

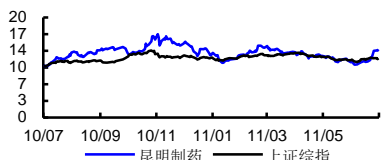
证券研究报告—动态报告

医药保健

制药与生物

昆明制药(600422)
谨慎推荐

2011年7月14日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本(百万股)	314.2/313.9
总市值(百万元)	4,345.1/4,341.3
沪深300/深圳成指	2,795.48/12,479.15
12个月最高/最低(元)	16.90/10.41

相关研究报告:

《国信证券-昆明制药(600422):调整后股改方案显示大股东信心 20060223》——2006-2-23

《昆明制药:化解风险、迎接机遇》——2005-8-29

《昆明制药:华立集团开始产业整合》——2005-7-7

《国信证券-昆明制药-抗疟药为唯一、最大亮点 20050301.pdf》——2005-4-29

证券分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120026

联系人: 杜佐远

电话: 0755-82130473

E-mail: duzyuan@guosen.com.cn

更新报告

基本面持续改善

● 经过多年调整, 基本面趋势向好

公司06年之前追求规模, 管理较差, 经过07-10年的营销调整、成本费用管理, 加上主导产品血塞通进入基本药物目录, 经营趋于稳定、业绩逐步向好。

● 未来3年有望保持高增长

业绩持续、快速增长将来自: 1) 血塞通、天麻素等注射液继续保持高增长, 同时占比不断上升从而提高整体毛利率; 2) 口服制剂系统化管理的实施使得部分口服产品(以血塞通软胶囊为代表)销售快速增长, 口服产品的贡献日益增强; 3) 子公司昆明中药厂调整营销组织机构和关键管理人员, 高层亲自挂帅, 未来业绩改善值得期待, 贝克诺顿不断引进新产品将保持平稳增长; 4) 营销、管理不断加强使工业部分销售费用率和管理费用率下降。

● 激励机制逐步完善, 构成业绩发展助推器

公司不断完善激励机制, 推出了限制性股票激励、超值奖励计划、“金枪鱼”计划, 激励机制自上而下, 针对不同层级实行不同的奖励机制, 面广且具针对性, 有望构成业绩发展助推器。

● 风险提示

1) 主要原材料三七价格上涨。09年干旱造成三七减产, 价格暴涨, 目前维持高位震荡, 由于三七是3年生药材, 13年之前三七价格维持高位的可能性大。

● 给予“谨慎推荐”评级

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有望放量, 股权激励增添动能。预计11-13年EPS 0.40/0.57/0.80, 同比增长45%、45%、40%, PEG0.81。公司基本面改善速度和强度有可能超出预期, 给予“谨慎推荐”评级, 一年期目标价16.1-17.2(12PE 28-30)。

独立性声明:

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。

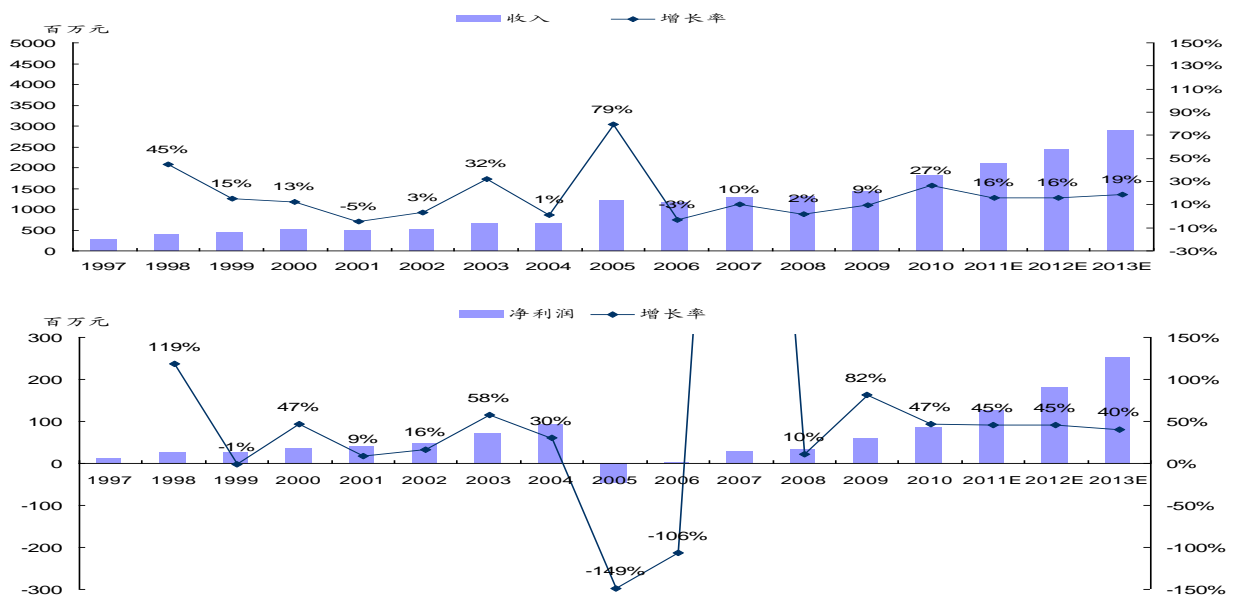
盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,434.91	1,817	2,105	2,436	2,893
(+/-%)	9.46%	26.6%	15.9%	15.7%	18.8%
净利润(百万元)	58.32	86	124	181	252
(+/-%)	81.59%	46.7%	45.2%	45.4%	39.7%
每股收益(元)	0.19	0.27	0.40	0.57	0.80
EBIT Margin	6.34%	7.1%	8.7%	10.6%	12.3%
净资产收益率(ROE)	8.76%	11.6%	14.9%	18.4%	21.4%
市盈率(PE)	73.21	50.8	35.0	24.1	17.2
EV/EBITDA	34.74	29.8	24.8	18.0	13.6
市净率(PB)	6.41	5.91	5.21	4.44	3.68

经过多年调整，管理趋于稳定、业绩逐步向好

- **2006 年之前：追规模、轻效益。**2002 年华立集团入主公司时曾向云南省政府承诺要做大公司规模，但华立集团靠电工仪器仪表起家，缺乏医药背景，一味追求规模，管理较差，董事长更换频繁，致 2005 年亏损，2006 年微盈。
- **2007-2010：经过调整，经营逐步向好**
 - ◇ 2006 年 10 月新董事长上任，其具有医药行业专业背景及经验，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，同时昆明中药厂 100% 股权问题得以解决，纳入并表，成为 OTC 业务平台。
 - ◇ 2008 年初改革营销模式，实施大产品战略，全面追求效益和现金流。
 - ◇ 2009 年推出限制性股票激励计划（草案），同时继续推行成本费用管理，使得净利润大幅提升。血塞通进入 09 版基本药物目录，为 2009 年之后的销售放量提供基础。
 - ◇ 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）。
 - ◇ 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。
- **2011-2013：进入快速成长期。**血塞通、天麻素等注射液将继续保持高增长，同时口服制剂系统化管理的实施使得部分口服产品销售快速增长，口服产品的贡献日益增强。未来 3 年公司有望保持高增长态势。

图 1：昆明制药收入、净利润及增速



资料来源：公司数据、国信证券经济研究所

激励机制逐步完善，构成业绩发展助推器

- **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）》。用净利润超出部分计提股权激励基金，加上自有资金从二级市场回购公司股份（股权激励基金：自有资金=1：1），授予对象为董事长、总裁等5位高管。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。但考虑到从二级市场回购股份的成本，公司倾向于在业绩和股价之间寻求平衡点。
- **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，与股票激励计划相辅相成。
- **“金枪鱼”计划：**2009年推出，公司人才以内部培养为主，通过测评，精选部分人员进行重点培训，使其快速成长，培养出高性能、高潜质优秀人才。

表1：股权激励基金分区间计提比例（单位：万元）

项目	2010	2011	2012
净利润基本触发基数（含本数）	7500	11250	14625
EPS 基本触发基数（含本数）	0.24	0.36	0.47
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） 22.50%
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%
9500 以上	17.50%	13250 以上 22.50%	16625 以上 37.50%

资料来源：公司资料、国信证券经济研究所

表2：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	49.50%
2011	50%
2012	50%

资料来源：公司资料、国信证券经济研究所

营销改革效果显现，重点产品高速增长

公司改变过去单一自主销售的模式，销售模式转变为“自主销售+代理”相结合，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 年公司完成营销组织架构调整，对全国销售地区实行分区管理，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。

给予“谨慎推荐”评级

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本药物目录后销售持续放量，营销力量不断加强，基本面不断改善，股权激励授予价 12.69（即二级市场回购价）贴近目前股价，有条件 and 动力推动业绩快速增长。

我们预计 11-13 年公司利润增速持续超越收入增速，EPS 0.40/0.57/0.80，同比分别增长 45%、45%、40%，PEG 0.81。基于公司基本面持续改善，及其速度和强度有可能超出预期，给予“谨慎推荐”评级，一年期目标价 16.1-17.2（12PE 28-30）。

表3: 昆明制药分产品预测 (单位: 百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
天然植物药	560	579	714	861	1089	1368
增长率	-18%	3%	23%	21%	27%	26%
毛利率	58.79%	58.14%	56.25%	56.50%	57.00%	57.50%
其中: 三七系列	137	182	296	366	508	679
增长率 (YOY)		33%	62%	24%	39%	34%
其中: 血塞通 (冻干粉针)	55	90	155	233	326	439
增长率 (YOY)		64%	72%	50%	40%	35%
血塞通 (水针剂)	55	45	50	55	61	67
增长率 (YOY)		-18%	11%	10%	10%	10%
血塞通 (软胶囊)	6	15	30	54	81	113
增长率 (YOY)		132%	104%	80%	50%	40%
金泰德 (子公司)	21	33	61	79	101	126
增长率 (YOY)		56%	87%	30%	28%	25%
天麻素系列	69	118	150	195	244	305
增长率 (YOY)		71%	27%	30%	25%	25%
蒿甲醚系列	154	120	107	107	110	116
增长率 (YOY)		-22%	-11%	0%	3%	5%
其他植物药	199	159	161	193	228	269
增长率 (YOY)		-20%	1%	20%	18%	18%
化学药	281	350	387	465	535	631
增长率	27%	25%	11%	20%	15%	18%
毛利率	39.19%	43.06%	41.03%	42.00%	42.50%	43.00%
外购商品	496	510	677	744	819	900
增长率	22%	3%	33%	10%	10%	10%
毛利率	2.57%	2.68%	2.80%	2.90%	2.95%	3.00%
其他(内部抵消等, 10年已无内部抵消)	-26	-4	40	44	48	53
增长率	62%	-85%	-1118%	10%	10%	10%
毛利率	-4.18%	-119%	24.37%	24.37%	24.37%	24.37%
合计	1311	1435	1817	2113	2443	2900
增长率	2%	9%	27%	16.29%	15.58%	18.72%
毛利率	34.57%	35.25%	32.41%	33.77%	36.19%	37.86%

资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所

表 4: 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
	815	925	1141	1361	1617	1993
管理费用	91	90	102	115	135	157
工业 管理费用率	11.17%	9.69%	8.96%	8.46%	8.36%	7.86%
销售费用	270	289	332	385	454	546
销售费用率	33.18%	31.19%	29.07%	28.27%	28.07%	27.37%
收入	496	510	677	744	819	900
毛利率	2.57%	2.68%	2.80%	2.90%	2.95%	3.00%
商业 管理费用	5	5	7	7	8	9
管理费用率	1%	1%	1%	1%	1%	1%
销售费用	5	5	7	7	8	9
销售费用率	1%	1%	1%	1%	1%	1%
收入	1311	1435	1817	2105	2436	2893
管理费用	96	95	109	123	143	166
合计 管理费用率	7.32%	6.61%	5.99%	5.82%	5.88%	5.72%
销售费用	275	294	338	392	462	555
销售费用率	20.99%	20.47%	18.62%	18.63%	18.97%	19.16%

资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	200	293	399	555	营业收入	1817	2105	2436	2893
应收款项	384	433	494	579	营业成本	1228	1396	1558	1801
存货净额	331	381	425	492	营业税金及附加	10	11	13	16
其他流动资产	65	50	58	69	销售费用	338	392	462	555
流动资产合计	979	1157	1376	1695	管理费用	111	123	144	166
固定资产	279	319	333	344	财务费用	7	7	6	5
无形资产及其他	24	23	23	22	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	131	131	131	131	资产减值及公允价值变动	(12)	(12)	(12)	(12)
长期股权投资	3	3	3	3	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1416	1633	1865	2194	营业利润	111	163	241	339
短期借款及交易性金融负债	125	135	135	135	营业外净收支	6	7	7	7
应付款项	242	304	339	392	利润总额	117	170	248	346
其他流动负债	208	240	272	317	所得税费用	19	27	39	55
流动负债合计	576	679	746	844	少数股东损益	13	19	28	39
长期借款及应付债券	20	20	20	20	归属于母公司净利润	86	124	181	252
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	20	20	20	20	现金流量表 (百万元)				
负债合计	596	699	766	864	净利润	86	124	181	252
少数股东权益	85	99	120	149	资产减值准备	(10)	(12)	0	0
股东权益	735	835	979	1181	折旧摊销	36	21	25	28
负债和股东权益总计	1416	1633	1865	2194	公允价值变动损失	12	12	12	12
					财务费用	7	7	6	5
关键财务与估值指标					营运资本变动	(94)	(3)	(46)	(64)
每股收益	0.27	0.40	0.57	0.80	其它	19	26	21	29
每股红利	0.10	0.08	0.11	0.16	经营活动现金流	49	168	191	257
每股净资产	2.34	2.66	3.12	3.76	资本开支	(4)	(60)	(50)	(50)
ROIC	12%	15%	20%	26%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	12%	15%	18%	21%	投资活动现金流	(4)	(60)	(50)	(50)
毛利率	32%	34%	36%	38%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	9%	11%	12%	负债净变化	(14)	0	0	0
EBITDA Margin	9%	10%	12%	13%	支付股利、利息	(24)	(25)	(36)	(50)
收入增长	27%	16%	16%	19%	其它融资现金流	36	10	0	0
净利润增长率	47%	45%	45%	40%	融资活动现金流	(39)	(15)	(36)	(50)
资产负债率	48%	49%	47%	46%	现金净变动	5	93	105	157
息率	0.6%	0.6%	0.8%	1.2%	货币资金的期初余额	195	200	293	399
P/E	49.9	34.4	23.6	16.9	货币资金的期末余额	200	293	399	555
P/B	5.8	5.1	4.4	3.6	企业自由现金流	47	111	146	213
EV/EBITDA	29.3	24.4	17.8	13.4	权益自由现金流	69	115	141	209

资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所预测

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$ 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

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。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648
陈建生	0755-82133766	黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳鑫	0755-82130432	谈焯	010-66025229	黄道立	0755-82133397
周俊	0755-82130833-6215				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左涛	021-60933164	郑东	010-66025270
祝彬	0755-82131528			秦波	010-66026317
				郭莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑武	0755-82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁丹	0755-82139908
杨森	0755-82133343	罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁丹	0755-82134323	胡博新	0755-82133263
				刘勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭波	0755-82133909
张弢	010-88005311			谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513		
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706	黄海培	021-60933150	欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
建材		旅游		食品饮料	
郑东	010-66025270	曾光	0755-82150809	黄茂	0755-82138922
马彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱波	0755-82133390	陈健	010-66022025	沈瑞	0755-82132998
刘萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷达	0755-82132098
				余辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳瑾	0755-82133538	康亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326
邓岳	0755-82150533	李腾	0755-82130833-6223	郑云	021-60875163
		刘洋	0755-82150566	毛甜	021-60933154
		潘小果	0755-82130843	李荣兴	021-60933165
量化交易策略与技术		数据与系统支持			
戴军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174		
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090		
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165		
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397		
		袁剑	0755-82139918		

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
王立法 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏宁 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦戡 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林莉 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
徐文琪 010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
原祎 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	孔华强 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐冉 0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
		赵晓曦 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		温馨 13612901872 wenxin@guosen.com.cn
		郑灿 0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn