

昆明制药 (600422.SH)

中药行业

评级：买入 维持评级

业绩点评

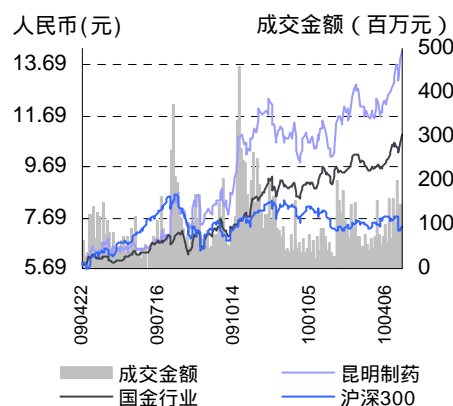
市价(人民币)：14.32元

经营反转，业绩增长

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	314.18
总市值(百万元)	4,499.00
年内股价最高最低(元)	14.32/5.69
沪深 300 指数	3201.54
上证指数	2999.48



相关报告

1. 《甩掉历史包袱,迈入新发展阶段》, 2009.10.30

李龙俊 联系人
(8621)61038315
lilj@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130208070242
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

李敬雷 联系人
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.102	0.186	0.339	0.527	0.722
每股净资产(元)	1.93	2.12	2.33	2.73	3.32
每股经营性现金流(元)	0.29	0.41	0.31	0.53	0.72
市盈率(倍)	43.24	57.21	42.30	27.15	19.83
行业优化市盈率(倍)	35.34	66.23	66.23	66.23	66.23
净利润增长率(%)	10.49%	81.59%	82.38%	55.79%	36.88%
净资产收益率(%)	5.30%	8.76%	14.54%	19.36%	21.76%
总股本(百万股)	314.18	314.18	314.18	314.18	314.18

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2009 年公司实现收入 14.35 亿元，比上年同期增长 9.46%；实现净利润 5,832 万元，比上年同期增长 81.59%。实现每股收益 0.186 元，较我们的预测略高 10%。
- 2010 年 1 季度公司实现收入 4.15 亿元，较去年同期增长 35%；实现净利润为 1215 万，较去年同期增长 120%。实现每股收益 0.04 元。

经营分析

- **销售快速增长**：1) 公司特色产品持续高增长：络泰 200mg 增长 78%，天眩清增长 71%，血塞通软胶囊增长 132%，灯银脑通胶囊增长 83%；2) 子公司昆明中药厂和贝克诺顿的净利润较去年分别增长 88%和 108%。
- **资产逐步夯实**：2009 年公司再次计提 1931 万的坏账准备以及 214 万的存货跌价准备，公司的历史包袱基本清理完毕，自明年开始，该不利因素将明显减少。
- **与 TEVA 的合作稳步推进**：贝克诺顿将从 TEVA 引进 3 个品种，同时，双方正在就更加深入和更大规模的合作进行谈判，目前的谈判比较顺利。

盈利调整

- 我们预测公司 2010-2012 年的每股收益分别为 0.339 元、0.527 元和 0.722 元。

投资建议

- 经过几年努力，公司基本清理历史遗留问题，进入轻装上阵、快速发展阶段；基本药物制度给公司主导产品血塞通系列带来广阔的发展机遇；与 TEVA 的合作谈判也在顺利推进中。可以说，公司的发展进入到一个全新的发展阶段。虽然目前的股价对应 2010 年业绩偏高，但考虑到公司处于基本面转好的上升期，以及合资项目带来可能的发展机遇，我们继续给予公司“买入”的投资建议。

经营反转，业绩大幅提升

2009 年是公司的经营转折年

- 2009 年公司实现收入 143,491 万元，比上年同期增长 9.46%；实现利润总额 7,963 万元，比上年同期增长 85.31%；实现净利润 5,832 万元，比上年同期增长 81.59%。实现每股收益 0.186 元，较我们的预测略高 10%。
- 我们在 2009 年发布的报告《昆明制药：甩掉历史包袱，迈入新发展阶段》中明确指出，坏账和高价存货等历史包袱基本消化完毕，销售体系和生产管理的改革调整也获得基本成效，公司正在迎来新一轮的上升阶段。而公司的 2009 年度报告则充分印证了我们对公司经营转折的判断。

2010 年 1 季度公司延续 2009 年的良好回升势头

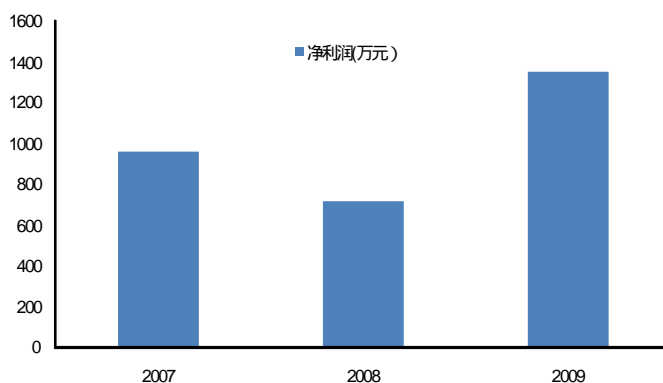
- 2010 年 1 季度公司实现营业收入 4.15 亿元，较去年同期增长 35%；归属于上市公司股东净利润为 1215 万，较去年同期增长 120%。实现每股收益 0.04 元。
 - 2010 年 1 季度公司毛利率为 31.77%，较去年同期的 33.39%略有下降；销售费用 9233 万，较去年同期增长 35%，与收入增长同步。
 - 净利润大幅增长的主要原因是管理费用以及财务费用的下降，管理费用较去年同期减少 5%，财务费用较上年同期减少 43%。

经营反转：销售快速增长，资产逐步夯实，合作稳步推进

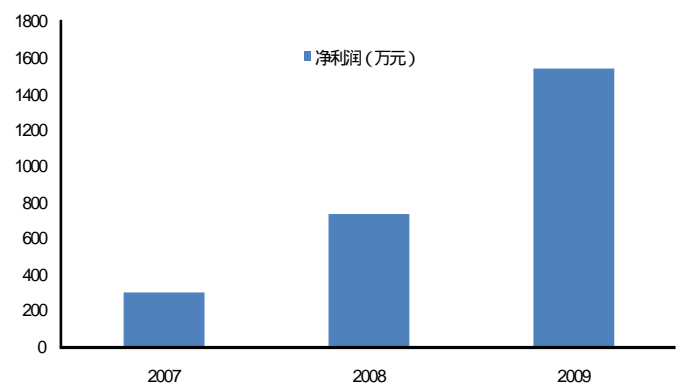
主导产品和主要企业保持快速增长

- 2009 年公司特色产品依然保持高速增长：络泰 200mg 同比增长 78%，天眩清同比增长 71%，血塞通软胶囊同比增长 132%，灯银脑通胶囊同比增长 83%，蒿甲醚针剂同比增长 34%。
- 对公司净利润影响较大的两个子公司（昆明中药厂和贝克诺顿）的经营业绩在 2009 年跃上一个全新的平台，昆明中药厂和贝克诺顿的净利润较去年分别增长 88%和 108%。

图表1：2009 年昆明中药厂业绩大幅反转



图表2：贝克诺顿业绩持续高增长



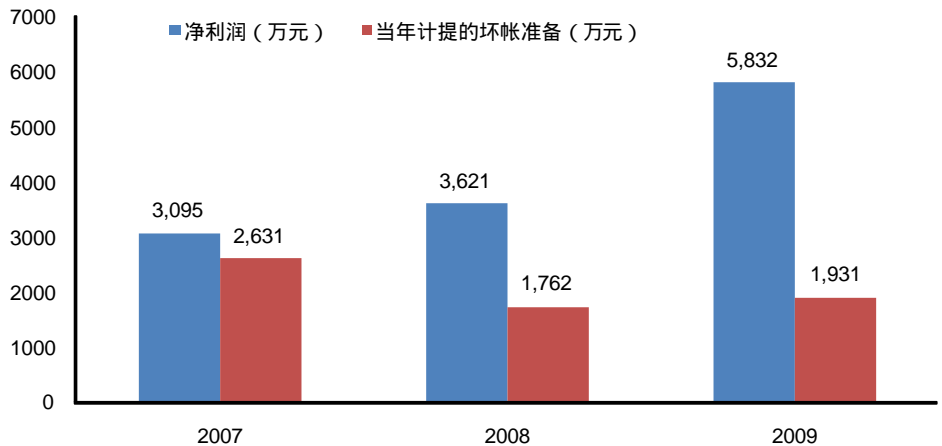
来源：国金证券研究所

- 2009 年血塞通注射液和注射用血塞通（冻干粉针）均进入首批基本药物目录。今年上半年各省公布的基药招标结果显示，公司血塞通产品的招标结果比较理想。我们认为，基药的广阔市场对血塞通产品将有明显拉动。同时，公司年底有望投产 3000 万支冻干粉针的生产线，将解决目前血塞通产能明显不足的问题（现在的产能只有 700 万支）

资产逐步夯实

- 2009 年公司再次计提 1931 万的坏账准备以及 214 万的存货跌价准备。这种历史包袱对公司业绩的影响是非常明显的，自明年开始，该不利因素将明显减少。
- 清理大量不良应收帐款是前几年公司面临的巨大挑战之一。经过两至三年的艰苦努力，公司的不良应收帐款基本清理完毕。2007-2009 年，以坏帐损失为主的资产减值损失侵蚀公司利润的比例较大。

图表3：公司大幅计提坏账准备，清理历史包袱



来源：国金证券研究所

与 TEVA 的合作稳步推进

- 目前贝克诺顿的销售收入基本都来自于阿莫西林、阿法迪三和阿尔治这 3 个产品，相对于贝克诺顿现有的商业平台，在售的产品数量显然偏少，贝克诺顿的商业平台并未充分发挥功效。
- 近期，TEVA 会向贝克诺顿输入 2-3 个新产品，其中包括抗生素的产品和器官移植免疫抑制产品。我们认为，依托成熟的营销体系，植入的新产品会进一步推动贝克诺顿的快速增长。
- 目前昆药集团和 TEVA 正在就以贝克诺顿为平台的进一步深入合作进行探讨，双方的交流比较顺利，但尚未形成任何具体的合作协议。
 - TEVA 是全球最大的仿制药企业之一，通过近几年对中国医药市场的了解和观察，对国内市场表现出浓厚的兴趣，希望在国内能有所发展；
 - 昆药集团正处于迈入新的发展阶段的关键时期，对于任何有利于昆药长远发展的合作都保持积极的态度；昆明市政府则将医药产业作为重点发展和扶持的行业，对于有益的国际合作持鼓励和开放的态度。
- 我们认为，昆药集团和 TEVA 已经拥有成功的合作经验，在现有基础上进一步深化合作有利于双方的长远发展，是非常值得积极推动的事情。

股权激励凸显管理层经营信心

- 2009 年公司推出限制性股权激励计划，激励的对象范围为：专职董事长、总裁班子成员以及党委书记，业绩考核周期为 2009-2010 年。
- 业绩考核指标有两个，分别为主营业务净利润和工业毛利率：

- 主营业务净利润的基本触发基数为：5000 万（2009 年）、7500 万（2010 年）、11250 万（2011 年）；超过基本触发基数部分以上的净利润，再按照每 500 万元为一单位区间，设定分段累进制奖励提取比例，并进行提取。
- 工业毛利率的基本触发基数为：49%（2009 年）、49.5%（2010 年）、50%（2011 年）
- 我们认为，管理层为清理公司背负的历史包袱做出了巨大贡献，此次适时推出股权激励计划，既是对管理层过去工作的肯定，也有利于激励管理层继续推进公司的发展。同时，股权激励条件中对净利润的增长要求达到 50%，这也体现了管理层对公司未来快速发展的信心。

盈利预测和投资建议

- 我们预测公司 2010-2012 年的每股收益分别为 0.339 元、0.527 元和 0.722 元。
- 经过几年努力，公司基本清理历史遗留问题，进入轻装上阵、快速发展阶段；基本药物制度给公司主导产品血塞通系列带来广阔的发展机遇；与 TEVA 的合作谈判也在顺利推进中。可以说，公司的发展进入到一个全新的发展阶段。虽然目前的股价对应 2010 年业绩偏高，但考虑到公司处于基本面转好的上升期，以及合资项目带来可能的发展机遇，我们继续给予公司“买入”的投资建议。

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	1	2	5
买入	0	0	0	0	3
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.00	1.00	1.27

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-10-30	买入	10.81	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

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、复印件或复制品，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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室