

2010年3月24日

## 昆明制药 (600422)

### ——基本面改善，快速增长可期

评级：增持（首次）

#### 投资要点：

■ **立足于植物药领域：**（1）蒿甲醚系列不断有新的突破：从蒿甲醚原料药到蒿甲醚针剂（国家一类新药）到 ARCO，公司不断推陈出新。蒿甲醚原料药主要提供给战略合作伙伴诺华，ARCO 在公立市场的突破值得期待。（2）三七系列进入 09 基层版基本药物目录，将继续放量：血塞通冻干粉针（络泰）的产能问题将在今年年底得到解决，在此之前公司将采用委托加工的方式满足市场需求。血塞通胶囊、粉针、水针均进入医保目录，未来销量看好。（3）天麻素系列重点打造天眩清：植物药治疗眩晕第一品牌天眩清和络泰共同构成了驱动公司 09 年利润增长的主要因素，该产品也是公司未来计划重点发展的品种之一。

■ **化学合成药是另一亮点：**公司控股 50% 的贝克诺顿的化学产品线丰富，阿莫西林的销售过亿，阿法迪三和阿尔治的增速较快。未来的看点在于 TEVA 对于贝克诺顿产品线的补充。

■ **股权激励助推公司发展：**2009 年 10 月 16 日公布了新的股权激励草案，其触发条件中对公司净利润和毛利率的要求显示了管理层对公司发展的信心。

■ **盈利预测与投资评级：**未来几年增长点在于：血塞通系列的放量；天眩清的快速增长；借助 TEVA 引入新产品利用贝克诺顿的平台进行销售。预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.18、0.28、0.44 元，当前股价对应 10 年动态 PE 为 44 倍，评级“增持”。

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	1310.93	1468.24	1717.84	2061.41
同比（%）	1.6	12	17	20
归属母公司净利润（百万元）	32.12	56.55	87.98	138.24
同比（%）	10.49	76.1	55.6	57.1
毛利率（%）	34.57	35%	36%	37%
每股收益（元）	0.102	0.18	0.28	0.44
P/E	121	69	44	28

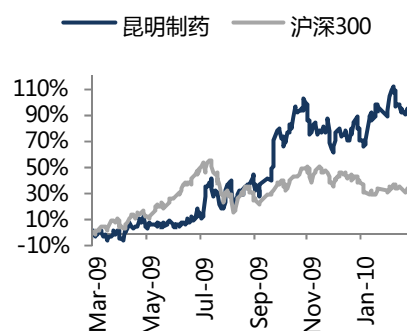
✍ 黄海方 (S0600209060100)

徐青 (S0600108110676)

☎ 0512-62938652

✉ xuq@gsjq.com.cn

#### 昆明制药与沪深 300 指数走势比较图



#### 市场数据 2010年3月23日

总股本（万股）	31417.60
流通A股（万股）	31417.60
收盘价（元）	12.36
6个月换手率（%）	404.19

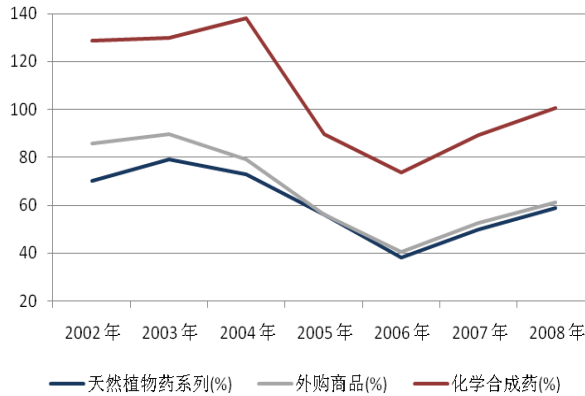
#### 财务数据 2009Q3

主营收入（亿元）	10.36
净利润（亿元）	0.41
摊薄每股收益（元）	0.13
每股净资产（元）	2.06

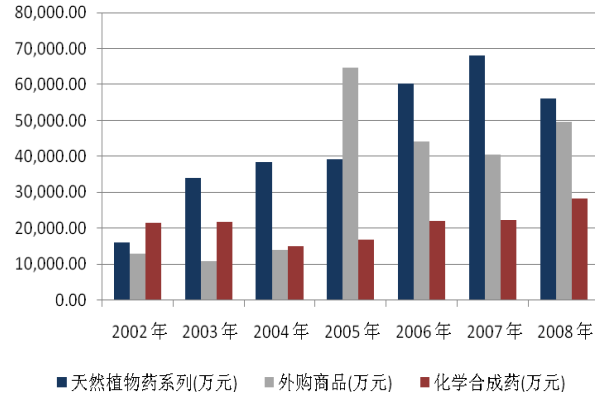
## 1. 立足于植物药领域

公司是国内最大的植物药生产企业之一，依托云南丰富的植物资源，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。

图表 1：公司主要产品的毛利变动情况



图表 2：公司主要产品的销售情况



资料来源：Wind资讯

### 1.1. 蒿甲醚系列不断有新的突破

疟疾广泛流行于世界各地，据世界卫生组织统计，全球大约有40%的人口受疟疾威胁，每年有3.5亿至5亿人感染疾病，110万人因疟疾而死亡，每天有3000名儿童因患疟疾失去生命。

自2004年开始，青蒿素就在国际市场上被确立为抗疟的首选药品。

公司是全球最大的蒿甲醚原料药生产基地，是诺华16年的战略伙伴；全球蒿甲醚原料药提取半合成技术最高；拥有全球青蒿素的一半产能。最近三年，公司在国家商务部执行的国家援外抗疟药品采购总量中占比超过了1/3的市场份额。公司的青蒿素系列包括：蒿甲醚原料药、蒿甲醚针剂（国家一类新药）、ARCO等抗疟药，其中蒿甲醚原料药主要提供诺华公司。

另外，公司还在不断研发出新的复方抗疟药，ARCO@复方磷酸萘酚喹片四片薄膜衣规格2010年2月已获国家批准，在抗疟领域又添新军。目前，ARCO复方蒿甲醚片作为一次服药抗疟疾的产品并未通过WHO的认证，主要是通过私立市场销往部分非洲国家，所以规模并不是很大。预计2010年底，符合世界卫生组织的GMP水平的抗疟药口服生产线完成以后，ARCO的出口量会在公立市场获得新的突破，从而提升公司的盈利水

平。

## 1.2. 三七系列进入基本药物目录继续放量

三七的功效为止血、散瘀、消肿。公司是三七制剂国家标准的制定者，全球三七类产品剂型最全。公司三七系列产品主治心脑血管疾病，当前主打产品主要有血塞通胶囊、注射用血塞通冻干粉针（络泰）、水针（血塞通注射液）等。血塞通粉针主要销售区域在二甲以上医院，生产厂商除了昆药，还有黑龙江珍宝岛药业。血塞通水针主要在县级医院销售，竞争相对激烈。

络泰09年的销量较08年约增长了一倍。络泰的当前产能是750万支，处于供不应求的状态，公司正在进行产能的扩建，预计2010年底扩产完工，新增产能大约1500万支。在新增产能达产之前，基本采用委托代加工方式满足市场的需求。达产后的络泰是公司未来计划重点发展的品种之一。

血塞通系列产品进入了09基层版国家基本药物目录，未来几年将继续保持较快增长。

近期云南地区旱情最为严重的文山州是我国三七的生产基地，药商囤货加上干旱使得三七的价格一路飙升，从70元/公斤上涨至440元/公斤。就生产而言，2010年公司不会受到三七市场价格波动的影响，但是未来两年的影响程度还要依赖于将来一段时间旱情的缓解程度。

## 1.3. 天麻素系列重点打造天眩清

天麻素系列产品主要包括注射液“天眩清”和片剂“精和”，天麻素是植物药治疗眩晕的第一品牌药。天眩清在06年拿到生产批文，2008-2009年天眩清的销量增速均保持在100%左右，和络泰共同构成了驱动公司09年利润增长的两大主要因素。天眩清是公司未来计划重点发展的品种之一。

## 1.4. 其他植物药（特色中药）较为一般

公司其他资产包括昆明中药厂，品种众多，收入接近2亿，但销售能

力一般，未来可能会寻求与其他在OTC 销售上有优势的厂家合作，改善潜力较大，现阶段表现一般。

## 2. 化学合成药是另一亮点

昆药集团与全球最大的仿制药企业以色列梯瓦（TEVA）合资的昆明贝克诺顿（KBN）公司是我们关注的另一个亮点，公司控股50%的贝克诺顿。目前贝克诺顿的主要产品包括：骨质疏松领域的一线用药——阿法迪三，销售收入约7500万元；抗生素阿莫西林，销售收入约为1亿元；用于骨科和内分泌科的阿尔治，销售收入约7500万元。其中阿法迪三和阿尔治的增速较快，阿莫西林的增速相对比较平稳。

贝克诺顿拥有临床队伍400余人，销售实力强劲，在国内抗生素市场具有很强的品牌效应，但目前品种较少。而TEVA制药将中国定位为其发展的重要区域，将转入一些品种进入中国注册，在中国市场销售。贝克诺顿作为TEVA在中国最重要的平台，双方将进一步促成更多的合作。预计未来几年将会不断有新的品种引入贝克诺顿，补充贝克诺顿的产品线。

## 3. 医药商业规模将基本持平

公司医药商业以快批为主，规模在云南省位居前5，存在一定的发展空间。预计未来几年商业规模基本持平。

## 4. 股权激励助推公司发展

2009年10月16日，公司公布了新的股权激励草案，该激励的触发基数分别为未来三年的净利润分别是5000万、7500万、11250万，公司08年净利润为3200万，若仅完成触发基数即为连续3年50%以上增长。实际上，按照此次激励草案，提取激励基金的比率为递进制，为了达到更好的激励效果，公司09-11年净利润需明显超过触发基本条件。另外，此次股权激励中要求公司09-11年工业毛利率达到49%、49.5%、50%以上，该毛利率水平与公司目前毛利率水平基本相当，参考公司过去几年毛利率的增速，达到这一规定应该没有太大的问题。

## 5. 盈利预测与投资评级

自08年起，公司全面加强各项管理工作，营销模式改革逐步推进，专门设立了昆东、昆西、昆北、昆水、昆土5个分公司，全面推广各种产品；公司加大产品推广力度，显现出良好的效果。09年公司在内控管理、采购成本、销售费用等各方面进行了全面调整，使公司成本费用得到了有效控制。另外，公司原有坏账已处理完毕，重新理顺了激励机制。公司各项业务也重新进入快速发展的轨道，业绩逐步增长。

公司未来几年的增长点在于：（1）进入基本药物目录的血塞通放量；（2）天眩清的快速增长；（3）借助TEVA引入新产品利用贝克诺顿的销售平台进行销售。预计公司09-11年EPS分别为0.18、0.28、0.44元，当前股价对应10年动态PE为44倍，评级“增持”。

## 6. 风险提示

- （1）医药行业相关政策的不确定性；
- （2）老产品的市场容量有限，未来销量的大幅增长有限。

## 免责声明

本研究报告仅供东吴证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户内部交流使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

买入：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上；

增持：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区翠园路 181 号

邮政编码：215028

传真：（0512）62938663

公司网址：<http://www.gsjq.com.cn>