公司两个竞争对手: 中恒集团的血栓通冻干粉针中标省市由 09 年的 19 个增加到 2010 年的 23 个, 而黑龙江珍宝岛的血塞通冻干粉针中标省市由 09 年的 20 个增加到 2010 年的 27 个。公司在基药中标省市增幅最大, 一方面反映了三七类制剂的市场认可度显著提高, 为公司发展创造良好条件, 另一方面, 公司与黑龙江珍宝岛的差距也进一步缩小, 良好的中标情况为公司产品的推广奠定了深厚的基础。

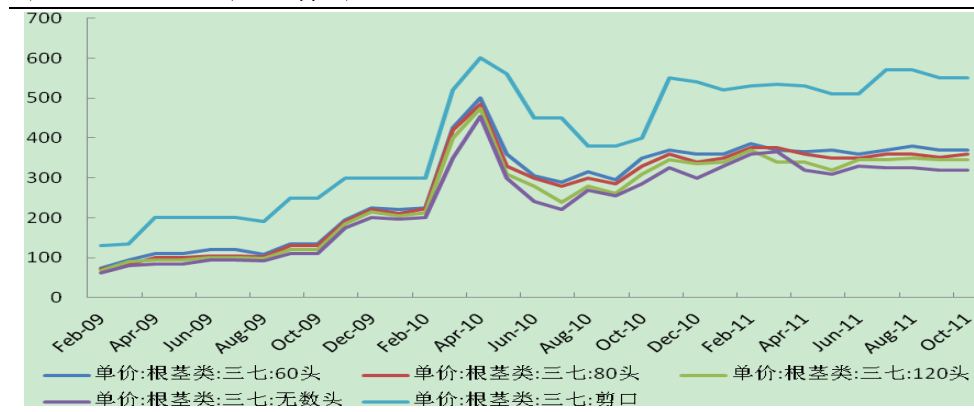
血塞通冻干粉针此前的销售主要集中在二三级以上综合医院, 自 2009 年进入到国家基本药物目录以来, 络泰血塞通冻干粉针才逐步向基层医疗市场渗透, 公开数据显示, 公司的注射用血塞通(冻干)2008-2010 年增长迅速, 三年复合增长率 63.30%, 至 2010 年, 已达 1200 万支, 大大超出公司 800 万支的产能极限, 产品供不应求现象突出。我们认为该产品未来将持续受益于基层市场扩容带来的基药放量效益, 增长空间巨大。

除受益基药放量外, 我们认为血塞通冻干粉针对水针剂性的替代可能成为另一个推动因素。中药注射剂粉针剂型相对于水针剂型, 无论在安全性, 稳定性, 纯度以及运输便利性上, 优势都非常明显, 粉针对水针剂性的替代可能成为未来趋势。目前三七注射剂粉针和水针的用量比大致为 1: 1, 而同样剂量价格相差一倍左右, 因此即便心脑

血管用药需求维持不变，仅靠粉针对水针的替代，冻干型粉针仍然有巨大的增长空间。

原料成本及产能：公司的血塞通系列均以名贵道地药材文三七为原料，已通过和种植大户合作的方式建立了 GAP 三七种植基地，保证了三七采购的价格稳定以及质量的统一性。公司血塞通系列提取部位为文三七剪口，各皂苷含量均高于文三七的其他提取部位，并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，从而使得公司产品疗效更为显著。中药材价格信息网的数据显示三七剪口的价格始终高于三七的其它规格，2010 年三七剪口价格大幅上涨对公司的生产成本影响较小，主要是因为公司在价格较低时对三七做了战略储备，并通过提取工艺的改造，使整体毛利率仍然维持在较高水平。

图 13: 三七历史价格走势



数据来源：wind、中药材价格信息网、国都证券研究所

注：单位为元/千克

随着络泰血塞通冻干粉针的销售供不应求，公司原有 780 万支/年的产能的瓶颈开始显现，为解决产能瓶颈，公司计划新建 3000 万支的冻干产能，并已提交新版 GMP 认证申请材料，我们预计到 2012 年冻干粉针车间有望达产。

络泰®血塞通软胶囊——独具潜力的二线品种

血塞通软胶囊是公司 2004 年推出的产品，原料采用道地药材文三七。血塞通主要功能为活血祛瘀，通脉活络，用于瘀血阻滞所致的缺血性中风病（脑梗塞）中经络恢复期。该药属于国家级中药四类新药，荣获国家发明专利。该药是纯天然药物制剂，集三七的预防、保健和治疗作用于一身，具有综合性的多项药理作用，毒副作用低，是预防、治疗心脑血管疾病（中风偏瘫、脑梗塞、脑栓塞、脑血管疾病后遗症及心肌梗塞、心绞痛等）的理想药物，尤其适用于脑血管疾病恢复期的治疗；不良反应轻微，起效迅速，疗效确切，服用方便。

血塞通软胶囊目前只有昆明制药和昆明圣火药业两家企业生产，市场竞争格局较为有利，公司的络泰血塞通软胶囊 2008 年共实现销售收入 1000 万左右，随着 2009 年公司的大品种战略实施以来，该产品作为重点推广品种，爆发出极强的增长潜力。2009 年销量同比大幅增长 132%，2010 年销量同比增长 104%，血塞通软胶囊目前已经进入 16 个省市的医保乙类，未来随着医保覆盖面积的扩大，我们认为该产品仍然有持续增长的空间，预计今年全年同比增速有望达到 60%左右。

2.2 天麻素系列——处于细分市场龙头地位

公司有较长的生产天麻系列产品的历史。早在 1984 年，昆明牌天麻素产品被评为国家医药管理局优质产品与云南省优质产品称号。公司的天麻素原料药采用化学合成的方法获得，是源于自然，高于自然，中药西制的典范。公司天麻素系列产品包括天麻素片，天麻素胶囊，乙酰天麻素片以及天麻素注射液等。

天眩清®系列拥有胶囊和注射液两种剂型。天眩清®天麻素胶囊为精制的植物单体制剂，较其他天麻中药口服制剂具有更高的生物利用度；具有镇静、镇痛、神经细胞营养保护、改善心脑血管功能及抗炎抗自由基作用；安全低毒，分布快，消除也快，不易产生药物蓄积；无药物依赖性、成瘾性。天眩清®注射液用于神经衰弱、神经衰弱综合征及血管神经性头痛等症（如偏头痛、三叉神经痛、枕骨大神经痛等），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、前庭神经炎、椎基底动脉供血不足等。

表 4: 昆明制药天麻素系列产品列表

名称	商品名	规格	进入医保情况	竞争格局
天麻素注射液	天眩清	2ml:0.2g	医保乙类	30 家；国内首家经 SFDA 批准可静脉给药的天麻素注射液
天麻素胶囊	天眩清	50mg	省市医保乙类	11 家
天麻素片	天眩清	25mg	省市医保乙类	43 家
乙酰天麻素片	精和	50mg	省市医保乙类	独家

资料来源：公司资料、国都证券研究所

2.2.1 细分市场——中成药增速显著，注射剂型占主导

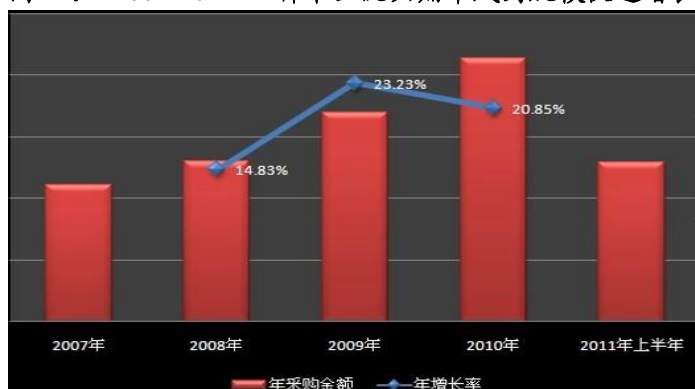
头痛是临床上常见的症状之一，通常是指局限于头颅上半部，包括眉弓、耳轮上缘和枕外隆突连线以上部位的疼痛。根据医学分类，头痛分两种，即将未知病因的头痛称为“原发性头痛”，已知病因的头痛称为“继发性头痛”。头痛发病率高，人群中几乎 90% 的人一生中都有头痛发作。随着社会节奏的加快，工作和生活的压力逐渐加大，导致头痛的患病人数还将持续增加。目前，大部分头痛药市场被西药占据，经临床证明，多数治头痛的西药，尤其是止痛类西药，易引起依赖性。另外，头痛病因诊断也比较困难。而中成药是根据祖国传统医学的辨证论治方法，从整体入手治疗头痛，避开西药的不足，在治疗头痛方面有其独特的优势。

SFDA 最新统计的数据显示，2007 年至 2010 年九大城市医院头痛中成药采购规模逐年扩大，年平均增长率为 19.63%，相比年均增长率，其复合增长率更高，为 24.55%，高于医院终端中成药总体采购规模 22.12% 的复合增长率，预示头痛中成药前景看好。

根据南方所统计的今年上半年九大城市医院头痛中成药采购额可知，2011 年上半年同比 2010 年上半年增长率高达 33.33%，显示出强有力的增长势头。

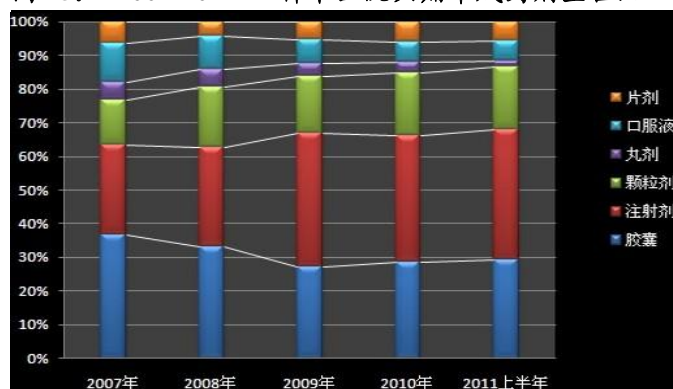
传统中药剂型虽然能从整体上调理机能,治疗头痛,达到标本兼治,但是,如果头痛急性发作,疼痛难忍,临床上则选择起效更快的注射剂，目前临床主要选用天麻素注射液。治疗头痛的中成药注射剂自 2009 年起,市场占有率超越胶囊剂,并一直占据中成药治疗头痛剂型的老大地位。

图 14: 2007-2011H1 样本医院头痛中成药规模快速增长



资料来源: 米内网、国都证券研究所

图 15: 2007-2011H1 样本医院头痛中成药剂型占比



资料来源: 米内网、国都证券研究所

2011 年上半年治疗头痛的中成药前十品牌，较 2010 年前十品牌变化不大，天津天士力的养血清脑颗粒、重庆西南药业的天麻素注射液、云南昆明制药的天麻素注射液依然稳坐前三甲,市场份额分别为 17.72%、16.22%、12.77%。前十品牌中唯独昆明制药的天麻素注射液有单独定价。

表 5: 2011 年上半年九大城市医院头痛中成药销售额前五品牌

产品名称	生产厂家	医保类别	是否基药	是否单独定价
养血清脑颗粒	天士力	乙类	是	否
天麻素注射液	昆明制药	乙类	否	是
天麻素注射液	西南药业	乙类	否	否
天麻醒脑胶囊	云南友孜堂制药有限公司	否	否	否
通天口服液	太极集团	乙类	是	否

资料来源: SFDA、国都证券研究所

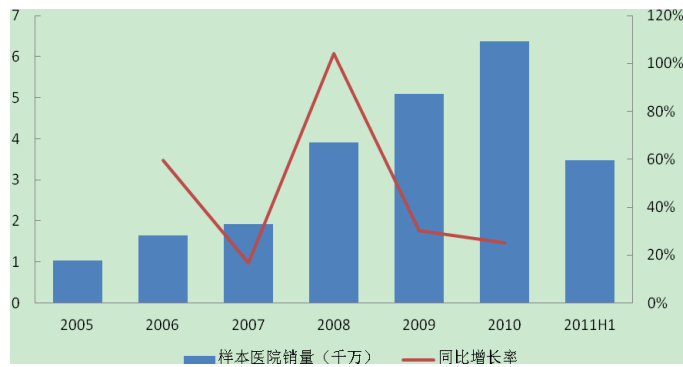
2.2.2 天麻素市场持续扩容，天眩清注射液占据龙头地位

PDB 的最新数据显示，22 城市 400 家样本医院的天麻素销量持续增长，由 2005 年 1029.4 万增加到 2010 年的 6366.4 万元，2005-2010 年的年复合增长率高达 44%，显示出极强的增长势头。2011 年上半年，样本医院天麻素产品的销量达到 3471.6 万元，我们预计未来 3 年保持 30% 的增长问题不大。

在天麻素细分市场中，昆明制药的天眩清注射液占据龙头地位。根据 PDB 统计的

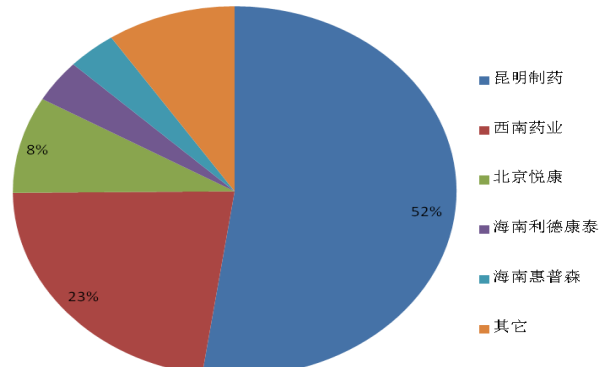
2010 年天麻素注射液样本医院竞争格局来看，昆明制药的产品占有率为 52.3%，由于公司的天麻素注射液在同类产品中是唯一享受优质优价的，同时也是国内首家经 SFDA 批准可静脉给药的，因此短期内公司在天麻素用药领域的竞争优势仍将维持。

图 16: 2005-2011H1 样本医院天麻素销量情况



资料来源: PDB、国都证券研究所

图 17: 天麻素 2010 年样本医院竞争格局



资料来源: PDB、国都证券研究所

除天眩清注射液外，乙酰天麻素片具备增长潜力。根据健康网对 2011 年 10 月药店终端零售市场销售情况的统计数据，可以看出在 22 个跟踪城市中，本月眩晕失眠类药品中排在榜首位置的产品是盐酸苯环壬酯片，其占据了 23.38% 的销售份额，环比下降 11.81%。佐匹克隆片排在第 2 位，其占据了 21.22% 的销售份额，环比增长 8.35%。甲磺酸倍他司汀片排在第 3 位，占据了 8.16% 的销售份额，环比增长 12.54%，而公司的乙酰天麻素片由于是独家品种，且新进 4 省市医保，市场占有率大幅提升，同比大增 235.85%，而天麻素胶囊由于生产厂家较多，竞争较为激烈，市占率同比有所下滑。

表 6: 22 城市眩晕失眠类产品零售终端市场销售前 10 位

排名	药品名称	市场占有率	环比	竞争格局	医保情况
1	盐酸苯环壬酯片	23.38%	-11.81%	北京华素制药，独家	未进
2	佐匹克隆片	21.22%	8.35%	6 家	国家乙类
3	甲磺酸倍他司汀片	8.16%	12.54%	2 家	国家乙类
4	谷维素片	7.64%	-10.10%	恩华药业等多家	国家乙类
5	清脑复神液	4.43%	23.54%	2 家	国家乙类
6	右佐匹克隆片	3.81%	-9.31%	2 家	国家乙类

7	天麻醒脑 胶囊	3.61%	21.35%	云南永孜堂制药，独 家	12省市（吉林、黑龙 江、广东等）医保乙类
8	乙酰天麻 素片	3.40%	235.85%	昆明制药，独家	黑龙江、陕西、云南、 重庆4省市医保乙类
9	眩晕宁片	2.82%	-17.00%	桂林三金，独家	国家乙类
10	天麻素胶 囊	2.76%	-19.74%	昆明制药、香雪制 药、华北制药等11 家	黑龙江、山西、陕西、 重庆4省市医保乙类

资料来源：健康网、国都证券研究所

2.3 蒿甲醚系列——期待 WHO 认证有所突破

公司的蒿甲醚系列产品是疟疾治疗的一线用药。蒿甲醚是青蒿素的衍生物，抗疟活性显著高于青蒿素。昆明制药的蒿甲醚注射液是中国第一个自主发明的、被国际组织认可和销售的国家一类新药。昆明制药独家拥有 12 个青蒿素类药品批文，几乎涵盖了国内所有的蒿甲醚产品和复方产品，是国内从种植到原料提取到制剂，产品最多、规格最全具备持续开发能力的青蒿素生产企业。

公司的蒿甲醚系列包括 ARCO 复方磷酸萘酚喹片、蒿甲醚注射液、蒿甲醚原料药、蒿甲醚片、蒿甲醚胶囊和复方蒿甲醚片。公司的蒿甲醚原料药已通过 WHO 的 PQ 认证和美国的 FDA 认证，公司是瑞士诺华复方蒿甲醚片（国际销售）两种组分之一蒿甲醚的唯一特定供应商。根据 1994 年与诺华签定的 20 年排他性协议，约定瑞士诺华复方蒿甲醚所需的蒿甲醚原料仅由昆明制药提供，价格由双方协商决定。而蒿甲醚制剂（ARCO 复方磷酸萘酚喹片、蒿甲醚注射液等）则主要是在疟疾的高发地区销售。

表 7：昆明制药蒿甲醚系列产品列表

名称	商品名	规格	竞争格局
复方磷酸萘酚喹片	ARCO	萘酚喹 50mg, 青蒿素 125mg	独家，国内外首家研制和生产，获发明专利；世界上第一个只需一次口服即可治愈非复杂性疟疾的药品
蒿甲醚注射液	昆明牌	0.5ml、1ml	独家，全球首家研制和生产，属国内首创的一类新药；
蒿甲醚原料药			8 家：昆明制药、浙江医药、新和成等
蒿甲醚片		40mg、50mg	独家
蒿甲醚		40mg、0.1g	独家

胶囊

复方蒿
甲醚片

苯芴醇:120mg,
蒿甲醚:20mg

2家: 另一家是诺华制药

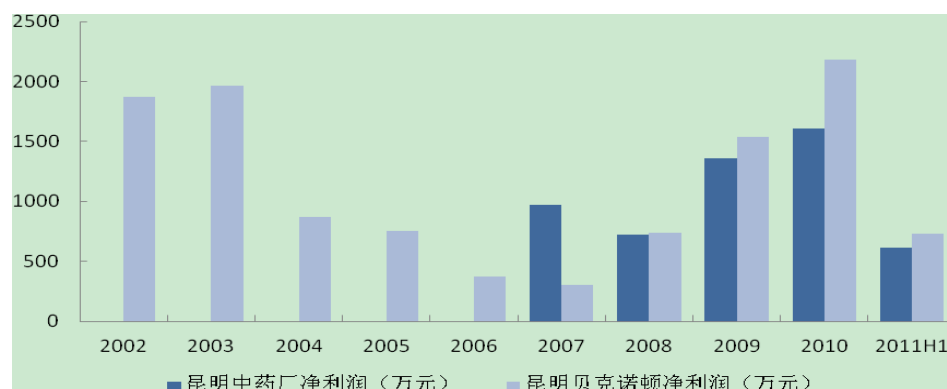
资料来源: 公司资料、国都证券研究所

公司的 ARCO 复方磷酸萘酚喹片符合 WHO 推行的青蒿素联合疗法的治疗原则, 2010 年上半年公司启动了 ARCO 国际化制剂基地建设, 目前该产品生产线正等待 WHO 的 GMP 认证, 如果通过 WHO 的预认证, 则蒿甲醚系列产品将有望重新成为公司的利润增长点。我们预计今年全年蒿甲醚系列销售规模有望突破一个亿, 未来将保持 10%左右的增长率。

3、两大子公司盈利能力持续增强

昆明中药厂和贝克诺顿制药是昆明制药下属子公司中盈利能力较强的两家企业, 2010 年净利润分别为 1604 万元和 2181 万元, 2011 年上半年实现净利润分别为 616 万元和 731 万元, 集团医药商业公司、云南金泰得、西双版纳药业每年净利润为几百万元规模。

图 18: 昆明制药主要子公司净利润情况



数据来源: 公司资料、国都证券研究所

3.1 昆明中药厂——特色品种资源丰富，营销改革持续推进

昆明中药厂是昆明制药的全资子公司, 拥有 15 个独家品种或中药保护品种, 品种资源非常丰富。昆明中药厂是中国中成药工业企业 50 强, 云南省 10 家医药工业重点企业之一, 历史悠久, 在中成药产品生产和技术上的经验十分丰富。同时, 昆明中药厂还拥有五个“云南名牌”产品——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, 是云南拥有名牌产品最多的企业。在 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”两个药品质量标准均被列入 2010 版药典。

表 8: 昆明制药特色产品系列

名称	进入医保情况	竞争格局	产品功效及适应症
络泰®灯银脑通胶囊	6 省市医保乙类 (陕西、云南、内蒙古、西藏、重庆、新疆)	独家	行气活血、散瘀通络，具有循环障碍改善、神经细胞保护及促智与抗脑衰之功效
昆明牌灯盏花素片	国家医保甲类	多家，竞争激烈	改善脑血流量，降低血管阻力，抗血小板凝聚；适用于中风及中风后遗症
精和®银苓胶囊	2 省市医保乙类 (广东、云南)	独家	激活人体免疫，抗菌抗病毒，对高烧、风热感冒、咳嗽、病毒性感染等有确切疗效
关维®草乌甲素胶丸	国家医保乙类	独家	镇痛、消炎药；镇痛效果相当于吗啡且作用时间更长；无药物依赖性 & 成瘾性，可长期服用。
菲伯瑞® 黄藤素片	河北省医保乙类	多家，竞争激烈	妇科炎症良药，具有广谱抗菌、抗病毒及加强机体免疫功能的多重药理作用，可用于防止白色念珠球菌，绿脓杆菌所致二重感染
昆明牌豆腐果苷片	云南省医保乙类	多家，竞争激烈	治疗头痛、神经痛；精神心理性失眠、特发性失眠
昆明牌秋水仙碱片、舒风灵® 秋水仙碱片	国家医保甲类	14 家，竞争激烈	用于痛风急性发作期
卓奇诺®露水草胶囊	云南省医保乙类	独家	天然植物降糖药
刚好®复方青蒿喷雾剂		独家	止血、止痛、消炎，改善微循环功能，促进组织再生和愈合等功效，能有效治疗炎性外痔、血栓性外痔及内痔脱出。
昆明牌复方岩白菜素片	云南省医保乙类	多家，竞争激烈	缓解呼吸道过敏症状；祛痰、镇咳；适用于慢性支气管肺炎。
美依®盐酸米	国家医保乙类	12 家	半合成大环内酯类广谱抗生素，具

诺环素胶囊

高效和长效性；抗菌谱广，对耐药的金黄色葡萄球菌、链球菌和奈瑟球菌有很好的抗菌效果；

昆明牌吉他霉素片

云南省医保乙类

多家，竞争激烈

资料来源：公司资料、国都证券研究所

2006年10月新董事长上任即开始对公司逐步进行调整和转型，压缩微利的医药商业业务，重新聚焦以植物药为主的医药工业，2007年业绩恢复性增长，同时公司完成了对昆明中药厂的全资收购，昆明中药厂成为公司的OTC业务平台。2010年下半年，昆明中药厂启动营销改革，现在将9个省市做的好的队伍整合为3个，而其余18个做的稍差的队伍逐步淘汰，只保留地区经理，改为代理销售的模式。公司自己的销售队伍正在重新组建中。我们预计2011年上半年昆明中药厂增长将近20%，现在处于一个稳定的调整时期，全年实现20%的增长毫无悬念，昆中药OTC产品中未来主打的是舒肝颗粒、清肺化痰丸、灯银脑通胶囊。我们认为随着昆明中药厂营销改革的持续推进，未来重点主打产品或将有所突破。

3.2 昆明贝克诺顿——持续引进新品

公司的化药平台是与以色列仿制药巨头TEVA合资的持股50%的贝克诺顿，贝克诺顿目前拥有销售人员超过350人，以学术营销为主，渠道销售和OTC三线并举。经过13年的发展，形成了以上海为中心辐射全国的营销网络，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，已在抗生素、骨科和免疫调节领域形成优势。

贝克诺顿目前的产品主要包括抗生素阿莫西林，骨科用药阿法迪三和阿尔治，以及儿童系列用药。前三大产品的单品种年销售都大约在1亿元左右，并享有单独定价。我们判断发改委2010年至今3次下调部分单独定价药品的最高零售价的政策对贝克诺顿今年的销售影响不会太大，未来公司的高速增长继续维持，还将依靠新品种的引进。目前，昆明制药正在在着力推动贝克诺顿新品种的筛选。

表9：昆明贝克诺顿主要品种

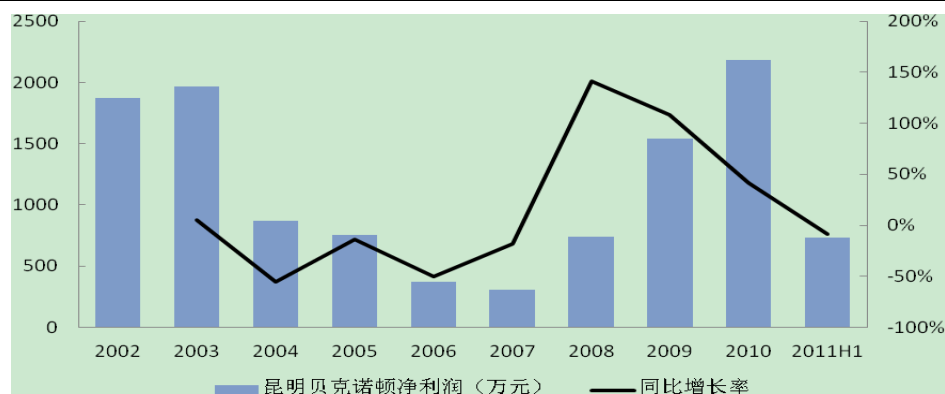
主要品种	适应症	医保目录
阿法迪三	骨质疏松症，肾性骨病，甲状旁腺功能减退	国家乙类
阿尔治	变形性膝关节病、肩关节周围炎	未进
阿莫西林	敏感细菌(不产β-内酰胺酶菌株)所致感染	国家甲类
对乙酰氨基酚颗粒	用于普通感冒或流行性感冒引起的发热，也用于缓解中度疼痛，更适合儿童	国家甲类
头孢克洛干混	对儿童常见社区获得性感染有显著的疗效	国家乙类

悬剂

资料来源：公司资料、国都证券研究所

贝克诺顿是 TEVA 在国内投资企业中盈利能力最强的公司。自 2005 年 TEVA 收购 IVAX 成为贝克诺顿的股东以来，经过 2006-2007 的调整期，贝克诺顿重新实现了高速增长，净利润由 2006 年的 372 万增长到 2010 年的 2181 万元，2006-2010 年的年复合增长率为 55.6%，2011 年上半年贝克诺顿已实现净利润 731 万元，预计全年净利润增速在 20%左右。

图 19：昆明贝克诺顿 2002-2011H1 净利润及增速



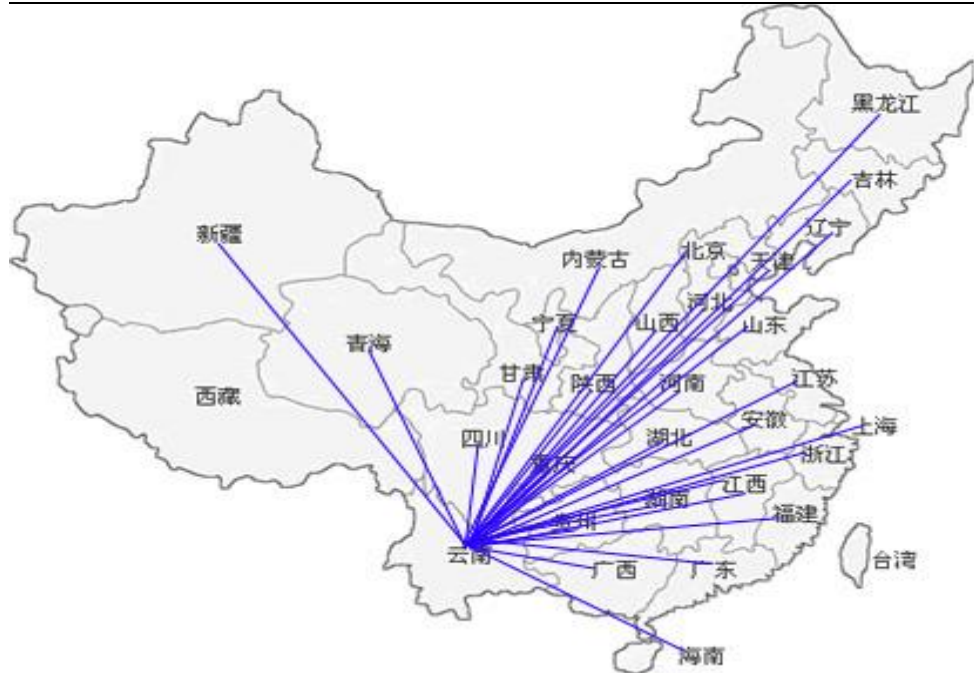
数据来源：公司资料、国都证券研究所

4、营销改革+股权激励，公司业绩显著提升

4.1 营销改革效果显现，重点产品高速增长

2007 年之前，公司主要依靠自有的销售队伍进行产品推广，由于缺乏完善合理的考核和激励机制，销售人员积极性不高，市场拓展速度缓慢。2008 年初公司开始改革营销模式，实施大产品战略，全面追求效益和现金流。2009 年 11 月新总裁上任，其具备多年的医药行业营销经验，在实施大产品战略的基础上，对全国销售地区实行分区管理（原按产品线），同时销售模式转变为由“自主销售+代理”相结合（原自主销售）。对已经渗透的重点市场，以自销为主，精耕细作；对已经覆盖但还有改善空间的公司寻找优质代理商，对代理商进行精细化管理；对尚未覆盖的区域由代理商进行粗放式销售。2010 年完成上述组织架构和销售模式的转变，同时对产品实施分组管理，单独管理并重点发展口服制剂。公司大产品战略成效显著，重点产品血塞通冻干粉针、天麻素等特色品种连续三年保持高速增长。

图 20: 昆明制药国内营销网络



数据来源: 公司网站、国都证券研究所

表 10: 昆明制药的营销构架及各部门负责产品

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	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	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®银苓胶囊

	海、宁夏、西藏	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 国内营销部	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

数据来源：公司网站、国都证券研究所

4.2 激励机制逐步完善

对公司高层管理人员实行限制性股票激励计划：公司于2010年8月公告了《限制性股票股权激励计划（草案修订稿）》。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。净利润越多，计提的激励基金就越多，购买的股份也越多，因而激励也越多。此次股权激励方案设计合理，授予对象需要投入一半股权激励基金的资金。净利润超出部分的最高档计提比例逐年提升，2010年-2012年的计提比例分别为17.5%、22.5%、37.5%。

表 11：净利润考核及股权激励计提比例（万元）

项目	2010	2011	2012
净利润基本触发基数 (含本数)	7500	11250	14625
分区间超额激励基金计提比例			
区间一：7500-8000(含本数)	12.5%	区间一：11250-11750(含本数) 12.5%	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) 22.5%
区间四：9000-9500(含本数)	17.5%	区间四：12750-13250(含本数) 22.5%	区间四：16125-16625(含本数) 37.50%

数据来源：公司资料、国都证券研究所

表 12: 公司股权激励对毛利率的考核要求

年份	医药工业毛利率
2010	49.5%
2011	50.0%
2012	50.0%

数据来源: 公司资料、国都证券研究所

对中层以上管理人员实行超值奖励计划: 2010 年制定了针对中层及以上管理人员的超值奖励计划。公司将提取每年净利润超预算增长部分的一定部分, 为中层及以上管理人员实施现金奖励。相比之前的股票激励计划, 该激励针对中层及以上研发、销售及管理人员, 激励更广泛、更基层, 有利于调动中层管理人员的工作积极性。

“金枪鱼”计划: 2009 年推出, 公司人才以内部培养为主, 通过测评, 主要储备研发、生产、营销人员进行重点培训, 使其快速成长, 培养出高绩效、高潜质优秀人才。目前该计划顺利实施, 已有 6 人通过该计划晋升为中层管理人员。

5、公开增发项目激发各项业务发展潜能

公司 10 月 15 日公布公开增发预案, 拟发行不超过 6800 万股, 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。此次公开增发不安排向原股东配售股票。

表 13: 公开增发项目投资额及设计产能

增发项目	总投资额(万元)	设计产能
国际化制剂提产扩能项目	11250.90	按照国内和 WHO 的 GMP 标准建设, 建设期 3 年。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。
小容量注射液生产线扩产提能项目	22950.24	按照国内 GMP 标准建设, 建设期 2.5 年。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)。
技术中心创新能力建设项目	9657.73	建设年限 2011~2018 年。开发水溶性蒿甲醚注射液以及蒿甲醚的新适应症, 抗肿瘤、脑卒中中药——人工合成灯盏花乙素、痛风药物——芒果苷。

中药现代化提产 扩能建设项目	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。
-------------------	----------	---

数据来源：公司资料、国都证券研究所

预计公开增发项目建成后年利润总额将达到 2.2 亿元。我们认为本次增发将极大的增加公司产能，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，激发各项业务的发展潜能，但同时增发也将对公司业绩产生一定的摊薄。

6、盈利预测与投资评级

6.1 盈利预测

我们预计公司 2011-2013 年营收分别为 22.02 亿、27.1 亿和 33.3 亿，同比增长分别为 21.2%、23.24%、22.62%，2011-2013 年对应的 EPS 分别为 0.41 元、0.58 元和 0.80 元，以 2011 年 12 月 13 日的收盘价 15.19 元来计算，对应的 2011-2013 年动态市盈率分别为 37 倍、26 倍、19 倍。

表 14: 昆明制药分行业销售收入预测表

单位:万元	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
天然植物药系列						
收入	55828	57,889.02	71,362.99	88704	112033	141162
收入增长率	-17.87%	3.69%	23.28%	24.30%	26.30%	26.00%
化学合成药						
收入	28130	35,041.03	38,735.94	48323	59534	73822
收入增长率	27.08%	24.57%	10.54%	24.75%	23.20%	24.00%
医药商业						
收入	49634	50,950.60	67,655.18	83216	99859	117834
收入增长率	22.42%	2.65%	32.79%	23.00%	20.00%	18.00%

数据来源：国都证券研究所

表 15: 预测比率

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务税率	0.57%	0.57%	0.55%	0.55%	0.57%	0.57%
资产减值准备占收入比率	1.33%	1.49%	0.65%	0.60%	0.60%	0.60%
销售费用率	20.99%	20.47%	18.62%	18.00%	17.60%	17.50%
管理费用率	7.43%	6.77%	6.11%	6.10%	5.90%	5.70%
财务费用	1.45%	0.74%	0.37%	0.40%	0.42%	0.50%
期间费用率	29.88%	27.99%	25.10%	24.50%	23.92%	23.70%
公允价值变动占收入比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
营业外收入占收入比率	0.55%	0.52%	0.46%	0.50%	0.50%	0.50%
营业外支出占收入比率	0.21%	0.17%	0.12%	0.15%	0.15%	0.15%
实际负税比率	15.75%	15.93%	15.92%	15.90%	15.90%	15.90%
少数股东损益占比	9.51%	10.84%	11.16%	11.00%	11.00%	11.00%

数据来源：国都证券研究所

6.2 投资评级

我们非常看好公司所处的天然植物药行业，随着血塞通系列在基层市场的放量，以及公司营销和管理能力的持续提升，公司未来增长空间广阔，我们继续维持公司“短期-推荐”、“长期-A”的投资评级。

7、风险提示

三七等中药材涨价风险

发改委下调主导产品价格风险

营销改革不顺利、产品推广慢于预期等风险

表 16: 昆明制药利润表

单位: 万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1817	2202	2714	3328
增长率(%)	26.64	21.20	23.24	22.62
营业成本	1,228	1,473	1,801	2,177
毛利率(%)	32.41	33.14	33.66	34.58
营业税金及附加	10	12	15	19
资产减值准备	12	13	16	20
销售费用	338	396	478	582
管理费用	111	134	160	190
财务费用	7	9	11	17
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	111	165	233	323
增长率(%)	49.08	48.31	41.01	38.90
期间费用率(%)	25.10	22.37	23.92	23.70
加: 营业外收入	8	11	14	17
减: 营业外支出	2	3	4	5
利润总额	117	173	242	335
增长率(%)	47.37	47.10	40.22	38.26
减: 所得税	19	27	38	53
实际税负比率(%)	15.92	15.90	15.90	15.90
净利润	99	145	204	281
增长率(%)	47.38	47.14	40.22	38.26
减: 少数股东损益	13	16	22	31
属于母公司的净利润	86	129	181	251
同比增长	46.73	51.00	40.22	38.26
每股收益(元)	0.27	0.41	0.58	0.80
市盈率(倍)	56	37	26	19

数据来源: 国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
邓婷	金融	dengting@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com
邓集锋	IT	dengjifeng@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com	刘洵	IT	liuyun@guodu.com
王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	张崴	房地产	zhangweiwei@guodu.com
丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com	王寅	医药	wangyin@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	袁放	有色	yuanfang@guodu.com
杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com	王方	基金、融资融券	wangfang@guodu.com
赵锴	股指期货	zhaokai@guodu.com	张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com
向磊	机械	xianglei@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com