

经营持续改善, 向好趋势不变

——昆明制药(600422)调研简报

核心观点

1. 营销改革继续推进, 精细化管理提高效率。营销的全面改革是公司走出低谷的重要因素。在营销模式上、组织架构上和激励考核上的精细化的改革措施使公司销售效率显著提高。

2. 依靠特色品种, 面向大市场。今年上半年, 血塞通冻干粉针继续保持快速增长, 生产线基本处于满产状态。加上委托加工的产量, 上半年增长预计达到 60%。全年销量我们预计将超过 1200 万支。同时新建 3000 万支的生产线预计在年底投产, 产能问题将彻底解决。天眩清系列上半年增速也达到 30% 左右。

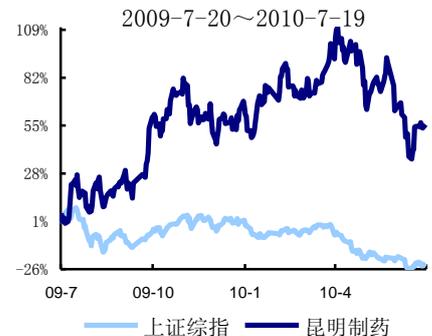
3. 贝克诺顿前景看好。贝克诺顿是公司与世界最大的仿制药生产企业 TEVA 合资设立的, 公司拥有 50% 的股权, 其主要产品包括阿莫西林、阿法迪三和阿尔治等。从产品来看, 阿法迪三和阿尔治正处于快速增长阶段, 预计未来增速在 30% 以上。贝克诺顿拥有一支 300 多人的学术销售队伍, 医院终端的学术推广能力非常强。目前公司与 TEVA 正在探讨以贝克诺顿为平台进行更深层次合作。我们预计引入的品种可能不只是 1-2 个而是一个系列。

4. 中药厂独具潜力。09 年中药厂的收入大约在 2 亿元左右, 其中 1 亿来自在云南省内, 另外 1 亿在其他省份。因为营销较薄弱, 09 年净利润只有 1356 万元。实际上中药厂的品种是不错的, 目前拥有 15 个国家中药保护品种, 数量居全国首位。未来何勤董事长可能主抓中药厂的销售和管理工作, 重点打造一批拳头产品, 并加大省外市场的开拓力度。

5. 股权激励彰显信心。09 年 10 月, 公司公布了《限制性股票激励计划草案》。草案将业绩作为激励的考核指标, 要求 2009-2011 年净利润分别达到 5000 万, 7500 万和 11250 万元, 即净利润连续 3 年保持 50%。考核指标的提出, 显示了管理层对未来快速增长的信心。

6. 盈利预测与投资评级。我们预测公司 10-12 年每股收益为 0.31、0.43、0.62 元, 按照 7 月 20 日的收盘价 10.84 元计算, 公司 10-12 年动态市盈率分别为 35 倍、25 倍和 17 倍。目前公司估值合理, 业绩的增长的空间大, 我们维持公司“短期_推荐, 长期_A”的投资评级

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)	6.67-14.48
总市值(亿元)	33.15
总资产(亿元)	12.44
每股净资产(元)	2.12
目标价	6个月 12个月

相关报告

1. 《国都证券-公司研究-调研简报-昆明制药(600422):营销改革成效显著, 公司经营持续向好》 2010-04-01

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	1435	1645	1875	2162
同比增速(%)	9.46	14.64	14.00	15.27
净利润(百万)	67	108	153	219
同比增速(%)	84.92	61.49	41.49	43.03
EPS(元)	0.19	0.31	0.43	0.62
P/E	58	35	25	17

研究员: 徐昊

电话: 010-84183293

Email: xuhao@guodu.com

执业证书编号: S0940210060003

联系人: 潘蕾

电话: 010-84183157

Email: panlei@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。

正文目录

1. 营销改革继续推进，精细化管理提高效率	4
2. 依靠特色品种，面向大市场	4
2.1 血塞通冻干粉针供不应求、年底新产能将投产	4
2.2 天眩清注射液增长持续	6
3. 贝克诺顿前景看好	7
4. 中药厂独具潜力	7
5. 股权激励彰显信心	8
6. 盈利预测与投资评级	8

图表目录

图 1: 样本医院三七制剂增长	5
图 2: 血栓通系列中粉针占注射液的比重	5
图 3: 注射用血塞通增长预测	5
图 4: 历年 120 头三七价格走势	6
图 4: 天眩清注射液收入增长预测	6
图 6: 国内药品批发领域抗骨质疏松市场销售额 (万元)	7
图 7: 国内药品批发领域阿法骨化醇市场销售额 (万元)	7
图 8: 化学合成药收入和毛利变动 (万元)	7
图 9: 贝克诺顿历年净利润变动 (万元)	7
图 10: 昆明中药厂净利润 (万元)	8
表 1: 大品种战略的核心品种	4
表 2: 股权激励草案激励对象名单	8
表 3: 昆明制药盈利预测表	9

1. 营销改革继续推进，精细化管理提高效率

营销的全面改革是公司走出低谷的重要因素。在营销模式上、组织架构上和激励考核措施上的精细化的改革措施使公司销售效率显著提高。

首先是销售模式上的改革。公司目前采用混合销售模式，对重点地区和重点市场以自主销售为主，增强对市场的把握力度，对于暂时无法覆盖的地区采用代理模式，增加公司产品的覆盖面。

在组织架构上，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）。与按产品的销售架构相比，虽然形式不同，但效果却是一致的：有效利用资源，减少品种选择风险。我们认为采用这种架构的原因在于：

1) 公司产品较多，而销售队伍人数却有限。重点产品按地区划分充分提高资源的利用率。

2) 将普药和水针销售独立，防止销售人员选择性销售毛利率高的品种。为进一步精细化管理，未来口服制剂还将独立出来。

在激励和考核措施上，激励和考核与业绩挂钩。针对商业代表和医药代表的激励方式各有不同。考核措施既考虑当年指标，又与明年业绩挂钩。经过前期销售队伍的换血，现在队伍的效率已经显著提高。

总体而言，公司的营销改革的总体架构已经形成，细节正在逐步完善。我们认为在未来1-2年，营销改革的成效仍将推动公司业绩快速提升。

2. 依靠特色品种，面向大市场

三七系类和天眩清系列是公司实施大品种战略的核心。广阔的市场空间使持续增长成为可能，特色优势为公司销售推广提供保障。

表 1: 大品种战略的核心品种（单位亿元）

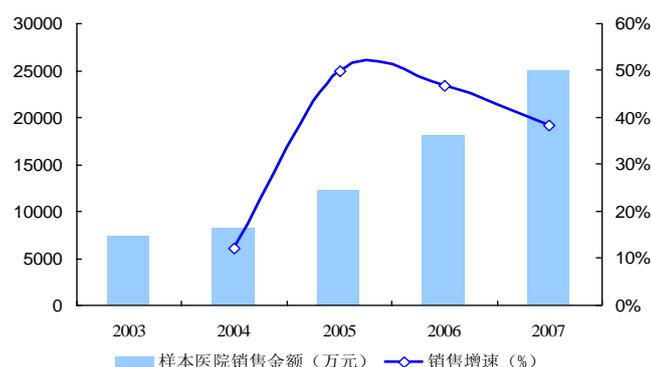
系列	具体品种	09 年销售额	医院市场规模	特色优势
三七系列	血塞通冻干粉针	0.6	244	冻干粉针、国内仅两家生产
	血塞通软胶囊	0.2	77	软胶囊、国内仅两家生产
	灯银脑通胶囊	0.2	77	独家生产
天眩清系列	天眩清注射液	0.7	35	优质优价

资料来源：SFDA 南方所、国都证券研究所

2.1 血塞通冻干粉针供不应求，年底新产能将投产

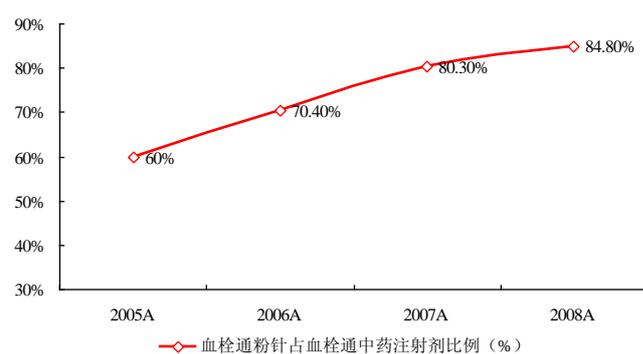
近年来，以血塞通和血栓通为代表的三七皂苷类制剂增长迅速，其中粉针的增速尤其迅猛，样本医院金额比重在迅速提高。在市场份额上，粉针占绝对优势，但就用量而言，水针用量仍为粉针的 10 倍之多，因此我们认为粉针的市场增长空间依然很大。

图 1: 样本医院三七制剂增长



资料来源: SFDA 南方所、国都证券研究所

图 2: 血栓通系列中粉针占注射液的比重

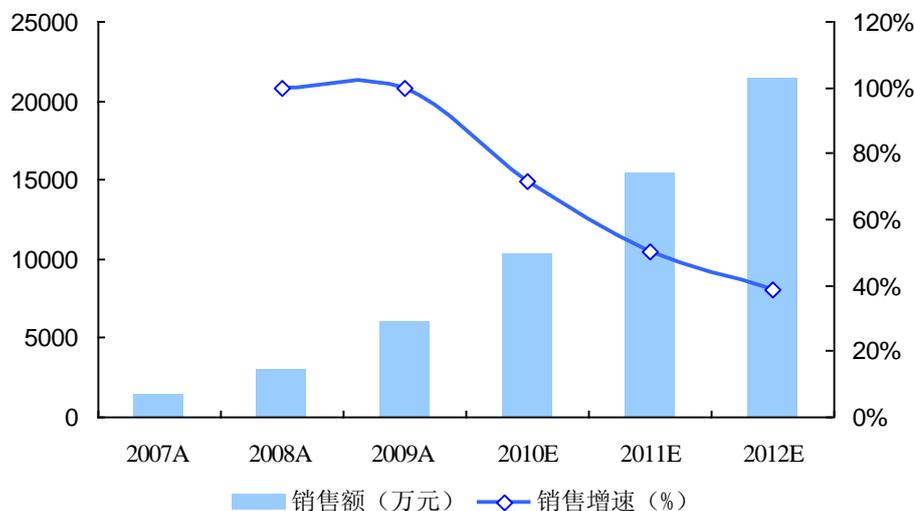


资料来源: SFDA 南方所、国都证券研究所

公司经过前两年的营销改革, 血栓通冻干粉针增长迅速。2009 年全年实现销量 700 多万支, 同比增长 100%。今年上半年, 血塞通冻干粉针继续保持快速增长, 生产线处于满产状态。加上委托加工的产量, 上半年增长预计达到 60%。全年销量我们预计将超过 1200 万支。

因为冻干设备的不足, 目前注射用血塞通处于供不应求。为了彻底解决产能瓶颈问题, 公司今年将新建 3000 万支的冻干粉针生产线。目前生产设备已完成安装, 按照调试和认证的流程, 预计最快今年年底前投产。明年产能不足问题将彻底解决。

图 3: 注射用血塞通增长预测



数据来源: 公司公告、国都证券研究所

血塞通软胶囊和灯银脑通胶囊上半年仍有不错的增长。公司正着力推动两品种进入地方医保。口服制剂销售独立后, 对两品种的销售支持力度也将加大。

上半年因为天气干旱和人为炒作的原因, 公司主要原材料三七出现大幅涨价。最高时期, 120 头的三七曾超过 500 元/kg, 相当于原来的十倍。我们认为目前的三七价格暴涨是短期的、人为的。最近三七价格明显回落说明了这一点。不过, 从历年三七的种植面积可以预见, 三七减产已成定局。虽然三七价格已从高位回落, 但回到 50 元/kg 的价格可能性少。

图 4: 历年 120 头三七价格走势



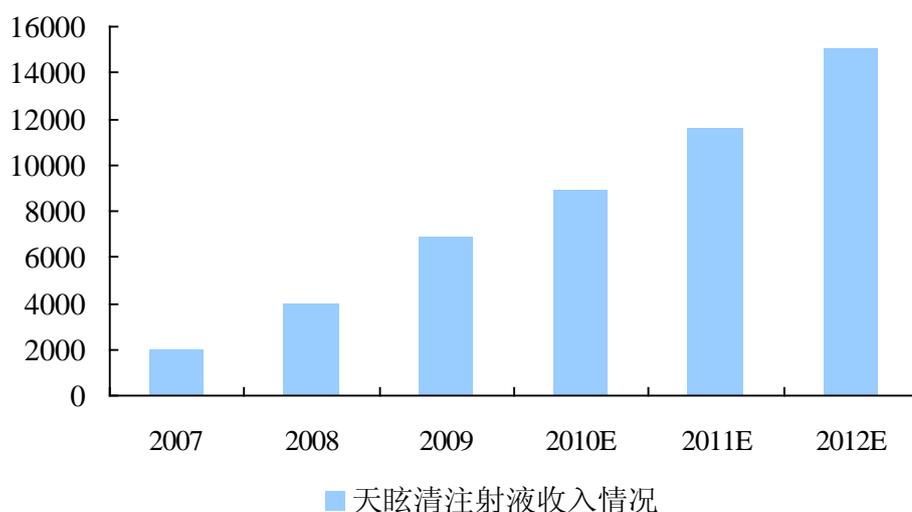
数据来源: 健康网、国都证券研究所

目前公司仍备有 1 年左右的三七库存, 年内三七涨价影响应当不明显。但 1-2 年后三七的成本压力将会显现。对于不同三七制剂而言, 注射剂的影响较小, 尤其是粉针可以忽略不计。但对于口服制剂成本压力不可忽视, 我们预计口服制剂有提价消化成本的可能。

2.2 天眩清注射液增长持续

今年上半年, 天眩清注射液仍保持 30% 左右的增长。从总体市场来看, 因为人口老龄化和社会压力增大, 镇静催眠药市场增长迅速。刺五加和天麻素等中药类品种凭借毒副作用小等优点, 市场份额在逐步扩大。除镇静催眠外, 天麻素对神经衰弱和血管神经性头痛等适应症均可使用。公司自身也具有一定销售优势。目前公司是唯一一家获得优质优价的企业, 并且公司有一支专业的销售队伍进行学术推广。

图 5: 天眩清注射液收入增长预测

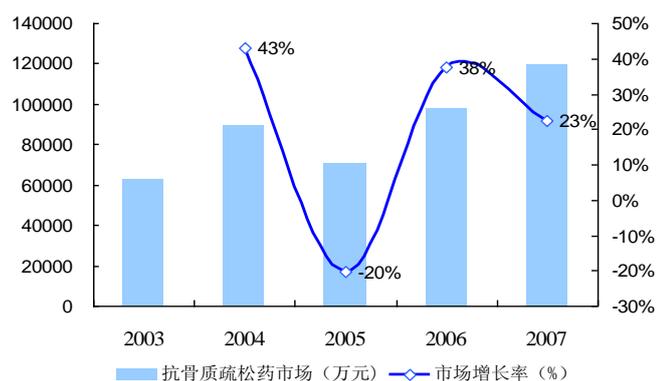


数据来源: 公司公告、国都证券研究所

3. 贝克诺顿前景看好

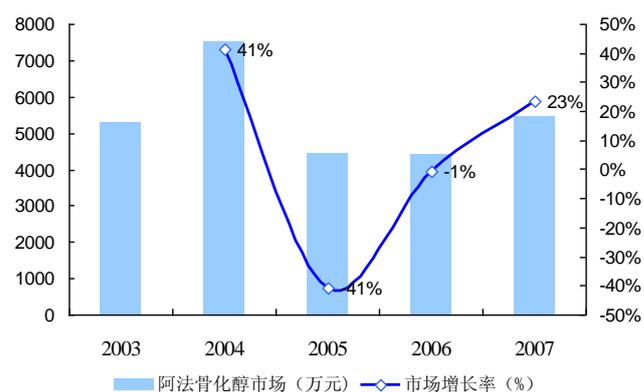
贝克诺顿是公司与世界最大的仿制药生产企业 TEVA 合资设立的，公司拥有 50% 的股权，其主要产品包括阿莫西林、阿法迪三和阿尔治等。从产品来看，阿法迪三和阿尔治正处于快速增长阶段，预计未来增速在 30% 以上。其中阿法迪三（阿法骨化醇软胶囊）属于骨质疏松治疗和预防用药，常与双膦酸类联合使用。阿尔治是日本生化学工业株式会社研制成功的，全世界第一家上市的关节腔内注射的玻璃酸钠也是全球使用最多的玻璃酸钠。

图 6: 国内药品批发领域抗骨质疏松市场销售额 (万元)



资料来源: SFDA 南方所、国都证券研究所

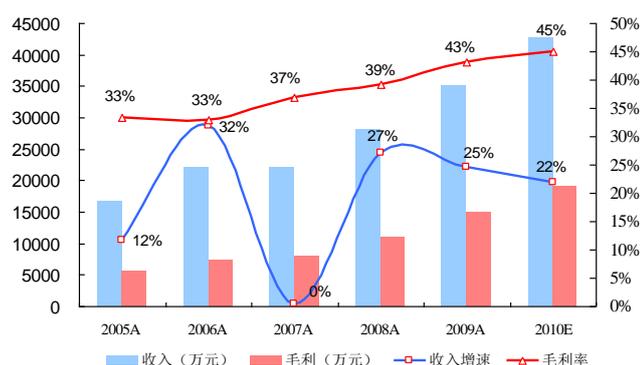
图 7: 国内药品批发领域阿法骨化醇市场销售额 (万元)



资料来源: SFDA 南方所、国都证券研究所

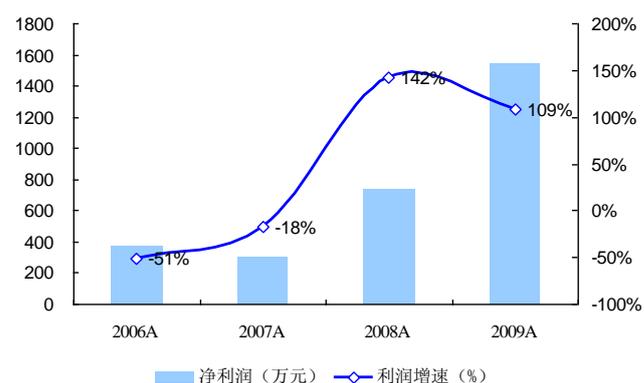
贝克诺顿拥有一支 300 多人的学术销售队伍，医院终端的学术推广能力非常强。目前公司与 TEVA 正在探讨以贝克诺顿为平台进行更深层次合作。我们预计引入的品种可能不只是 1-2 个而是一个系列。2009 年贝克诺顿实现销售收入 3.5 亿元，实现净利润 1541 万元。不考虑新品种的贡献，今年收入将突破 4 亿元。

图 8: 化学合成药收入和毛利变动 (万元)



资料来源: 公司公告、国都证券研究所

图 9: 贝克诺顿历年净利润变动 (万元)



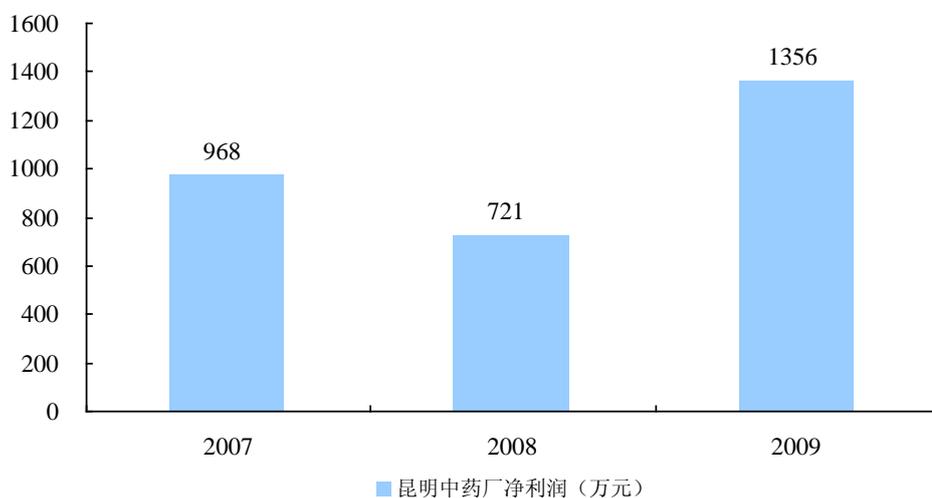
资料来源: 公司公告、国都证券研究所

4. 中药厂独具潜力

09 年中药厂的收入大约在 2 亿元左右，其中 1 亿销售在云南省内，1 亿在其他省份。因为营销较薄弱，09 年净利润只有 1356 万元。实际上中药厂的品种是不错的，目前拥有 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。未来何勤董事长可能会主抓中药厂的销售和管理工作，重点打造一批拳头产品，并加大省外市场的开拓力度。

图 10: 昆明中药厂净利润 (万元)



数据来源: 公司公告、国都证券研究所

5. 股权激励彰显信心

经过前两年的调整，公司业绩已经重回上升轨道。09年10月，公司公布了《限制性股票激励计划草案》。草案将业绩作为激励的考核指标，要求2009-2011年净利润分别达到5000万，7500万和11250万元，即净利润连续3年保持50%。考核指标的提出，显示了管理层对未来快速增长的信心。同时今后两年业绩50%的增速也是我们投资的安全边际。目前，公司正积极争取激励方案的批准。

表 2: 股权激励草案激励对象名单

姓名	职务	获授限制性股票数量占授予限制性股票数量总额的比例
何勤	董事长	45.00%
徐朝能	副总裁	15.00%
刘轩庭	副总裁	15.00%
董少瑜	副总裁	15.00%
熊建民	党委书记	10.00%

注: 由于刘轩庭离职，袁平东的加盟，我们预计名单将会调整。

资料来源: 公司公告、国都证券研究所

6. 盈利预测与投资评级

我们预测公司10-12年每股收益为0.31、0.43、0.62元，按照7月20日的收盘价10.84元计算，公司10-12年动态市盈率分别为35倍、25倍和17倍。前期市场担心公司会受到政策的影响而出现大幅调整。从我们调研了解的情况来看，政策对公司影响非常小，未来2-3年公司仍将保持快速增长。目前公司估值合理，业绩的增长的空间大，我们

维持公司“短期_推荐，长期_A”的投资评级。

表 3: 昆明制药盈利预测表

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	131,093	143,491	164,493	187,520	216,152
增长率(%)	1.60	9.46	14.64	14.00	15.27
营业成本	85,780	92,915	104,233	115,891	128,374
毛利率(%)	34.57	35.25	36.63	38.20	40.61
营业税金及附加	749	812	987	1,125	1,297
资产减值准备	1,743	2,145	1,316	1,313	1,729
销售费用	27,521	29,376	33,721	38,254	44,311
管理费用	9,746	9,718	10,857	12,376	14,266
财务费用	1,902	1,065	1,151	1,125	1,081
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	3,855	7,460	12,227	17,436	25,095
增长率(%)	23.99	93.51	63.91	42.60	43.93
期间费用率(%)	29.88	27.99	27.80	25.09	27.60
加: 营业外收入	717	741	822	938	1,081
减: 营业外支出	274	237	329	375	432
利润总额	4,298	7,964	12,721	17,998	25,743
增长率(%)	18.77	85.31	59.73	41.49	43.03
减: 所得税	677	1,268	1,908	2,700	3,861
实际税负比率(%)	15.75	15.93	15.00	15.00	15.00
净利润	3,621	6,695	10,813	15,298	21,882
增长率(%)	16.98	84.92	61.49	41.49	43.03
减: 少数股东损益	409	863	1,189	1,683	2,407
属于母公司的净利润	3,212	5,832	9,623	13,616	19,475
同比增长(%)	10.49	81.59	65.00	41.49	43.03
每股收益(元)	0.10	0.19	0.31	0.43	0.62
市盈率(倍)	106	58	35	25	17

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	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	徐才华	机械、汽车及零部件	xucaihua@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com
王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com	刘芬	机械	liufen@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姚小军	基金研究	yaoxiaojun@guodu.com
陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com	苏昌景	债券研究、基金研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、利率产品	wuhao@guodu.com	赵荣杰	股指期货	zhaorongjie@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			