

营销改革成效显著，公司经营持续向好

——昆明制药(600422)调研简报

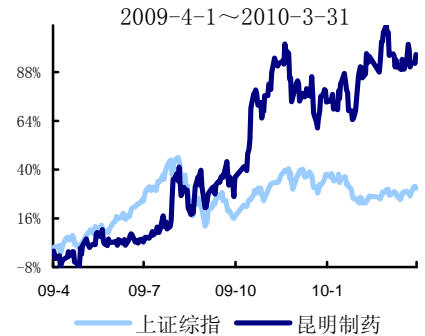
核心观点

营销改革的成效开始显现：营销改革是公司能走出低谷的最重要因素，特别是擅长营销的袁平东总裁上任后，进一步加大了改革的力度。公司营销格局由原来的“条状”结构转变为“块状”结构。目前公司总部的销售体系被分成五大块：分别是华南片（昆南公司）、华北片（昆北公司）、西南西北片（昆西公司）、普药推广（昆普公司）和水针销售部（昆水公司）。这样的调整有利于管理结构的清晰化和营销资源的有效整合。同时，公司调整了营销人员的激励政策和营销考核指标，营销人员的激励机制得以理顺，销售积极性得以激发。公司营销改革的成效已经显现，09年公司植物药系列实现爆发性增长，血塞通冻干粉针全年实现销量700多万支，同比增长100%；天眩清注射液实现销量900万支，同比增长90%。

血塞通冻干粉针供不应求：公司血塞通系列产品包括水针、冻干粉针、软胶囊等多个剂型，其中注射液和冻干粉针已成功入选国家基本药物目录。目前公司的血塞通冻干粉针处于供不应求的状态，甚至开始出现断货的情况。公司原先血塞通冻干粉针的产能在700-800万支，09年已基本满负荷生产，为解决产能受限问题，公司已经委托重庆药友进行了代工生产，预计今年的委托加工量在400-500万支。为了彻底解决产能瓶颈问题，公司今年将新建1500万支的冻干粉针生产线，预计最快将于年底前投产。由于通过委托加工的方式可以弥补现有产能的不足，因此产能问题不会制约血塞通产品的销售。

三七价格上涨短期对公司影响不大：受干旱等因素影响，公司主要原材料三七的价格出现了大幅上涨，通过对昆明中药材市场的调研情况来看，以40头的三七为例，目前经销商报价在550-780元之间，比去年同期上涨了10倍左右。如果按此价格，以三七为原料的企业将面临不可承受之重。但我们认为目前的三七价格暴涨是短期的、人为的。从供需格局来看，即使考虑到当前的干旱因素，也是不足以支撑目前的畸形价格，这从药材市场极低的成交量也可以得到佐证。对公司而言，目前其三七库存充足，满足全年的生产基本没有问题。因此当前三七价格的暴涨短期内对公司影响不大。同时为了规避可能存在的原材料涨价风险，公司也在积极准备产品价格的调整工作。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	31417.60
流通A股(万股)	31417.60
52周内股价区间(元)	5.66-13.17
总市值(亿元)	37.86
总资产(亿元)	11.57
每股净资产(元)	1.93

相关报告

昆明制药（600422）调研简报：《业绩快速增长、估值水平提升》——2009/11/13

研究员：徐文峰

电话：010-84183312

Email: xuwenfeng@guodu.com

执业证书编号：S0940207090089

联系人：蔡建军

电话：010-84183153

Email: caijianjun@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。

贝克诺顿的深度合作正在推进：贝克诺顿是公司与世界最大的仿制药生产企业以色列 TEVA 合资设立的，公司拥有 50% 的股权，其主要产品包括阿莫西林、阿法迪三和阿尔治等。贝克诺顿学术营销优势很强，拥有 300 多人的学术销售队伍。目前公司与 TEVA 正在探讨以贝克诺顿为平台进行更深层次合作，TEVA 的高管 4 月份将会再度访华，探讨合作的细节问题，预期将会为贝克诺顿引入几个新的重磅产品。08 年贝克诺顿实现销售收入 2.8 亿元，实现净利润 739 万元。预计 10 年不考虑新产品引入因素，贝克诺顿销售额将有望接近 4 亿元。

昆明中药厂快速增长值得期待：子公司昆明中药厂拥有 15 个国家中药保护品种，数量居全国首位。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等产品在云南省内拥有很高的市场份额，部分单品销售额已达 3000-4000 万元，但由于市场过于集中在云南省内，也制约了产品的成长空间。公司今年将会重点打造一批拳头产品。并加大省外市场的开拓力度，中药厂的快速增长值得期待。

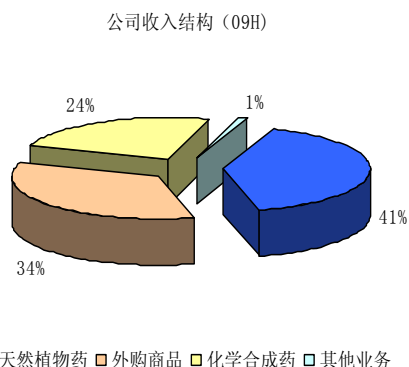
华立系资产整合尚不明朗：此前，华立药业公告剥离旗下医药资产，受让方为公司控股股东华立集团子公司华方医药科技有限公司。这让市场对华立系资产整合再次产生联想，但据我们了解由于华立药业此次剥离的资产尚处在亏损状态，再加之昆明制药当前股权结构的复杂性，华立系资产整合的进程尚不明朗。

公司基本面向好的趋势已经确立。公司之前受股权变更、管理层更替等因素影响，业绩一度跌入谷底。在何勤董事长上任以后，公司进行了一系列改革：狠抓企业内部管理，调整公司营销架构，清理公司历史包袱。目前，公司基本面向好的趋势已经确立，业绩已重新进入增长的快车道。另外，公司出台了与股价挂钩的限制性股权激励计划，若仅完成触发基数，就需要净利润连续 3 年保持 50% 以上增长。这一方面显示了公司高管对公司快速发展的信心，另一方面也有利的保障股东利益的一致性。

维持公司“短期-推荐，长期-A”的投资评级。我们预测公司 09-11 年每股收益为 0.17、0.31、0.50 元，按照 3 月 31 日的收盘价 12.05 元计算，公司 09-11 年动态市盈率分别为 71 倍、39 倍和 24 倍。虽然当前公司的估值优势并不明显，但我们认为更应该关注公司的高成长性。我们维持公司“短期_推荐，长期_A”的投资评级。

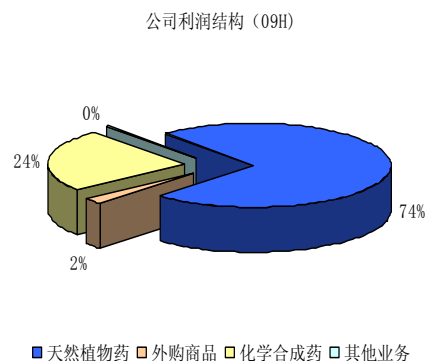
风险提示：如果旱情持续恶化，造成三七大幅减产，将会影响未来两年三七的价格走势，从而对公司构成成本压力；

图 1: 公司收入结构



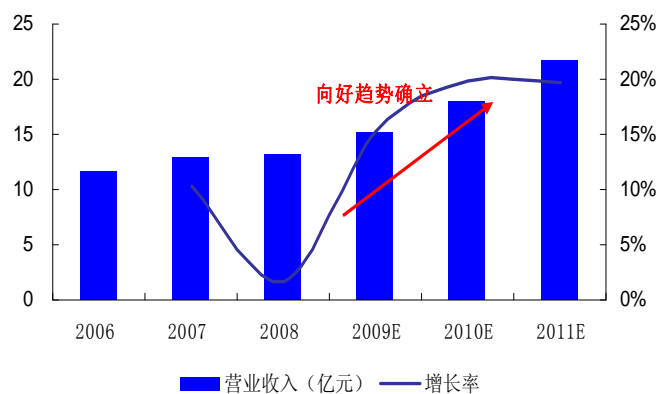
资料来源: 公司公告、国都证券研究所

图 2: 公司毛利结构



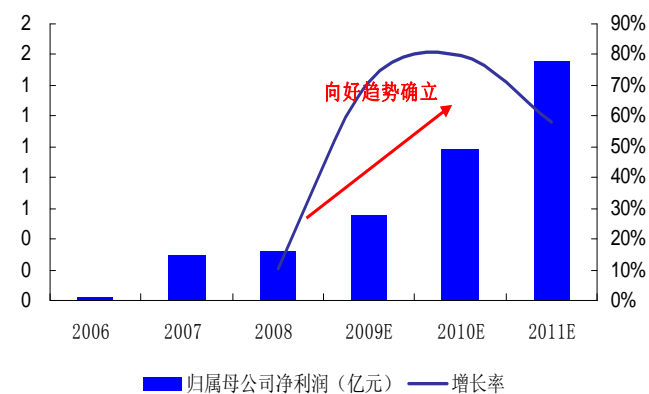
资料来源: 公司公告、国都证券研究所

图 3: 公司收入变化情况



资料来源: 公司公告、国都证券研究所

图 4: 公司净利润变化情况



资料来源: 公司公告、国都证券研究所

表 1: 盈利预测表 (万元, 元)

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业总收入	131,093	151,137	181,040	216,767
营业收入	131,093	151,137	181,040	216,767
营业总成本	127,440	143,788	168,280	197,278
营业成本	85,780	97,249	114,278	134,216
营业税金及附加	749	756	905	1,084
销售费用	27,521	31,739	37,475	44,437
管理费用	9,746	11,033	12,673	14,740
财务费用	1,902	1,511	1,448	1,301
资产减值损失	1,743	1,500	1,500	1,500
其他经营收益				
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	202	0	0	0
营业利润	3,855	7,349	12,760	19,489
加: 营业外收入	717	0	0	0
减: 营业外支出	274	0	0	0
利润总额	4,298	7,349	12,760	19,489
减: 所得税	677	1,102	1,914	2,923
净利润	3,621	6,246	10,846	16,566
减: 少数股东损益	409	750	976	994
归属于母公司的净利润	3,212	5,497	9,870	15,572
每股收益	0.10	0.17	0.31	0.50

资料来源: 公司公告、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

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, 投资者据此操作, 风险自负。

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
许维鸿	研究管理 宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xiaomaosheng@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	马琳娜	建材	malinna@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
徐才华	机械-汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
姜琪	IT	jiangying@guodu.com	伍颖	石化、化工	wuying@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	潘蕾	医药行业	panlei@guodu.com
蔡建军	医药行业	caijianjun@guodu.com	王招华	钢铁行业	wangzhaohua@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	刘斐	煤炭电力	liufei@guodu.com
汪立	造纸	wangli@guodu.com	鲁儒敏	电力	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色、新能源	xiaoshijun@guodu.com	傅浩	建材	fuhao@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程和券商发展战略研究	chenwei@guodu.com
苏昌景	基金研究、债券研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究、债券研究	fengxiang@guodu.com
李春燕	基金联络	lichunyan@guodu.com			