昆明制药(600422.SH)

2013-2015年限制性股权激励提案，看好公司持续发展

评级：买入　前次：买入

目标价（元）：20.18-22.67

联系人
裘倩倩 CFA
生物医药小组
021-20315202
qiuqq@r.qlzq.com.cn

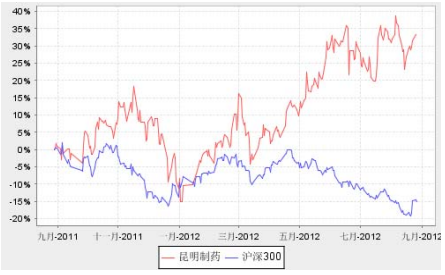
分析师
胡德军
S0740511070005
生物医药小组

2012年9月11日

基本状况

总股本(百万股)	314.18
流通股本(百万股)	313.70
市价(元)	18.95
市值(百万元)	5953.64
流通市值(百万元)	5944.65

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	1,817.2	2,434.0	3,435.0	4,186.1	5,055.1
营业收入增速	26.64%	33.94%	41.13%	21.87%	20.76%
净利润增长率	46.73%	52.05%	37.68%	32.28%	31.37%
摊薄每股收益（元）	0.27	0.41	0.57	0.75	0.99
前次预测每股收益（元）					
市场预测每股收益（元）					
偏差率（本次-市场/市					
市盈率（倍）	50.96	35.85	33.23	25.12	19.12
PEG	1.09	0.69	0.88	0.78	0.61
每股净资产（元）	2.34	2.60	2.97	3.73	4.72
每股现金流量（元）	0.29	0.45	-0.03	0.56	0.76
净资产收益率	11.64%	15.90%	19.17%	20.23%	21.00%
市净率	5.93	5.70	6.37	5.08	4.02
总股本（百万元）	314.18	314.18	314.18	314.18	314.18

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **事件：**9月12日，昆明制药发布公告，主要内容如下：
  - 一、**董事会审议通过关于公司高级管理人员限制性股票股权激励方案（2013-2015）的预案**（尚需提交股东大会审议）。
  - 二、**董事会审议通过关于公司2013—2015年主要经营团队绩效现金奖励方案的议案、以及关于公司其他中高层管理人员绩效现金奖励方案的议案。**
  - 三、**董事会审议通过关于收购云南昆药生活服务有限公司100%股权的预案**（尚需提交股东大会审议）。
  - 四、公司“（蒿甲醚）制剂国际化发展能力建设”项目被纳入国家战略性新兴产业发展专项资金计划，并**获得国家补助资金2000万元**，项目建设期为2012年至2014年（该笔补助金的财务确认时间尚不确定）。

- **点评：**
- 一、**股权激励延续：**昆明制药的上一轮股权激励方案（2010-2012年）今年进入考核的最后一年。2013-2015年新一轮股权激励方案的提出，使公司对核心管理团队的激励得以延续。从方案设计上看，本轮方案和上一轮非常相似：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，股权激励设定考核净利润和毛利率两个指标，必须在两个条件都达到时才满足激励条件，净利润设定分段累进制奖励提取比例。比上一轮更加严格的是：设定了《昆明制药集团股份有限公司经营团队重点工作考核办法》，重点工作考核得分<80分为不合格，不授予限制性股票，重点工作考核得分≧80分为考核合格，则获得当期应授予的限制性股票，重点工作的考评与限制性股票期权的考核同步。本轮股权激励设计合理，与业绩增长、企业的长远发展充分挂钩，激活管理层的动力。

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

■ 从考核指标的设置来看，短期业绩超过市场预期的可能性不大，但**业绩持续成长的时间长度可能超市场预期**。

图表 1：对净利润的考核以及用于股权激励的比例(万元)

项目	2010年		2011年		2012年		2013年		2014年		2015年
净利润基本触发基数(含本数) 经审计主营业务净利润	7500		11250		14625		20000		24400		29280
净利润基本触发基数增长率	28.59%		50.00%		30.00%		36.75%		22.00%		20.00%
净利润	8558实现		13012实现		17915预测		23698预测		31133预测		
净利润增速	46.73%		52.05%		37.68%		32.28%		31.37%		
分区间超额基金激励计提比例(按当年经审计净利润)											
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%	区间一：20,000～20,500（含本数）	18.00%	区间一：24,400～24,900（含本数）	18.00%	区间一：29,280～29,780（含本数）	18.00%
区间二：8000-8500(含本数)	15%	区间二：11750-12250(含本数)	15%	区间一：15125-15625(含本数)	15%	区间二：20,500～21,000（含本数）	20%	区间二：24,900～25,400（含本数）	20%	区间二：29,780～30,280（含本数）	20%
区间三：8500-9000(含本数)	15%	区间三：12250-12750(含本数)	20%	区间一：15625-16125(含本数)	23%	区间三：21,000～21,500（含本数）	22%	区间三：25,400～25,900（含本数）	22%	区间三：30,280～30,780（含本数）	22%
区间四：9000-9500(含本数)	17.50%	区间四：12750-13250(含本数)	22.50%	区间一：16125-16625(含本数)	37.50%	区间四：21,500以上	23.00%	区间四：25,900以上	23.00%	区间四：30,780以上	23.00%

来源：齐鲁证券研究所

■ 医药制造板块毛利率指标的设置考虑了价格和品种结构（比如：蒿甲醚类药物的快速增长）变化的影响。

图表 2：昆明制药各考核年度当年经审计医药制造板块毛利率

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
医药制造板块毛利率	49.5%	50.0%	50.0%	48.0%	46.0%	46.0%

来源：齐鲁证券研究所

■ 从重点工作考核来看，新品种的培养和营销能力的提升是重中之重，有利于公司的长远发展。

图表 3：昆明制药集团股份有限公司经营团队重点工作考核办法

重点工作	权重	2013年	2014年	2015年
新产品培育	40	积极申报和做好创新基础平台建设，省级战略联盟建设等，国家级企业技术中心建设、组织好已有品种的研究与开发；引进开发品种。新培育品种6个（ARCO儿童新用途、磷酸萘酚喹、富马酸亚铁叶酸片、注射用蒿甲醚、双青蒿素、草乌甲素）。1类新药灯盏花乙素及其粉针剂为主的新产品培育。"积极组织申报集团公司技术改造，科技攻关与成果产业化项目、以及新药专项和完善创新团队建设。申请20个以上的发明专利。	完善和做好创新基础平台建设、省级战略联盟建设，国家级企业技术中心建设，争取完成国家和地方药物合成工程研究中心建设，组织好已有品种的研究与开发；引进开发品种。新培育品种8个（阿托伐他汀钙、阿托伐他汀钙片、盐酸法舒地尔、盐酸法舒地尔注射液、缬沙坦氨氯地平片、注射用血塞通100Mg、青蒿琥酯原料、ARCO薄膜衣片3年有效期）。1类新药灯盏花乙素及其粉针剂、曲札芪苷及其冻干粉针为主的新产品培育。积极组织申报集团公司技术改造，科技攻关与成果产业化项目、以及新药专项和完成省级创新团队培养。申请25个以上的发明专利。	继续完善和做好国家级企业技术中心建设、打造好云南省合成药物工程研究中心，创新基础平台建设、省级战略联盟建设，争取以昆药为主的战略联盟的组建等，组织好已有品种的研究与开发；新引进开发品种3个。力争获得4个批准文号。有3个创新药物进入临床研究，注射用蒿甲醚抗肿瘤研究获得重大进展。新增创新品种一个。申请30个以上的发明专利。
提升营销力	40	完善国内营销组织架构建设，形成系统的制度建设和管理。持续推进国内营销大产品战略、海外战略。增加一个过亿的产品蒿甲醚（原料+制剂）。天眩清2亿元（高开口径）、络泰过10亿元（高开口径）。	推进营销制度建设，持续推进国内营销战略、海外战略和精细化管理，加强口服药推广增加一个过亿的产品血塞通软胶囊（高开口径）。天眩清过3亿（高开口径）、络泰过12亿元（高开口径）。	持续推进国内外营销战略。加强精细化管理，培育一个5,000万产品（高开口径）。天眩清过4亿元（高开口径）、络泰14亿元（高开口径）。口服剂销售线初具规模（高开口径2亿）。
争取政府补贴金额	20	争取各类（包含但不限于）税费用返还、技术改造贴息、新药产业化扶持资金等拨款年保底额为500万元以上（合并报表口径）。	争取各类（包含但不限于）税费用返还、技术改造贴息、新药产业化扶持资金等拨款年保底额为500万元以上（合并报表口径）。	争取各类（包含但不限于）税费用返还、技术改造贴息、新药产业化扶持资金等拨款年保底额为500万元以上（合并报表口径）。

来源：齐鲁证券研究所

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

- 股权激励对象在上一轮的基础上增加了主管营销和三七产业的副总裁，兼顾了管理团队的平衡。

图表 4：2010-2012 年股权激励授予对象

姓名	职务	职能	比例
何勤	董事长	董事长	40.0%
袁平东	总裁	总裁	20.0%
徐朝能	副总裁兼董秘书	证券	15.0%
董少瑜	副总裁	财务	15.0%
熊建民	党委书记	党委书记	10.0%
合计			100%

来源：齐鲁证券研究所

图表 5：2010-2012 年股权激励授予对象

姓名	职务	职能	比例
何勤	董事长	董事长	23.0%
袁平东	总裁	总裁	19.0%
徐朝能	副总裁兼董秘书	证券	14.5%
董少瑜	副总裁	财务	14.5%
林钟展	副总裁	营销	14.5%
刘鹏	副总裁	三七产业	14.5%
合计			100%

来源：齐鲁证券研究所

- **二、董事会审议通过公司2013—2015年主要经营团队绩效现金奖励方案的议案、以及公司其他中高层管理人员绩效现金奖励方案的议案，体现出公司激励机制的不断完善。**
- **三、董事会审议通过关于收购云南昆药生活服务有限公司100%股权的预案（尚需提交股东大会审议），标志着公司资产完整性问题即将得到解决。**从我国证券发行规则的角度来看，我们估计公司需要先解决土地权属的问题，才能向证监会申报材料，根据目前审批的速度，我们预计公开增发有望于明年上半年完成。如果公开增发顺利完成，我们预计新建7000万支血塞通冻干粉针产能项目和公开增发募投项目将有助于公司业绩和估值的提升。
- **四、“蒿甲醚制剂国际化发展能力建设”项目的国家补助资金2000万元，由于财务确认时间尚不确定，我们暂不调整对公司营业外收入的预测。**

- **继续看好优势品种在营销和政策的双重推动下迅速放量：**2012 年上半年，络泰®血塞通冻干粉针、天眩清®天麻素注射液、血塞通软胶囊等主打产品分别同比增长100%、47%、52%。络泰®血塞通冻干粉针，面向心脑血管疾病大治疗领域，分享三七总皂苷冻干针剂的高景气，直接竞争对手只有珍宝岛的血塞通冻干粉针和中恒集团（梧州制药）的血栓通冻干粉针；天眩清®天麻素注射液享有优质优价，神经系统用药处在成长期。

- **投资建议：**看好主导产品络泰®血塞通冻干粉针、天眩清®天麻素注射液的成长空间和公司营销能力的持续加强，保持 “买入”评级。从公司经营持续健康发展的角度，我们小幅调整盈利预测，预测 2012-2014 年 EPS 分别为 0.57、0.75、0.99 元（前次 0.60、0.79、1.00 元），目标价区间 20.18-22.67 元。

- **风险因素：**
  - 三七价格变动对成本的影响。
  - 行政审批进程的不确定性。
  - 股东减持可能对市场心理造成压力。

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

图表 6：昆明制药销售收入预测表（百万元）

项　目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
产品I三七总皂甙系列					
销售收入	300.71	463.59	697.68	961.94	1,229.66
增长率（YOY）	*48.13%*	*54.16%*	*50.49%*	*37.88%*	*27.83%*
占总销售额比重	16.55%	19.05%	20.31%	22.98%	24.33%
占主营业务利润比重	26.64%	32.77%	36.69%	40.82%	42.75%
产品II天麻素系列					
销售收入	90.63	120.87	175.56	222.96	280.93
增长率（YOY）	*25.87%*	*33.37%*	*45.25%*	*27.00%*	*26.00%*
占总销售额比重	4.99%	4.97%	5.11%	5.33%	5.56%
占主营业务利润比重	13.58%	14.03%	15.18%	15.59%	16.09%
产品III蒿甲醚系列					
销售收入	107.30	165.50	239.98	227.98	216.58
增长率（YOY）	*-22.43%*	*54.24%*	*45.00%*	*-5.00%*	*-5.00%*
占总销售额比重	5.90%	6.80%	6.99%	5.45%	4.28%
占主营业务利润比重	1.79%	8.44%	8.28%	5.90%	4.46%
产品IV其他中成药					
销售收入	216.71	224.32	257.97	296.66	356.00
增长率（YOY）	*30.90%*	*3.51%*	*15.00%*	*15.00%*	*20.00%*
占总销售额比重	11.93%	9.22%	7.51%	7.09%	7.04%
占主营业务利润比重	21.18%	15.69%	13.43%	12.49%	12.28%
产品IV化学合成药					
销售收入	387.36	344.81	413.77	496.53	595.83
增长率（YOY）	*10.54%*	*-10.98%*	*20.00%*	*20.00%*	*20.00%*
占总销售额比重	21.32%	14.17%	12.05%	11.86%	11.79%
占主营业务利润比重	26.98%	24.80%	21.80%	20.74%	20.02%
产品IV医药商业					
销售收入	676.55	1,114.91	1,650.07	1,980.09	2,376.10
增长率（YOY）	*32.78%*	*64.79%*	*48.00%*	*20.00%*	*20.00%*
占总销售额比重	37.23%	45.81%	48.04%	47.30%	47.00%
占主营业务利润比重	3.39%	4.27%	4.60%	4.47%	4.40%
销售收入小计	**1817.24**	**2434.01**	**3435.02**	**4186.15**	**5055.10**
销售成本小计	**1228.24**	**1712.68**	**2467.22**	**2988.95**	**3596.94**
毛利	**589.00**	**721.32**	**967.80**	**1197.20**	**1458.17**
平均毛利率	**32.41%**	**29.64%**	**28.17%**	**28.60%**	**28.85%**

来源：齐鲁证券研究所

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

图表7：昆明制药财务报表摘要

损益表（人民币百万元）

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	**1,817**	**2,434**	**3,435**	**4,186**	**5,055**
增长率	*26.6%*	*33.9%*	*41.1%*	*21.9%*	*20.8%*
营业成本	-1,228	-1,713	-2,467	-2,989	-3,597
%销售收入	*67.6%*	*70.4%*	*71.8%*	*71.4%*	*71.2%*
毛利	589	721	968	1,197	1,458
%销售收入	*32.4%*	*29.6%*	*28.2%*	*28.6%*	*28.8%*
营业税金及附加	-10	-15	-20	-25	-30
%销售收入	*0.5%*	*0.6%*	*0.6%*	*0.6%*	*0.6%*
营业费用	-338	-394	-543	-657	-784
%销售收入	*18.6%*	*16.2%*	*15.8%*	*15.7%*	*15.5%*
管理费用	-111	-133	-151	-184	-212
%销售收入	*6.1%*	*5.5%*	*4.4%*	*4.4%*	*4.2%*
息税前利润（EBIT）	130	179	254	331	432
%销售收入	*7.1%*	*7.3%*	*7.4%*	*7.9%*	*8.6%*
财务费用	-7	-9	-5	0	6
%销售收入	*0.4%*	*0.4%*	*0.2%*	*0.0%*	*-0.1%*
资产减值损失	-12	-6	-13	-18	-23
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
%税前利润	*0.1%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
营业利润	111	163	235	314	415
营业利润率	*6.1%*	*6.7%*	*6.9%*	*7.5%*	*8.2%*
营业外收支	6	12	9	11	10
税前利润	**117**	**175**	**245**	**324**	**425**
利润率	*6.5%*	*7.2%*	*7.1%*	*7.7%*	*8.4%*
所得税	-19	-30	-40	-54	-70
所得税率	*15.9%*	*17.0%*	*16.4%*	*16.7%*	*16.6%*
净利润	99	145	204	270	355
少数股东损益	13	15	25	33	43
归属于母公司的净利润	**86**	**130**	**179**	**237**	**311**
净利率	*4.7%*	*5.3%*	*5.2%*	*5.7%*	*6.2%*

现金流量表（人民币百万元）

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	99	145	204	270	355
少数股东损益	0	0	25	33	43
非现金支出	48	43	51	56	63
非经营收益	3	4	-1	-6	-9
营运资金变动	-59	-53	-264	-145	-171
经营活动现金净流	**91**	**140**	**16**	**208**	**282**
资本开支	64	43	-3	2	1
投资	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	**-64**	**-43**	**3**	**-2**	**-1**
股权募资	0	0	0	0	0
债权募资	-1	1	0	-116	0
其他	-24	-58	-8	-67	-1
筹资活动现金净流	**-25**	**-57**	**-8**	**-183**	**-1**
现金净流量	**2**	**41**	**12**	**23**	**280**

资产负债表（人民币百万元）

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	200	243	230	220	456
应收款项	384	437	716	873	1,054
存货	331	388	520	631	759
其他流动资产	65	75	103	123	145
流动资产	979	1,143	1,570	1,846	2,414
%总资产	*69.1%*	*70.2%*	*77.6%*	*81.2%*	*85.8%*
长期投资	4	4	4	4	4
固定资产	279	311	284	247	219
%总资产	*19.7%*	*19.1%*	*14.0%*	*10.9%*	*7.8%*
无形资产	116	128	121	132	131
非流动资产	437	486	454	428	399
%总资产	*30.9%*	*29.8%*	*22.4%*	*18.8%*	*14.2%*
资产总计	**1,416**	**1,630**	**2,023**	**2,274**	**2,813**
短期借款	125	136	136	20	20
应付款项	375	476	630	764	919
其他流动负债	76	82	180	142	171
流动负债	576	694	946	926	1,111
长期贷款	20	10	10	10	10
其他长期负债	0	9	9	9	9
负债	**596**	**712**	**964**	**945**	**1,129**
普通股股东权益	735	818	934	1,171	1,483
少数股东权益	85	99	125	158	201
负债股东权益合计	**1,416**	**1,630**	**2,023**	**2,274**	**2,813**

比率分析

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标					
每股收益(元)	0.272	0.414	0.570	0.754	0.991
每股净资产(元)	2.340	2.604	2.974	3.729	4.720
每股经营现金净流(元)	0.289	0.446	-0.029	0.558	0.758
每股股利(元)	0.000	0.200	0.200	0.000	0.000
回报率					
净资产收益率	11.64%	15.90%	19.17%	20.23%	21.00%
总资产收益率	6.04%	7.98%	8.85%	10.42%	11.07%
投入资本收益率	14.31%	18.18%	21.83%	24.28%	28.78%
增长率					
营业总收入增长率	26.64%	33.94%	41.13%	21.87%	20.76%
EBIT增长率	21.45%	37.98%	41.94%	30.41%	30.67%
净利润增长率	46.73%	52.05%	37.68%	32.28%	31.37%
总资产增长率	13.81%	15.11%	24.15%	12.37%	23.71%
资产管理能力					
应收账款周转天数	72.3	62.5	56.0	56.0	56.0
存货周转天数	92.4	78.6	77.0	77.0	77.0
应付账款周转天数	49.1	44.4	44.4	44.4	44.4
固定资产周转天数	55.0	42.5	29.5	21.4	15.9
偿债能力					
净负债/股东权益	-6.70%	-10.61%	-7.92%	-14.29%	-25.33%
EBIT利息保障倍数	19.4	19.0	48.6	-1,008.2	-71.2
资产负债率	42.08%	43.71%	47.66%	41.55%	40.14%

来源：齐鲁证券研究所

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

图表 8：过去一年内齐鲁证券对昆明制药的系列报告

序号	日期	报告标题
01	2011 年 9 月 15 日	投资价值分析报告《营销改善，激励到位，资源转化为业绩》
02	2011 年 10 月 15 日	事件点评《经营继续向好，增发为做强做大打基础》
03	2011 年 10 月 24 日	季报点评《业绩符合预期，特色产品继续快速增长》
04	2011 年 11 月 16 日	事件点评《合作利好公司的长期发展》
05	2011 年 12 月 23 日	事件点评《业绩预增符合预期，产能瓶颈解决》
06	2012 年 1 月 5 日	事件点评《昆明制药股价异动点评》
07	2012 年 1 月 13 日	事件点评《业绩增长确定性好，下跌带来买点》
08	2012 年 1 月 13 日	事件点评《再次获得高新技术企业认证》
09	2012 年 2 月 20 日	年报点评《业绩符合预期，12 年继续快速成长》
10	2012 年 3 月 28 日	事件点评《第二期回购股票完成，下跌带来买点》
11	2012 年 4 月 27 日	季报点评《天时地利人和推动公司高成长》
12	2012 年 5 月 24 日	事件点评《继续坚定看好昆明制药的成长》
13	2012 年 6 月 13 日	事件点评《新建血塞通冻干粉针产能，解决中期瓶颈》
14	2012 年 7 月 4 日	事件点评《中报预增 30-50%，看好持续成长》
15	2012 年 8 月 15 日	中报点评《基本面优良，高成长将持续》
16	2012 年 9 月 12 日	事件点评《2013-2015 年限制性股权激励提案，看好公司持续发展》

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入： 预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持： 预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有： 预期未来 6－12 个月内波动幅度在-5%-+5%

减持： 预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读