



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩预览

2009 年 7 月 13 日

医药

研究部

孙亮

分析员

sunl@cicc.com.cn

周峰

联系人

zhoupeak@cicc.com.cn

推荐

康缘药业(600557.CH)

2009 上半年销售情况分析

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	999	1,132	1,073	1,267
(+/- %)	17.1%	13.4%	-5.2%	18.2%
主营业务利润	552	686	800	943
(+/- %)	12.1%	24.1%	16.6%	17.9%
营业利润	113	146	230	278
(+/- %)	34.2%	29.4%	57.1%	21.2%
归母公司净利润	96	142	186	226
(+/- %)	50.5%	47.3%	30.8%	21.9%
每股收益(元)	0.30	0.44	0.58	0.71
市盈率	49.8	33.8	25.8	21.2
净资产收益率	17.6%	14.9%	15.8%	18.1%
投入资本回报率	12.6%	12.6%	14.0%	16.4%
每股分红	0.27	0.15	0.29	0.35
现金分红收益率	1.8%	1.0%	1.9%	2.4%

股票信息

股票代码	600557.CH
当前股价	人民币15.01元
日成交量(百万股)	1.51
52周最高价/最低价	人民币19.03/10.87
发行股数(百万股)	320
总市值(百万股)	4,799
其中:流通股(百万股)	236
主要股东(持股比例)	江苏康缘集团有限公司(26.11%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[康缘药业]	+3.30	+5.56	+3.10	+2.81
[沪深300指数]	+2.14	+13.67	+30.93	+85.35
[沪深300医药指数]	+5.19	+12.82	+16.55	+55.28

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

7/24/2009 09 年上半年度业绩报告

二季度经营趋势转好

- ◆ **临床产品销售增长提速。**2009 年上半年公司临床品种共计销售 3.65 亿元,同比增长约 10%。第二季度销售收入增长 16%,较一季度 3%增速提升近 13 个百分点。第二季度临床产品销售回款 2 亿元左右,高于销售开票数字。
- ◆ **热毒宁销售增长快。**受中药注射剂不良反应事件影响,热毒宁 2008 年四季度销售环比下降 33%至 2266 万元。2009 年一季度和二季度分别实现收入 2443 和 3746 万元,上半年销售增长 52%,超出市场预期。
- ◆ **口服剂型销售逐渐恢复。**上半年主要品种桂枝茯苓胶囊表现不错,收入同比增长 17%至 1.5 亿元。一季度几个小的口服剂型品种销售增速出现大幅回落,二季度数据显示抗骨增生和腰痹痛销售增速仍有下滑,散结镇痛、金振口服液的销售增速已经企稳,天舒胶囊销售增长大幅反弹。整体看口服制剂已经扭转了增速下降趋势。
- ◆ **深化营销和基本药物推动销售增长。**针对基本药物制度带来的变化,公司继续对营销体系进行调整,组建中小终端体系,向县市中小医院渗透。基本药物目录几经调整,公司腰痹痛有望进入基本药物小目录,给销售带来新的增量市场。

关注要点:

二季度销售增速提升,回款数据好于开票数据,显示经营逐渐从清理渠道存货带来的波动中恢复。

估值与建议:

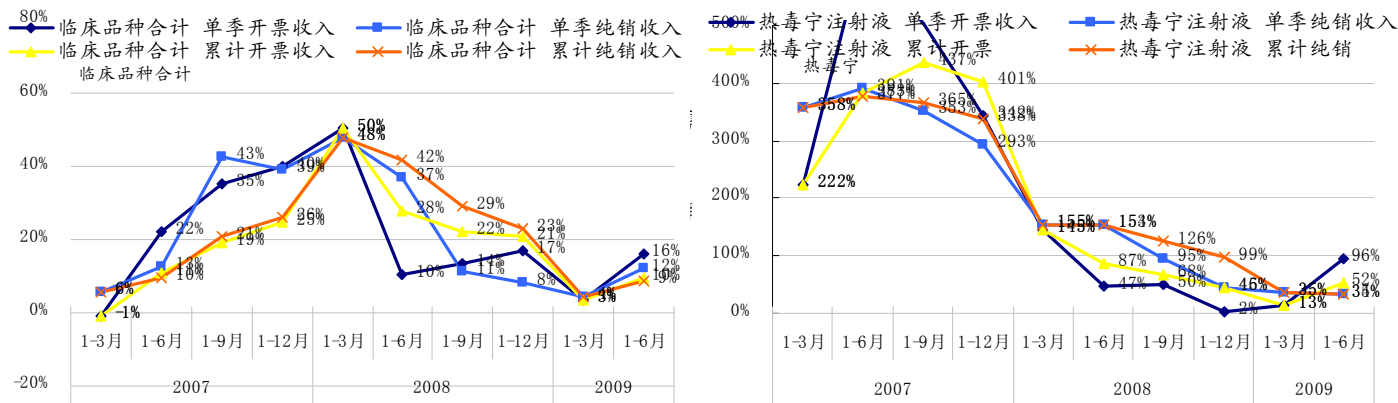
公司销售趋势向好,热毒宁销售增长带动毛利率结构性提升,加上减税效应,预计中期业绩同比增长超过 30%。维持 2009、2010 年 0.58 和 0.71 元业绩预期,对应动态市盈率 26x、21x,目前估值水平在医药板块中不高,具备较好的安全边际和收益预期,维持“推荐”评级。

风险:

新药审批时间上有不确定性,可能延缓经营进度。

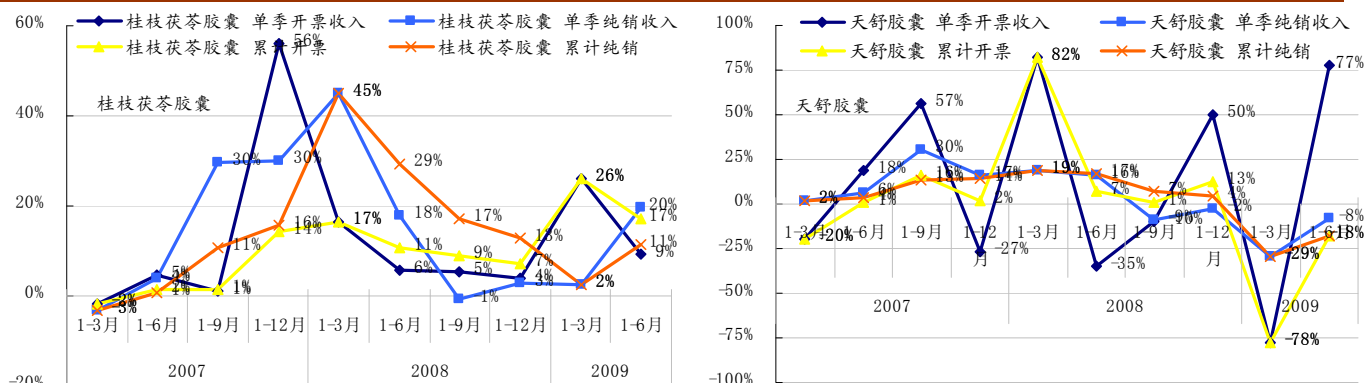
热毒宁质量标准提升，仍有增长空间。热毒宁完成四期临床研究，临床适应症扩大到社区肺炎，并允许进入儿科用药。另外热毒宁总固体中结构明确成分的含量达到 60% 以上，达到国家《中药、天然药物注射剂基本技术要求》，质量标准进行新的修订。在上述因素以及抗病毒药物需求带动下，未来热毒宁仍有增长空间。

图表 1：热毒宁注射液、临床品种合计销售增长情况



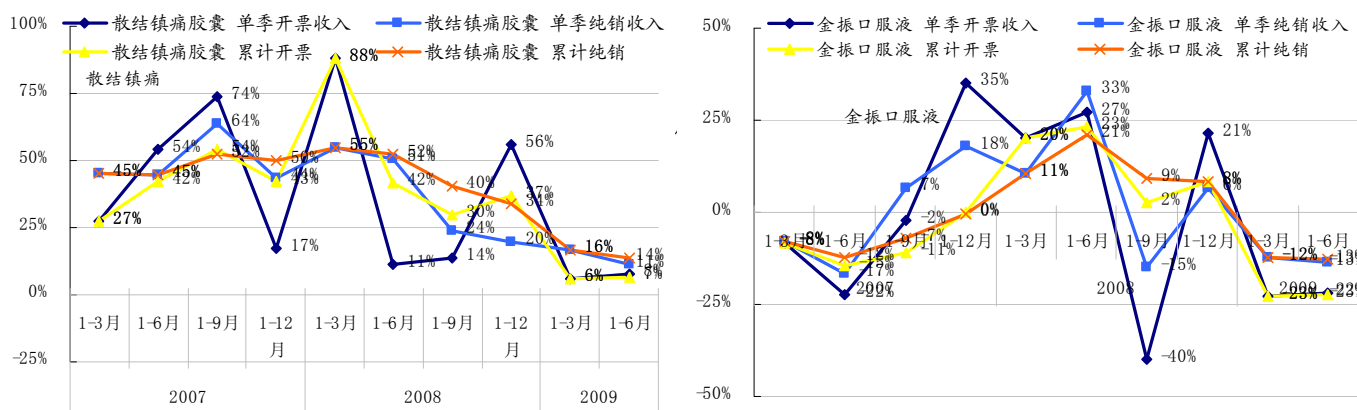
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2：桂枝茯苓胶囊、天舒胶囊销售增长情况



资料来源：公司数据，中金公司研究部

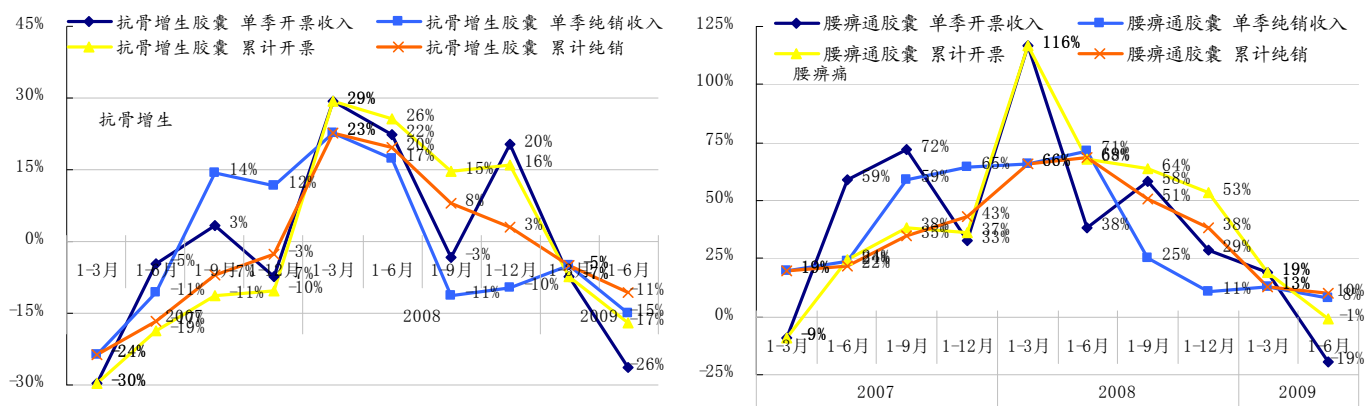
图表 3：散结镇痛胶囊、金振口服液销售增长情况



资料来源：公司数据，中金公司研究部

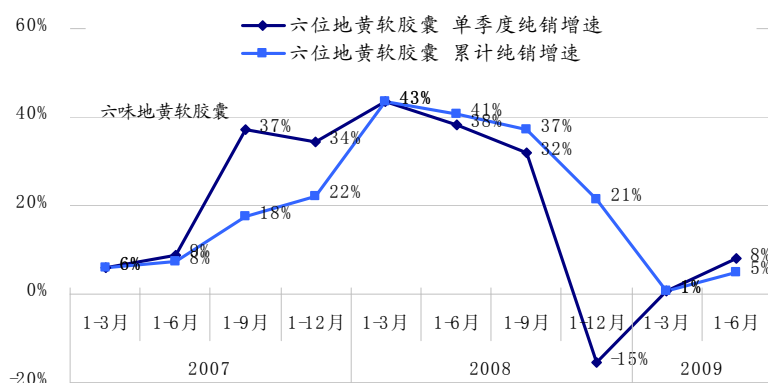
本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表 4: 抗骨增生胶囊、腰痹通胶囊销售增长情况



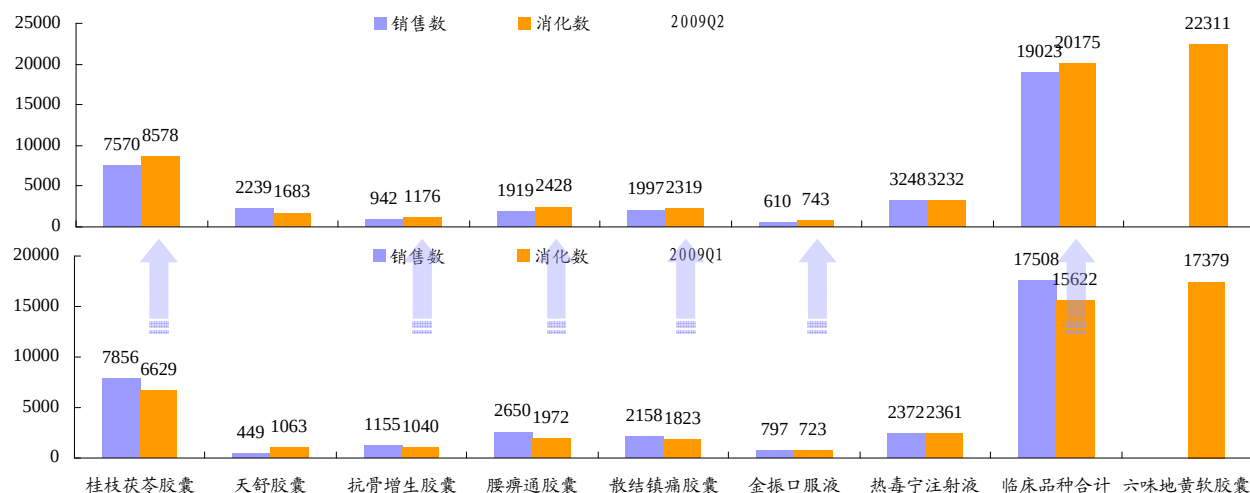
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 5: 六味地黄软胶囊销售增长情况



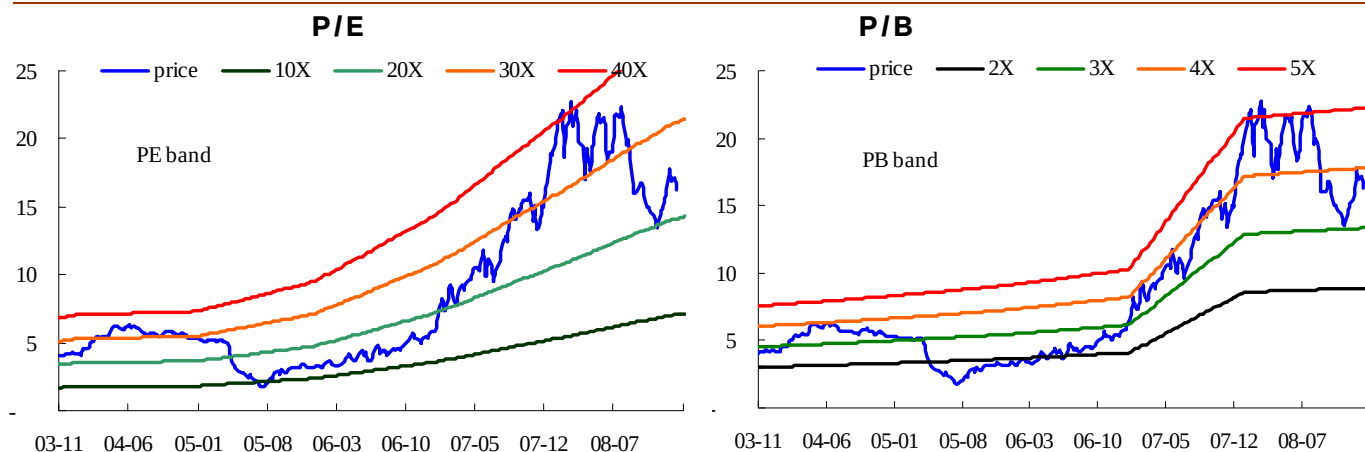
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 6: 2009 年一季度和二季度各品种销售数与消化数对比



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 7：历史 P/E 和 P/B



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 8: 可比公司估值

公司名称	代码	收盘价(元) 2009-7-12	总市值 (百万元)	流通市值 (百万元)	每股收益(元)			P/E			股息收益率	净资产收益率			市净率		
					2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E	2008A	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
大宗原料药																	
海正药业	600267	16.96	7,620	7,620	0.43	0.57	0.73	39	30	23	0.6%	14%	16%	22%	5.0	4.7	5.1
华海药业	600521	15.11	4,521	4,521	0.50	0.65	0.84	30	23	18	0.7%	15%	15%	16%	4.2	3.4	2.8
华北制药	600812	8.90	9,154	7,518	0.26	0.44	0.53	34	20	17	0.0%	19.9%	25.1%	26.6%	6.3	4.6	3.3
浙江医药	600216	26.76	12,044	12,041	2.16	1.62	1.78	12	17	15	0.1%	72.9%	34.9%	30.7%	6.7	5.1	4.0
新和成	002001	35.84	12,259	4,719	4.02	2.90	3.26	9	12	11	0.3%	103.2%	35.8%	31.7%	6.7	4.4	3.4
普洛股份	000739	9.23	2,370	1,932	0.11	0.00	0.00	82			0.0%	4.0%	0.0%	0.0%	3.2		
新华制药	000756	6.49	2,968	776	0.07	0.00	0.00	87			0.5%	2.2%	0.0%	0.0%	2.0		
天药股份	600488	7.68	4,169	2,777	0.09	0.31	0.57	83	25	14	0.3%	3.5%	10.4%	16.0%	2.8	2.6	2.2
鲁抗医药	600789	5.84	3,396	2,036	0.06	0.00	0.00	96			0.0%	2.4%	0.0%	0.0%	2.3		
东北制药	000597	25.14	8,392	7,537	1.07	1.32	1.49	23	19	17	0.3%	29.1%	0.0%	0.0%	5.3	4.3	3.6
中间值			6,071	4,620				37	20	17	0.3%	14.1%	12.5%	15.8%	4.6	4.4	3.4
品牌中药																	
云南白药	000538	37.11	19,819	17,961	0.87	1.14	1.47	43	33	25	0.8%	20%	17%	18.3%	6.3	5.5	4.6
同仁堂	600085	17.48	9,104	9,104	0.50	0.57	0.66	35	31	26	0.0%	9%	10%	11.0%	3.2	3.1	2.9
广州药业	600332	8.07	6,544	4,769	0.23	0.19	0.26	36	42	32	0.0%	6%	5%	6.0%	2.1	2.0	1.9
东阿阿胶	000423	19.13	10,020	7,699	0.55	0.65	0.79	35	29	24	0.0%	22%	22%	24.1%	7.1	6.5	5.9
片仔癀	600436	25.74	3,604	1,638	1.01	0.85	0.98	26	30	26	2.1%	19%	15%	15.4%	5.0	4.6	4.0
九芝堂	000989	10.78	3,208	3,208	0.67	0.49	0.53	16	22	20	3.7%	16.6%	10.7%	10.7%	2.6		
独一味	002219	28.16	2,630	659	0.48	0.66	0.81	59	43	35	0.0%	19.6%	17.0%	18.2%	8.4	7.1	6.0
中新药业	600329	17.67	6,532	1,566	0.49	0.69	0.78	36	26	23	0.0%	15.6%	17.4%	16.7%	5.3	4.2	3.5
马应龙	600993	25.48	4,224	3,121	0.49	0.70	0.79	53	36	32	0.4%	10.7%	13.1%	13.5%	5.4	2.9	2.8
中间值			6,532	3,208				36	31	26	0.0%	16.6%	15.2%	15.4%	5.3	4.4	3.8
现代中药																	
天士力	600535	17.19	8,389	8,389	0.52	0.65	0.80	33	26	22	2.3%	14%	14%	16.3%	4.4	3.8	3.5
康缘药业	600557	15.01	4,799	3,546	0.44	0.58	0.71	34	26	21	1.0%	19%	16%	17.9%	5.0	4.1	3.8
益佰制药	600594	11.85	2,787	2,787	0.42	0.56	0.70	28	21	17	0.0%	18.0%	17.7%	18.9%	4.8	4.0	3.4
亚宝药业	600351	11.63	3,681	3,681	0.27	0.39	0.49	43	30	24	1.7%	14.7%	14.1%	16.1%	4.6	2.6	2.5
仁和药业	000650	16.05	3,533	1,376	0.32	0.51	0.65	50	31	25	0.0%	25.9%	17.6%	17.9%	11.6	5.4	4.4
桂林三金	002275	36.01	16,349	1,325	0.60	0.73	0.86	60	49	42	0.0%	36.5%	23.6%	23.4%	21.0	11.8	9.8
江中药业	600750	15.23	4,506	2,991	0.44	0.54	0.66	34	28	23	2.6%	14.9%	15.9%	17.1%	4.9	4.4	3.9
千金药业	600479	17.33	3,773	3,139	0.60	0.67	0.84	29	26	21	1.8%	15.1%	15.3%	16.4%	4.4	3.2	2.7
沃华医药	002107	23.96	3,929	1,052	0.33	1.20	1.30	73	20	18	0.0%	10.9%	14.3%	13.3%	6.2	2.7	2.4
康恩贝	600572	8.22	2,663	1,384	0.28	0.37	0.43	29	22	19	1.5%	10.5%	11.7%	12.3%	2.9	2.6	2.3
羚锐股份	600285	9.05	1,817	1,817	0.05	0.00	0.00	173			0.0%	1.9%	0.0%	0.0%	3.4		
中间值			3,773	2,787				34	26	21	1.0%	14.9%	15.3%	16.4%	4.8	3.9	3.5
化学制剂药																	
恒瑞医药	600276	36.96	22,943	22,943	0.68	1.16	1.44	54	32	26	0.3%	23%	27%	25.7%	11.5	8.5	6.6
白云山A	000522	8.14	3,818	3,818	0.16	0.26	0.34	50	32	24	0.0%	9.9%	13.8%	15.5%	4.7	3.9	3.5
现代制药	600420	9.60	2,762	2,762	0.19	0.30	0.38	51	32	26	0.0%	10.0%	14.7%	15.7%	5.0	4.1	3.8
康美药业	600518	8.64	14,639	14,639	0.17	0.26	0.35	50	33	25	0.7%	11.3%	11.6%	13.8%	5.0	2.6	2.3
恩华药业	002262	12.94	2,329	582	0.23	0.34	0.48	57	38	27	0.8%	16.9%	12.9%	15.6%	6.9	3.8	3.2
华邦制药	002004	21.30	2,812	2,122	0.67	0.84	0.92	32	25	23	1.5%	12.5%	13.1%	13.2%	3.7	3.2	2.9
华东医药	000963	12.66	5,495	3,119	0.39	0.55	0.69	33	23	18	0.0%	25.3%	24.2%	24.2%	7.3	5.9	4.6
中间值			3,818	3,119				50	32	25	0.3%	12.5%	13.8%	15.6%	5.0	3.9	3.5
生物制药																	
双鹭药业	002038	33.63	8,354	4,679	0.88	1.25	1.58	38	27	21	0.6%	33%	31%	29.5%	11.0	8.2	6.3
科华生物	002022	18.44	7,565	6,378	0.40	0.51	0.66	46	36	28	1.1%	30.9%	29.9%	31.7%	12.3	8.2	6.8
天坛生物	600161	23.35	11,401	11,401	0.27	0.44	0.61	85	53	38	0.0%	20.3%	20.6%	23.1%	17.2	9.7	8.0
通化东宝	600867	12.07	5,783	3,787	0.10	0.31	0.49	124	39	25	0.0%	3.2%	9.6%	14.0%	4.1	2.7	2.3
华兰生物	002007	34.35	12,370	11,930	0.52	0.78	0.98	66	44	35	0.6%	21.5%	21.2%	21.3%	11.2	6.8	5.5
上海莱士	002252	26.66	4,266	1,066	0.65	0.86	1.04	41	31	26	3.0%	22.8%	19.1%	19.6%	5.7	5.6	4.8
达安基因	002030	16.15	3,888	3,716	0.16	0.23	0.31	99	71	53	0.2%	12.4%	14.8%	16.2%	11.9	8.4	7.1
天康生物	002100	15.29	2,505	1,270	0.40	0.54	0.70	39	28	22	0.5%	12.6%	13.1%	14.1%	3.9		
中牧股份	600195	20.59	8,030	4,139	0.41	0.65	0.77	50	32	27	0.6%	14.7%	21.5%	21.0%	7.3	5.9	4.9
金宇集团	600201	9.54	2,679	2,501	0.26	0.40	0.47	37	24	20	1.0%	10.2%	15.5%	17.2%	3.8		
中间值			6,674	3,963				48	34	26	0.6%	17.5%	19.8%	20.3%	9.1	7.5	5.9
保健品																	
健康元	600380	7.62	8,366	4,654	-0.02	0.26	0.31		29	25	1.6%	19%	13.0%	13.9%	1.5	2.0	1.9
交大昂立	600530	9.59	2,992	2,992	-0.45	0.00	0.00				0.0%	-15.6%	0.0%	0.0%	3.8		
人福科技	600079	8.92	3,471	2,901	0.20	0.25	0.33	44	36	27	0.5%	8.1%	9.0%	11.2%	3.4	3.2	2.9
中间值			3,471	2,992				44	32	26	0.5%	8.1%	9.0%	11.2%	3.4	2.6	2.4
医疗器械																	
鱼跃医疗	002223	25.80	3,986	1,006	0.40	0.56	0.74	64	46	35	1.2%	22.8%	16.4%	19.1%	9.8	8.4	7.2
万东医疗	600055	9.92	2,147	2,147	0.13	0.20	0.23	76	51	42	0.0%	5.9%	7.9%	8.6%	4.3	4.0	3.6
新华医疗	600587	13.53	1,818	1,818	0.22	0.29	0.36	61	46	38	0.4%	5.0%	5.9%	6.6%	3.0	2.6	2.5
山东药玻	600529	12.70	3,269	3,269	0.55	0.67	0.79	23	19	16	0.5%	10.3%	10.8%	12.1%	2.3	2.1	1.9
中间值			2,708	1,983				63	46	37	0.4%	8.1%	9.3%	10.4%	3.6	3.3	3.1
综合性制药企业																	
丽珠集团	000513	28.99	8,872	4,593	0.17	0.99	1.18	170	29	24	0.3%	3%	15%	14.9%	5.0	4.3	3.6
哈药股份	600664	15.53	19,288	12,584	0.69	0.74	0.86	22	21	18	0.0%	15.9%	14.9%	15.7%	3.3	3.2	2.8
复星医药	600196	14.78	18,294	10,134	0.56	0.62	0.73	26	24	20	0.0%	17.5%	17.3%	17.5%	4.6	3.9	3.4
双鹤药业	600062	25.22	12,015	6,639	0.80	1.08	1.34	32	23	19	0.5%	14.4%	15.1%	17.2%	4.7	3.5	3.2
三精制药	600829	17.12	6,618	2,990	0.70	0.84	0.94	25	20	18	4.3%	19.6%	18.0%	17.0%	4.5	3.7	3.2
三九医药	000999	15.82	15,486	5,347	0.51	0.66	0.78	31	24	20	1.3%	16.7%	17.2%	17.9%	4.8	4.2	3.6
上实医药	600607	19.33	7,110	7,110	0.53	1.26	0.48	36	15	40	0.9%	10.2%	20.7%	8.7%	3.5	2.6	2.8
中间值			12,015	6,639				31	23	20	0.5%	15.9%	17.2%	17.0%	4.6	3.7	3.2
医药流通企业																	
国药股份	600511	18.56	8,887	5,153	0.40	0.53	0.67	46	35	28	0.8%	25%	20%	23.3%	10.7	7.2	6.5
上海医药	600849	12.18	6,933	4,528	0.14	0.25	0.33	85	48	37	0.4%	4.9%	8.1%	9.3%	4.1	3.8	3.5
中国医药	600056	15.43	3,691	3,691	0.68	0.63	0.6										

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。