



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

业绩回顾

研究报告

2010年3月29日

医疗保健

研究部

孙亮

分析师, SAC 执业证书编号: S0080208030080

sunl@cicc.com.cn

周峰

联系人

zhoupeak@cicc.com.cn

推荐

康缘药业(600557.CH)

短期费用上升不减长期发展潜力

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入	1,132	969	1,348	1,718
(+/- %)	13.4%	-14.4%	39.2%	27.5%
主营业务利润	686	710	992	1,268
(+/- %)	24.1%	3.5%	39.8%	27.8%
归母公司净利润	142	160	231	304
(+/- %)	47.3%	12.9%	44.4%	31.5%
每股收益(元)	0.44	0.50	0.72	0.95
市盈率	51.0	45.1	31.3	23.8
净资产收益率	14.9%	14.9%	18.0%	20.7%
投入资本回报率	12.6%	12.9%	16.2%	19.1%
现金分红收益率	0.7%	0.6%	1.6%	2.1%

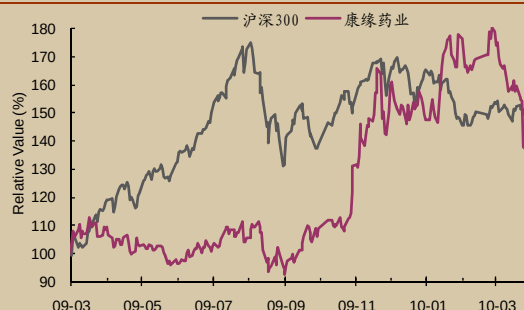
股票信息

A-share	
股票代码	600557.CH
当前股价	人民币 22.62元
日成交量(百万股)	4.48
52周最高价/最低价	人民币 25.99/12.80
发行股数(百万股)	320
总市值(百万股)	7,232
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]	+0.04	-11.54	+1.07	+7.97
[沪深300指数]	-0.57	-0.20	-4.37	-8.41
[沪深300医药指数]	-1.20	-4.68	-0.31	-0.83

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

2009 年度业绩与预期基本一致:

因为公司 08 年末出让了商业公司, 09 年报表范围变化导致 09 总收入下降 14.4%, 而母公司 09 年实现收入 8.63 亿元, 同比上升 5.29%; 实现净利润 1.6 亿元, 同比增长 12.9%, 折合 EPS0.50 元; 与预期基本一致, 计划每股派发现金 0.135 元 (含税)。

正面:

- 热毒宁收益于甲流疫情和销售渠道改革, 收入翻番: 09 年热毒宁销售突破 2 亿元, 同比增长超过 100%, 主要源于热毒宁良好的抗病毒效果在甲流疫情中得到青睐, 另外也源于公司改进销售体系, 效果逐渐体现; 2010 年借助热毒宁新进入医保目录的“春风”, 高增长有望持续。
- 新药研发和生产均获得突破, 为长期持续增长奠定基础: 09 年公司获得天舒滴丸、人参保芪胶囊、心脑欣丸、前列安通胶囊、冰七胶囊 5 个中药品种生产批件, 此外还获得苯磺酸氨氯地平片等 5 个化学药品生产批件, 在新药审批要求日益加剧的环境下, 新批文为长期持续发展奠定基础。

负面:

- 公司仍处于快速增长前期, 费用率较高: 公司 09 年推动销售体系改革, 导致营业费用率达到 41.6%, 同比上升 7.8 个百分点, 管理费用率达到 15%, 同比上升 2.7 个百分点, 预计随着未来收入增速提高, 费用率有望下降。

发展趋势:

作为中药研发企业的龙头, 历年来在新药研发上处于国内领先水平, 短期内原材料价格提高和费用率的高企会影响公司业绩, 但随着未来创新药逐渐推出, 公司的发展潜力将得以释放。

盈利预测调整:

我们维持 2010、2011 年的 EPS 预期至 0.72、0.95 元

估值与建议:

公司当前 2010、2011 年 PE 分别是 31x、24x, 考虑到公司的创新能力和长期发展潜力, 维持“推荐”评级。

图表 1：2009 年年度业绩分析

	2008A	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2009	1H2009	1-3Q2009	2009A	CICC Comments
(百万元)										
主营业务收入	1,132	209	226	258	275	209	436	694	969	剥离商业导致营业收入下降14%，工业收入同比增长8.9%。
同比增长率	13.4%	-25.7%	-22.4%	-9.2%	0.1%	-25.7%	-24.0%	-19.1%	-14.4%	
环比增长率		-23.7%	8.2%	14.2%	6.2%					
主营业务成本	431	50	56	61	77	50	106	167	244	毛利率结构性提升12.7个百分点，工
成本率	38.1%	23.8%	24.9%	23.5%	28.2%	23.8%	24.4%	24.1%	25.2%	
主营业务税金及附加	15	3	3	4	4	3	6	10	14	
主营业务利润	686	156	167	194	193	156	323	517	710	毛利率结构性提升12.7个百分点，工
毛利率	60.6%	74.7%	73.6%	74.9%	70.4%	74.7%	74.1%	74.4%	73.3%	
同比增长率	24.1%	-3.5%	-2.1%	19.2%	1.2%	-3.5%	-2.8%	4.4%	3.5%	
环比增长率		-18.2%	6.6%	16.2%	-0.1%					营业费用率同比上升7.8个百分点
其他业务利润	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
营业费用	382	94	99	97	112	94	194	291	403	
营业费用率	33.8%	45.1%	43.8%	37.7%	40.7%	45.1%	44.5%	41.9%	41.6%	管理费率同比上升2.7个百分点，源于4季度研发费用较大
管理费用	139	24	28	36	57	24	52	88	145	
管理费用率	12.3%	11.5%	12.3%	13.9%	20.8%	11.5%	11.9%	12.7%	15.0%	
财务费用	18	1	1	2	3	1	2	4	7	政府补助同比增长911万元
营业利润	146	37	38	59	21	37	75	134	155	
营业利润率	12.9%	17.6%	16.9%	22.8%	7.6%	17.6%	17.2%	19.3%	16.0%	
同比增长率	29.4%	0.4%	-8.5%	14.4%	28.7%	0.4%	-4.4%	3.1%	5.9%	高新技术企业15%优惠税率
环比增长率		126.1%	4.2%	53.6%	-64.4%					
投资收益	4	0	1	0	1	0	1	1	3	
补贴收益	0	0	0	0	2	0	0	0	2	高新技术企业15%优惠税率
营业外收入	17	0	8	3	10	0	8	11	21	
营业外支出	10	0	1	3	0	0	1	3	3	
税前利润	156	37	46	59	35	37	83	142	177	高新技术企业15%优惠税率
税前利润率	13.8%	17.6%	20.2%	23.0%	12.9%	17.6%	19.0%	20.5%	18.3%	
同比增长率	30.5%	-3.5%	34.0%	7.7%	22.2%	-3.5%	14.2%	11.4%	13.4%	
环比增长率		27.5%	23.8%	30.0%	-40.5%					高新技术企业15%优惠税率
所得税	13	6	7	9	-4	6	12	21	17	
有效税率	8.6%	14.9%	14.7%	15.0%	-11.7%	14.9%	14.8%	14.9%	9.6%	
少数股东权益	1	0	0	0	0	0	0	0	0	高新技术企业15%优惠税率
净利润	142	31	39	50	40	31	70	121	160.3	
净利润率	12.5%	15.0%	17.2%	19.5%	14.4%	15.0%	16.1%	17.4%	16.5%	
同比增长率	47.3%	10.5%	50.3%	22.2%	-14.8%	10.5%	29.5%	26.4%	12.9%	高新技术企业15%优惠税率
环比增长率		-32.6%	24.3%	29.6%	-21.5%					
每股收益 (人民币元)	0.44	0.10	0.12	0.16	0.12	0.10	0.22	0.38	0.501	

资料来源：公司报告，中金研究部

图表 2：公司盈利预测调整幅度

		综合盈利预测调整			
		2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入 (人民币 百万)	调整前	1,132	1,015	1,348	1,718
	调整后	1,132	969	1,348	1,718
	(+/-%)	0	-5	0	0
主营业务成本 (人民币 百万)	调整前	431	249	330	412
	调整后	431	244	339	430
	(+/-%)	0	-2	3	4
净利润 (人民币 百万)	调整前	142	165	231	305
	调整后	142	160	231	304
	(+/-%)	0	-3	0	0
总股本 (人民币)	调整前	320	320	320	320
	调整后	320	320	320	320
	(+/-%)	0	0	0	0
每股盈利 (人民币)	调整前	0.44	0.52	0.72	0.95
	调整后	0.44	0.50	0.72	0.95
	(+/-%)	0	-3	0	0

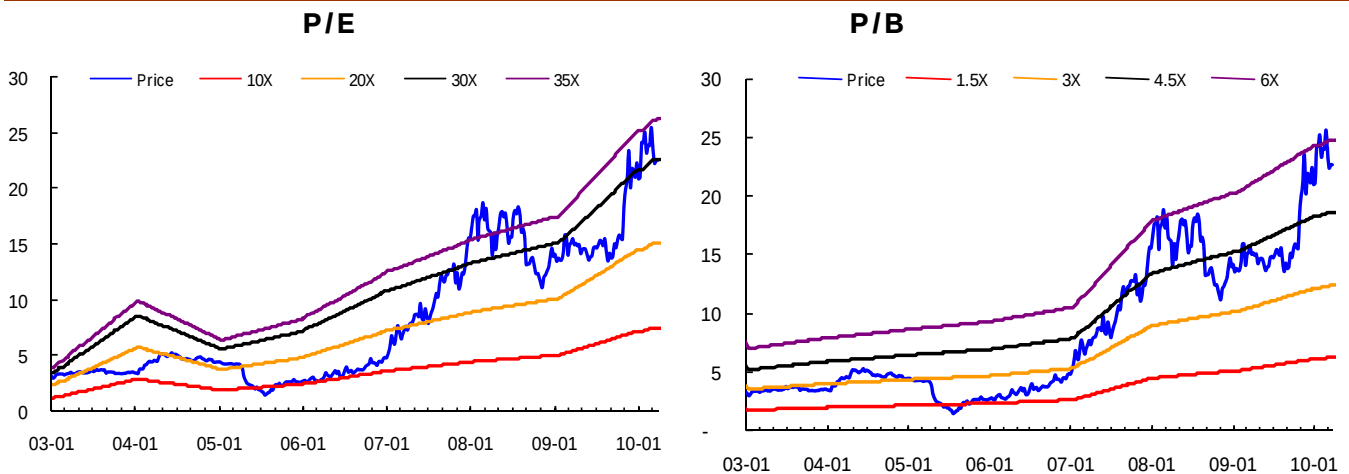
资料来源：公司报告，中金研究部

图表 3: 历史和预测的财务指标

单位: 人民币百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
损益表						财务指标				
主营业务收入	998.6	1,132.0	968.5	1,347.9	1,718.3	成长性指标				
主营业务成本	-434.4	-431.0	-244.3	-339.5	-429.7	主营业务收入增长率	17.1%	13.4%	-14.4%	39.2%
主营业务利润	552.5	685.9	710.0	992.3	1,268.0	主营业务利润增长率	12.1%	24.1%	3.5%	39.8%
营业费用	-300.6	-382.4	-402.8	-559.4	-704.5	净利润增长率	50.5%	47.3%	12.9%	44.4%
管理费用	-117.7	-139.4	-145.0	-161.7	-206.2	盈利性指标				
财务费用	-21.2	-17.9	-7.3	-5.7	-4.2	毛利率	55.3%	60.6%	73.3%	73.6%
营业利润	113.0	146.2	154.9	265.5	353.1	三项费用	44.0%	47.7%	57.3%	53.9%
税前利润	119.9	156.5	177.4	276.3	364.0	净利率	9.6%	12.5%	16.5%	17.2%
净利润	96.4	141.9	160.3	231.4	304.4	收益率指标				
现金流量表						资产收益率	9.3%	10.8%	11.1%	13.6%
经营活动现金流	92.7	58.4	-21.9	55.5	153.5	净资产收益率	17.6%	14.9%	14.9%	18.0%
营运资本的变动	-105.2	-217.5	-310.5	-214.4	-194.5	运营效率性指标				
投资活动现金流	-57.8	-92.2	-31.9	-60.0	-61.0	应收和其他应收款回收期(天)	99	71	100	100
资本支出	-57.8	-80.1	-31.9	-60.0	-61.0	存货周转率(天)	43	38	90	90
自由现金流	34.9	-21.7	-53.8	-4.5	92.5	负债指标				
融资活动现金流	-56.2	244.2	-50.9	-50.0	-115.3	净债务/所有者权益	6.1%	净现金	净现金	净现金
货币资金增加额	-21.4	210.4	-104.6	-54.5	-22.7	资产负债率	45.9%	27.2%	25.4%	23.2%
资产负债表						流动比率	1.13	2.33	2.54	2.94
货币资金	130.6	340.8	236.2	181.9	159.2	速动比率	1.02	2.21	2.37	2.72
应收账款	275.0	224.0	267.7	372.6	474.9	估值指标				
存货	52.4	45.2	61.4	85.3	107.9	摊薄每股收益(元)	0.30	0.44	0.50	0.72
固定资产	402.6	381.5	420.9	458.7	481.0	每股经营现金流(元)	0.56	0.22	-0.07	0.17
短期借款	164.5	170.0	163.0	133.0	103.0	市盈率	75.1	51.0	45.1	31.3
应付款项	225.6	142.3	152.2	211.6	267.8	市净率	13.0	7.6	6.7	5.6
股东权益	546.6	951.9	1,072.2	1,282.8	1,471.5	EV/EBITDA	22.1	32.3	36.5	23.9
总资产	1,031.8	1,310.9	1,445.4	1,696.6	1,953.0	现金分红收益率	1.2%	0.7%	0.6%	1.6%

资料来源: 公司报告, 中金研究部

图表 4: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: WIND, 中金研究部

图表 5：可比公司估值(其中绿色背景公司为中金覆盖公司)

公司名称	代码	收盘价(元)	总市值	每股收益(元)				P/E				股息收益率	净资产收益率			市净率		
		2010-3-26	(百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
大宗原料药																		
海正药业	600267	23.57	11,403	0.40	0.59	0.69	0.85	58	40	34	28	0.4%	14%	14%	18%	7.5	5.7	5.5
华海药业	600521	26.14	7,822	0.50	0.55	0.69	0.91	52	47	38	29	0.8%	15%	14%	15%	7.2	6.6	5.7
华北制药	600812	11.24	11,561	0.26	-0.06	0.45	0.64	43		25	18	0.0%	20%	-2%	37%	7.9	9.9	7.1
浙江医药	600216	32.40	14,582	2.16	2.46	3.02	3.36	15	13	11	10	0.1%	73%	46%	43%	8.1	5.6	4.0
新和成	002001	46.90	17,460	3.69	2.94	3.69	3.83	13	16	13	12	0.2%	103%	39%	34%	9.5	5.7	3.9
东北制药	000597	23.06	7,698	1.07	1.66	1.80	1.95	22	14	13	12	0.3%	29%	34%	0%	4.9	3.9	
中间值			5,203					87	51	32	24	0.2%	7%	0%	11%	7.2	5.7	5.2
品牌中药																		
云南白药	000538	55.10	29,426	0.87	1.16	1.55	2.03	63	47	35	27	0.5%	20%	17%	19%	9.4	8.1	6.8
同仁堂	600085	22.68	11,812	0.50	0.55	0.65	0.78	46	41	35	29	0.9%	9%	9%	11%	4.1	3.9	3.8
广州药业	600332	12.10	7,151	0.23	0.25	0.30	0.35	54	49	41	35	0.3%	6%	6%	7%	3.1	3.0	2.8
东阿阿胶	000423	27.30	17,855	0.44	0.60	0.88	1.17	62	46	31	23	0.6%	22%	23%	30%	12.7	10.5	9.3
片仔癀	600436	38.08	5,331	1.01	0.95	1.20	1.55	38	40	32	25	1.4%	19%	17%	18%	7.3	6.8	5.9
中新药业	600329	28.49	7,682	0.49	0.76	0.89	1.07	58	38	32	27	0.0%	16%	18%	18%	8.5	7.0	5.9
中恒集团	600252	37.10	9,681	0.18	0.47	0.98	1.36	206	78	38	27	0.0%	11%	37%	41%	21.7	20.0	18.3
马应龙	600993	40.75	6,756	0.49	0.93	1.14	1.47	84	44	36	28	0.2%	11%	17%	18%	8.7	7.6	6.5
中间值			7,151					63	46	35	27	0.3%	16%	17%	17%	8.5	6.8	5.9
现代中药																		
天士力	600535	25.81	12,595	0.52	0.65	0.84	1.03	49	40	31	25	1.5%	14%	14%	17%	6.6	5.7	5.1
康缘药业	600557	22.62	7,232	0.44	0.52	0.72	0.95	51	44	31	24	0.7%	19%	14%	18%	7.6	6.2	5.8
上海凯宝	300039	48.29	5,293	0.53	0.66	0.94	1.28	92	73	51	38	0.0%	57%	20%	16%	41.7	6.9	4.5
桂林三金	002275	28.87	13,107	0.60	0.74	0.89	1.08	48	39	33	27	0.0%	37%	23%	20%	16.8	9.0	6.0
亚宝药业	600351	20.76	6,570	0.27	0.44	0.63	0.83	77	47	33	25	1.0%	15%	17%	22%	8.2	7.5	6.6
仁和药业	000650	23.66	6,627	0.25	0.52	0.66	0.80	94	46	36	29	0.0%	26%	13%	15%	21.7		
江中药业	600750	28.17	8,335	0.44	0.55	0.85	1.10	64	51	33	26	1.4%	17%	17%	19%	8.9	8.4	6.7
千金药业	600479	26.60	5,792	0.60	0.64	0.84	1.07	45	42	32	25	1.2%	15%	14%	16%	6.8	6.0	5.2
中间值			6,181					58	45	33	26	0.3%	16%	14%	16%	7.9	6.6	5.8
化学制剂药																		
恒瑞医药	600276	38.24	28,485	0.57	1.07	1.35	1.64	67	36	28	23	0.3%	23%	25%	23%	14.3	8.9	6.6
康美药业	600518	12.06	20,434	0.17	0.29	0.41	0.55	69	41	29	22	0.5%	11%	11%	14%	7.0	4.7	4.1
华邦制药	002004	46.59	6,150	0.67	0.92	1.08	1.25	69	51	43	37	0.7%	13%	14%	15%	8.1	7.1	6.4
信立泰	002294	129.00	14,642	1.03	1.63	2.68	3.61	125	79	48	36	0.0%	57%	15%	17%	55.7	11.3	7.8
华东医药	000963	21.06	9,141	0.39	0.68	0.80	0.93	54	31	26	23	0.0%	25%	29%	28%	12.2	8.9	7.0
中间值			6,150					69	55	40	33	0.0%	17%	14%	17%	11.2	8.0	6.5
生物制药																		
双鹭药业	002038	47.91	12,049	0.87	1.09	1.58	2.09	55	44	30	23	0.4%	33%	28%	30%	15.8	12.2	9.1
天坛生物	600161	23.40	11,425	0.27	0.30	0.51	0.58	86	79	46	40	0.0%	20%	17%	23%	17.2	9.9	9.2
华兰生物	002007	63.05	22,706	0.52	1.10	1.84	2.29	121	57	34	28	0.3%	22%	27%	30%	20.6	15.6	9.9
科华生物	002022	24.53	10,063	0.40	0.52	0.68	0.85	61	48	36	29	0.8%	31%	28%	30%	16.4	13.3	10.9
安科生物	300009	39.86	3,348	1.06	0.50	0.65	0.80	38	79	62	50	0.0%	25%	11%	12%	22.5	6.3	5.8
通化东宝	600867	13.81	6,617	0.10	0.21	0.37	0.51	141	66	37	27	0.0%	3%	7%	11%	4.7	4.4	3.9
中牧股份	600195	22.90	8,931	0.41	0.72	0.88	1.03	55	32	26	22	0.5%	15%	23%	22%	8.1	6.9	6.0
中间值			6,654					61	54	36	28	0.3%	20%	16%	19%	10.3	8.7	7.7
保健品																		
健康元	600380	11.65	12,790	-0.02	0.40	0.52	0.62		29	22	19	1.0%	19%	15%	16%	2.4	3.0	2.6
人福科技	600079	15.07	7,107	0.17	0.37	0.39	0.51	91	40	39	30	0.3%	8%	11%	10%	7.1	3.4	3.2
中间值			7,107					91	40	31	24	0.3%	8%	11%	10%	4.0	3.2	2.9
医疗服务																		
爱尔眼科	300015	71.37	9,528	0.67	0.65	0.91	1.21	107	110	79	59	0.0%	30%	17%	15%	40.3	12.5	9.1
通策医疗	600763	12.66	2,030	0.55	0.18	0.23	0.33	23	72	56	38	0.0%	9%			10.9		
中间值			5,779					65	91	67	49	0.0%	19%	17%	15%	25.6	12.5	9.1
医疗器械																		
鱼跃医疗	002223	42.99	6,642	0.40	0.65	0.88	1.14	107	66	49	38	0.7%	23%	21%	23%	16.4	12.2	10.0
万东医疗	600055	13.54	2,931	0.13	0.20	0.27	0.34	103	68	50	40	0.4%	6%	8%	9%	5.9	5.6	5.1
乐普医疗	300003	50.89	20,661	0.22	0.72	0.97	1.27	233	71	53	40	0.0%	45%	21%	23%	41.0	14.6	12.2
中间值			3,838					103	66	49	38	0.4%	10%	10%	10%	5.9	8.9	7.5
综合性制药企业																		
丽珠集团	000513	39.02	9,238	0.18	1.57	1.66	1.96	222	25	23	20	0.3%	3%	21%	18%	6.5	5.3	4.3
哈药股份	600664	17.43	21,648	0.69	0.78	0.90	1.02	25	22	19	17	3.4%	16%	15%	16%	3.7	3.4	2.9
复星医药	600196	20.95	25,931	0.56	2.11	0.83	0.93	38	10	25	22	0.5%	18%	38%	14%	6.5	4.1	3.5
双鹤药业	600062	25.08	14,338	0.67	0.85	1.05	1.25	38	30	24	20	0.5%	14%	13%	14%	4.7	3.8	3.3
三九医药	000999	24.29	23,777	0.51	0.66	0.89	1.10	48	37	27	22	0.8%	17%	17%	19%	7.4	6.2	5.2
三精制药	600829	19.17	7,411	0.70	0.81	0.96	1.14	28	24	20	17	3.9%	20%	18%	17%	5.0	4.2	3.5
中间值			14,338					38	25	24	20	0.5%	16%	17%	16%	5.0	4.1	3.5
全行业中间值			6,642					67	48	34	27	0.3%	15%	14%	16%	7.6	6.4	5.8

资料来源：WIND, 中金研究部

北京

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

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

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

香港

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

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



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(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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。