

# 昆明制药 (600422.SH) 中药行业

评级: 增持 维持评级

公司点评

燕智  
联系人  
(8621)60870946  
yanz@gjzq.com.cn

李敬雷  
分析师 SAC 执业编号: S1130511030026  
(8621)61038219  
lijingl@gjzq.com.cn

黄挺  
分析师 SAC 执业编号: S1130511030028  
(8621)61038218  
huangting@gjzq.com.cn

## 第二期股权激励公布, 对利润股价双重考核;

### 事件

公司 9 月 11 日公布限制性股权激励计划, 对专职董事长、总裁班子成员的 6 名高管进行股权激励, 业绩考核年度为 2013-2015 年。

### 评论

**超额净利润的提成构成激励基金。** 方案对各考核年净利润制定触发基数, 2013-2015 年分别为 2 亿、2.44 亿、2.928 亿, 较上一轮股权激励 2012 年的触发基数 1.46 亿, 分别增长 36.7%, 22%, 20%。超出触发基数部分的净利润, 平均计提 20% 左右作为激励基金。激励基金即为公司当年计提的用于股权激励的管理费用。因此, 净利润超出触发基数越多, 被激励对象所获得的激励力度越大, 净利润如果低于触发基数则当年股权激励无效。从 2010-2012 年的限制性股权激励结果来看, 最终实际的净利润平均超出当年触发基数 15%。

**方案对高股价授予额外奖励:** 激励的股数通过激励基金动态确定,  $\text{激励股数} = (\text{激励基金} + \text{激励对象自筹等额资金}) / \text{当年期望股价}$ ,  $\text{期望股价} = \text{触发基数净利润} / \text{总股本} * 35 \text{ 倍期望市盈率}$ , 当授予年度授予股价 > 期望股价时, 激励基金池将得到扩充,  $\text{调整后激励基金} = \text{调整前购股基金} + (\text{授予年度授予股价} - \text{期望股价}) * \text{授予年期望激励股数}$ , 反之亦然。该计划说明股价越高, 购股基金池将越大, 激励股数相应增加, 激励对象的回报越高。

**重点工作考核办法彰显对主导品种的信心:** 公告同时公布了 2013-2015 年的重点工作考核, 其中新产品培育占 40 分, 提升营销力占 40 分, 政府补助占 20 分, 要求当年考核得分大于 80 分才能被授予当期限限制性股票。在提升营销力指标中, 明确指出天眩清 2013-2015 年完成计划为 2 亿、3 亿、4 亿; 洛泰为 10 亿、12 亿、14 亿; 同时, 13 年蒿甲醚产品过亿, 14 年血塞通软胶囊过亿, 15 年口服制剂过 2 亿, 培养一个 5000 万产品。

### 投资建议

从基本面判断, 我们认为公司从过去几年一个低基数高增长的公司, 逐渐成长为一个能够实现稳健较快增长的医药企业。公司新一轮股权激励计划出台, 也强化了我们这种判断。公司股权激励计划当中自行制定的基本期望市盈率为 35, 也符合我们对公司未来业绩保持 30% 以上复合增长的判断。

对于此次限制性股权激励方案, 我们认为公司通过超额净利润提成的方式计提奖励基金, 将对被激励对象起到很好的激励作用。同时, 计划当中对于股价超出期望股价的奖励基金扩容方案, 将促使被激励对象努力维护公司市盈率在行业较高水平。总体来看, 本计划对公司的经营和股价维护均提出了较高要求, 同时按照实际结果动态决定激励力度, 是能够兼顾二级市场股东利益和公司高管激励效果的方案。

我们维持公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.56 元、0.76 元、0.99 元, 同比增长 35%、35%、30%, 公司近年正处于蓬勃向上的发展趋势, 明星产品高速成长, 中药厂的改革和中药材价格下行值得期待, 按照新评级制度维持“增持”评级。

风险提示: 中药注射剂不良反应; 主导产品招标价格下降的风险

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-03-03	增持	13.46	N/A
2	2011-07-29	增持	14.09	N/A
3	2011-10-17	增持	14.58	N/A
4	2011-10-25	增持	14.87	N/A
5	2011-12-22	增持	14.98	N/A
6	2012-02-20	增持	13.50	N/A
7	2012-05-03	增持	15.77	18.00 ~ 22.00
8	2012-08-15	增持	18.76	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B