



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10月25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)

成本上升拖累利润增长

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入	1,132	969	1,303	1,643
(+/- %)	13.4%	-14.4%	34.6%	26.1%
主营业务利润	686	710	932	1,190
(+/- %)	24.1%	3.5%	31.3%	27.7%
归母公司净利润	142	160	201	268
(+/- %)	47.3%	12.9%	25.3%	33.3%
每股收益(元)	0.34	0.39	0.48	0.64
市盈率	48.4	42.9	34.2	25.7
净资产收益率	14.9%	14.9%	15.0%	17.8%
投入资本回报率	12.6%	12.9%	13.6%	16.5%
现金分红收益率	0.9%	0.8%	1.5%	1.9%

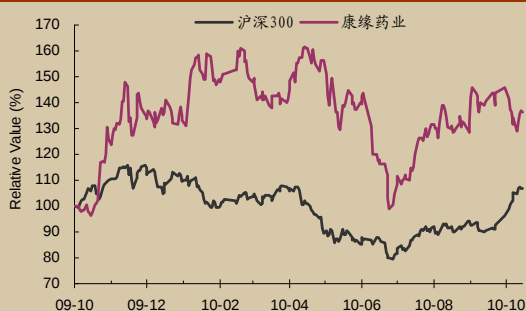
股票信息

A-share	
股票代码	600557.CH
当前股价	人民币 16.53元
日成交量(百万股)	4.48
52周最高价/最低价	人民币 20.22/9.79
发行股数(百万股)	416
总市值(百万股)	6,871
其中: 流通股(百万股)	307
主要股东(持股比例)	江苏康缘集团有限公司 (26.11%)

累计收益率比较

	Last week	1m	3m	YTD
[康缘药业]	+3.44	-3.05	+19.75	+2.02
[沪深300指数]	+4.79	+18.24	+22.98	-5.06
[沪深300医药指数]	+6.89	+4.09	+26.96	+22.54

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

2010年3季度业绩低于预期:

2010年1-9月份公司取得收入9.5亿元, 同比增长37%, 符合预期。受成本上升影响, 前三季度取得净利润1.45亿元, 同比仅仅增长20%, 折合每股EPS0.345元, 低于预期。

正面:

- 临床品种维持较高增长。1-9月份, 公司临床品种合计销售7.0亿元, 同比增长近40%。主力品种热毒宁收入同比翻番, 全年有望达到3.5亿元。天舒胶囊和散结镇痛销售增长30%左右, 桂枝茯苓胶囊、腰痹通、抗骨增生取得双位数增长。
- 经营质量大幅改善。报告期公司应收项目和存货小幅提升, 通过增大应付款项进行了抵消。前三季度实现经营性现金流1.2亿元, 同比增长369%, 业绩含金量提升。

负面:

- 成本上升吞噬业绩。受中药材普遍涨价的影响, 公司仍然承受了较大的成本压力。前三季度成本上升53%, 造成整体毛利率下降2.7个百分点。如果中药材价格居高不下, 将会对业绩造成长期压力。

发展趋势:

针对市场变化, 公司积极调整营销思路, 发展分销业务, 渗透中小终端, 为产品扩大市场覆盖做好铺垫。公司一直坚持中药现代化路线, 不断加大研发投入, 相关新品种试验和审批工作有序进行, 对未来发展形成支撑。热毒宁天舒胶囊和散结镇痛销售放量是短期增长推动力。

盈利预测调整:

基于对成本的考量, 我们下调了2010、2011年的经营业绩预期至0.48和0.64元, 对应动态市盈率34x和26x, 综合考虑长期潜力和估值水平, 维持“推荐”评级。

风险:

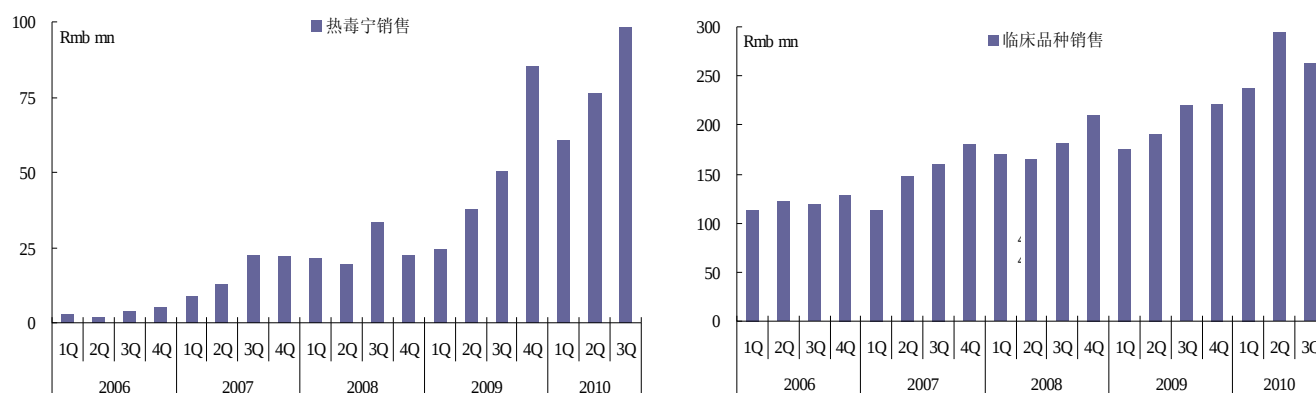
中药材涨价带来成本压力, 渠道库存导致销售波动。

图表 1：2010 年 3 季度业绩分析

	1Q2009	1H2009	1-3Q2009	2009A	1Q2010	1H2010	1-3Q2010	CICC Comments
(百万元)								
主营业务收入	209	436	694	969	272	625	951	工业收入增长37%，热毒宁销售翻番
同比增长率	-25.7%	-24.0%	-19.1%	-14.4%	30.1%	43.5%	37.0%	
环比增长率								
主营业务成本	50	106	167	244	65	170	255	中药材价格同比大幅上升，导致毛利率同比、环比有所下降
成本率	23.8%	24.4%	24.1%	25.2%	23.7%	27.1%	26.8%	
主营业务税金及附加	3	6	10	14	4	9	14	
主营业务利润	156	323	517	710	204	446	682	中药材价格同比大幅上升，导致毛利率同比、环比有所下降
毛利率	74.7%	74.1%	74.4%	73.3%	74.9%	71.4%	71.7%	
同比增长率	-3.5%	-2.8%	4.4%	3.5%	30.4%	38.3%	32.0%	
其他业务利润	-	-	-	-	-	-	-	营业费用率同比下降2.1个百分点
营业费用	94	194	291	403	122	250	378	
营业费用率	45.1%	44.5%	41.9%	41.6%	44.7%	40.0%	39.8%	
管理费用	24	52	88	145	33	93	132	加大研发投入推动管理费率先同比提高1.2个百分点
管理费用率	11.5%	11.9%	12.7%	15.0%	12.0%	14.9%	13.9%	
财务费用	1	2	4	7	3	6	12	
营业利润	37	75	134	155	47	97	160	
营业利润率	17.6%	17.2%	19.3%	16.0%	17.4%	15.6%	16.8%	
同比增长率	0.4%	-4.4%	3.1%	5.9%	28.6%	29.6%	19.3%	
环比增长率								
投资收益	0	1	1	3	0.30	1.49	1.23	
补贴收益	0	0	0	2	-	2.58	2.61	
营业外收入	0	8	11	21	0.98	9.60	10.00	
营业外支出	0	1	3	3	0.00	0.09	0.12	
税前利润	37	83	142	177	48	106	168	
税前利润率	17.6%	19.0%	20.5%	18.3%	17.7%	16.9%	17.7%	高新技术企业15%优惠税率
同比增长率	-3.5%	14.2%	11.4%	13.4%	30.8%	28.0%	18.4%	
所得税	6	12	21	17	7.26	12.25	23.52	
有效税率	14.9%	14.8%	14.9%	9.6%	15.0%	11.6%	14.0%	
少数股东权益	0	0	0	0	0.12	0.14	1.35	
净利润	31	70	121	160	41	93	143	
净利润率	15.0%	16.1%	17.4%	16.5%	15.0%	14.9%	15.1%	
同比增长率	10.5%	29.5%	26.4%	12.9%	30.7%	33.0%	18.8%	
每股收益 (人民币元)	0.08	0.17	0.29	0.39	0.10	0.22	0.34	

资料来源：公司报告，中金公司研究部

图表 2：热毒宁和临床品种季度收入增长情况



资料来源：公司报告，中金公司研究部

图表 3: 盈利预测调整明细

		2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入	调整前	1,132	969	1,348	1,718
(人民币 百万)	调整后	1,132	969	1,303	1,643
	(+/-%)	0	0	-3	-4
主营业务成本	调整前	431	244	339	430
(人民币 百万)	调整后	431	244	356	433
	(+/-%)	0	0	5	1
净利润	调整前	142	160	236	307
(人民币 百万)	调整后	142	160	201	268
	(+/-%)	0	0	-15	-13
总股本	调整前	416	416	416	416
(人民币)	调整后	416	416	416	416
	(+/-%)	0	0	0	0
每股盈利	调整前	0.34	0.39	0.57	0.74
(人民币)	调整后	0.34	0.39	0.48	0.64
	(+/-%)	0	0	-15	-13

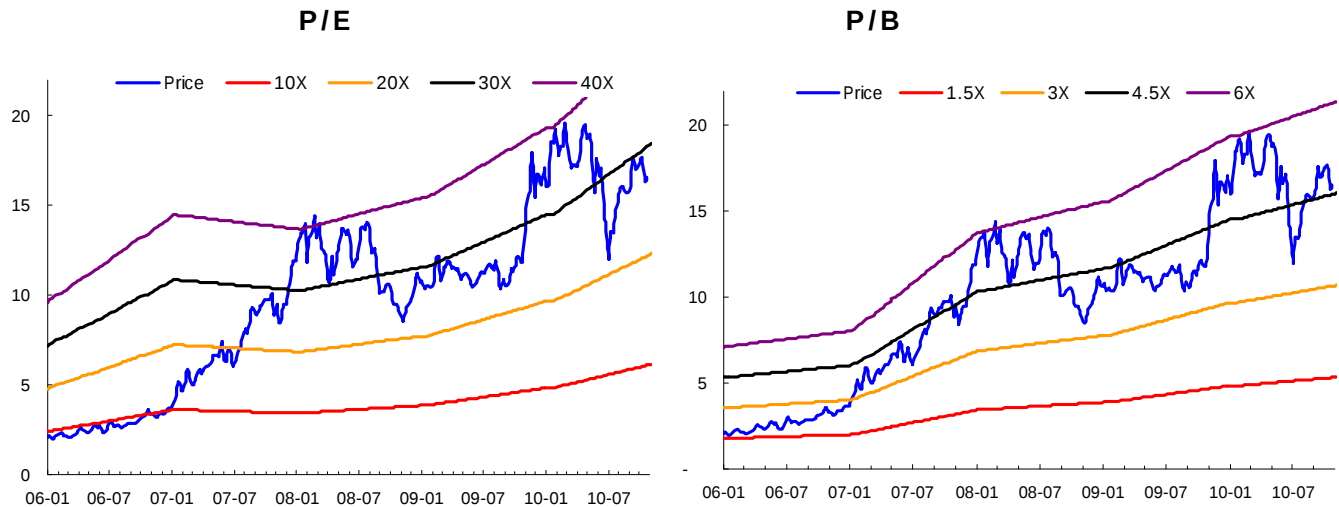
资料来源：中金公司研究部

图表 4: 历史和预测的财务指标

单位: 人民币百万元	2008A	2009A	2010E	2011E		2008A	2009A	2010E	2011E
损益表					财务指标				
主营业务收入	1,132.0	968.5	1,303.4	1,643.0	成长性指标				
主营业务成本	-431.0	-244.3	-355.7	-433.4	主营业务收入增长率	13.4%	-14.4%	34.6%	26.1%
主营业务利润	685.9	710.0	932.1	1,189.9	主营业务利润增长率	24.1%	3.5%	31.3%	27.7%
营业费用	-382.4	-402.8	-521.4	-653.9	净利润增长率	47.3%	12.9%	25.3%	33.3%
管理费用	-139.4	-145.0	-182.5	-226.7	盈利性指标				
财务费用	-17.9	-7.3	-11.7	-4.2	毛利率	60.6%	73.3%	71.5%	72.4%
营业利润	146.2	154.9	216.6	305.1	三项费用	47.7%	57.3%	54.9%	53.9%
税前利润	156.5	177.4	238.6	318.6	净利率	12.5%	16.5%	15.4%	16.3%
净利润	141.9	160.3	200.8	267.8	收益率指标				
现金流量表					资产收益率	10.8%	11.1%	12.1%	14.2%
经营活动现金流	58.4	-21.9	17.9	136.5	净资产收益率	14.9%	14.9%	15.0%	17.8%
营运资本的增加	-217.5	-310.5	-220.0	-172.9	营运效率性指标				
投资活动现金流	-92.2	-31.9	-60.0	-61.0	应收款项回收期(天)	71	100	100	100
资本支出	-80.1	-31.9	-60.0	-61.0	存货周转期(天)	38	90	90	90
自由现金流	-21.7	-53.8	-42.1	75.5	负债指标				
融资活动现金流	244.2	-50.9	-66.0	-103.6	净债务/所有者权益	净现金	净现金	0.6%	0.4%
货币资金增加额	210.4	-104.6	-108.1	-28.1	资产负债率	27.2%	25.4%	23.0%	21.9%
资产负债表					流动比率	2.33	2.54	2.77	3.08
货币资金	340.8	236.2	128.3	100.2	速动比例	2.21	2.37	2.54	2.82
应收款项	224.0	267.7	360.3	454.1	估值指标				
存货	45.2	61.4	89.4	108.9	摊薄每股收益(元)	0.34	0.39	0.48	0.64
固定资产	381.5	420.9	458.7	481.0	每股经营现金流(元)	0.22	-0.05	0.04	0.33
短期借款	170.0	163.0	133.0	103.0	市盈率	48.4	42.9	34.2	25.7
应付款项	142.3	152.2	221.7	270.1	市净率	7.2	6.4	5.1	4.5
股东权益	951.9	1,072.2	1,335.2	1,502.5	EV/ EBITDA	23.6	34.7	27.2	19.9
总资产	1,310.9	1,445.4	1,658.5	1,879.4	现金分红收益率	0.9%	0.8%	1.5%	1.9%

资料来源：公司报告，中金公司研究部

图表 5: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: WIND, 中金公司研究部

图表 6: 可比公司估值 (2010-10-22)

公司名称	代码	收盘价 10-10-24	总市值 (百万元)	每股收益(元)			P/E			EV/EBITDA			股息收益率	净资产收益率		P/B	PEG	Growth
				2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2009A	2009A	2010E	LTM	2010E	2009-2011E
大宗原料药																		
海正药业	600267	38.74	18,742	0.56	0.73	0.94	69	53	41	9	8	7	0.3%	14%	13%	7.0	1.81	29%
华海药业	600521	18.91	8,488	0.37	0.30	0.47	51	63	40	37	45	29	0.5%	14%	7%	4.4	4.66	13%
浙江医药	600216	34.50	15,527	2.70	3.08	3.47	13	11	10	10	9	8	2.3%	52%	37%	4.9	0.84	13%
新和成	002001	26.84	19,484	1.40	1.76	1.94	19	15	14	14	12	10	3.7%	44%	27%	4.8	0.86	18%
海普瑞	002399	125.95	50,393	2.02	3.25	4.55	62	39	28	51	31	22	0.0%	118%	29%	6.8	0.78	50%
仙琚制药	002332	15.07	5,145	0.26	0.34	0.45	58	44	34	31	31	22	2.0%	12%	11%	5.0	1.42	31%
华北制药	600812	12.53	12,888	-0.37	0.41	0.66	30	19	14	85	21	14	0.0%	-34%	35%	13.2	0.46	66%
新华制药	000756	8.18	2,514	0.22	0.28	0.32	37	29	25	14			0.6%	7%	11%	2.3	1.45	20%
中值			4,836				69	45	33	41	31	22	0.3%	15%	12%	5.2	0.85	36%
品牌中药																		
云南白药	000538	67.50	46,863	0.87	1.29	1.67	78	52	40	13	11	9	0.3%	18%	21%	10.7	1.35	38%
同仁堂	600085	32.77	17,067	0.55	0.65	0.78	60	51	42	6	6	5	0.7%	10%	11%	5.5	2.67	19%
广州药业	600332	13.53	7,996	0.26	0.37	0.45	52	37	30	3	3	3	0.4%	7%	9%	3.2	1.16	32%
东阿阿胶	000423	47.21	30,876	0.60	0.93	1.21	79	51	39	18	16	14	0.7%	21%	31%	16.0	1.22	42%
片仔癀	600436	54.94	7,692	0.93	1.16	1.41	59	48	39	10	9	8	0.9%	17%	18%	8.8	2.02	24%
康美药业	600518	17.97	30,448	0.30	0.44	0.60	61	41	30	49	32	22	0.2%	14%	16%	6.4	0.96	43%
马应龙	600993	39.82	6,602	1.09	1.08	1.41	37	37	28	29	29	22	0.8%	21%	16%	6.7	2.65	14%
中新药业	600329	15.01	8,095	0.35	0.44	0.57	43	34	27	24			0.0%	19%	17%	6.6	1.25	27%
中恒集团	600252	23.63	12,899	0.49	0.76	1.25	48	31	19	68			0.0%	25%	36%	12.0	0.52	60%
贵州百灵	002424	48.95	7,196	0.76	1.00	1.35	64	49	36	48	41	29	0.0%	35%	13%	4.0	1.47	33%
中值			7,844				60	39	30	26	16	14	0.7%	16%	13%	6.6	1.33	27%
现代中药																		
天士力	600535	32.96	16,084	0.65	0.84	1.03	51	39	32	9	8	8	1.2%	16%	20%	7.7	1.50	26%
康缘药业	600557	16.53	6,871	0.39	0.48	0.64	43	34	26	36	28	21	0.8%	16%	16%	5.4	1.17	29%
上海凯宝	300039	45.99	8,065	0.39	0.75	1.06	117	62	44	91	57	38	0.7%	11%	10%	6.9	0.96	64%
誉衡药业	002437	73.95	10,353	0.93	1.32	1.88	79	56	39	62	48	32	0.0%	54%	16%	5.1	1.33	42%
桂林三金	002275	26.60	12,076	0.68	0.83	1.02	39	32	26	30	26	22	2.1%	24%	19%	7.2	1.40	23%
仁和药业	000650	21.55	9,055	0.39	0.52	0.64	55	41	33	39	30	25	1.4%	28%	22%	10.5	1.48	28%
中值			5,589				55	41	32	39	30	23	0.7%	19%	16%	5.4	1.33	30%
化学制剂药																		
恒瑞医药	600276	46.73	35,021	0.89	1.09	1.36	53	43	34	13	11	8	0.0%	29%	25%	10.6	1.80	24%
科伦药业	002422	118.98	28,555	1.78	2.81	3.74	67	42	32	46	30	23	0.0%	27%	6%	4.2	0.94	45%
华东医药	000963	26.54	11,520	0.87	0.80	1.02	30	33	26	19	19	15	1.2%	33%	26%	8.5	4.13	8%
康芝药业	300086	69.02	6,902	0.98	1.69	2.51	71	41	27	57	10	8	0.0%	33%	26%	3.7	0.68	60%
信立泰	002294	79.03	17,940	0.95	1.51	2.04	83	53	39	68	41	30	1.3%	23%	18%	10.6	1.13	46%
誉衡药业	002437	73.95	10,353	0.93	1.32	1.88	79	56	39	62	48	32	0.0%	54%	16%	5.1	1.33	42%
恩华药业	002262	23.27	5,445	0.23	0.33	0.48	100	70	49	63	50	37	0.2%	15%	17%	12.9	1.62	43%
华邦制药	002004	57.20	7,550	0.97	0.97	1.25	59	59	46	39			0.0%	16%	14%	8.5	4.38	13%
中值			7,499				62	43	34	38	30	23	0.0%	23%	17%	6.2	1.29	40%
综合性制药企业																		
丽珠集团	000513	41.20	10,255	1.63	1.58	1.90	25	26	22	16	15	13	0.0%	25%	18%	4.7	3.21	8%
哈药股份	600664	23.74	29,485	0.78	0.90	1.05	30	26	23	22			2.1%	16%	17%	5.0	1.64	16%
复星医药	600196	14.25	27,138	1.31	0.56	0.66	11	25	22	9	19	17	0.7%	48%	14%	3.6	0.87	-29%
双鹤药业	600062	28.05	16,036	0.84	1.00	1.22	33	28	23	23	19	16	0.8%	14%	14%	4.4	1.37	20%
三九医药	000999	24.32	23,807	0.72	0.89	1.11	34	27	22	24	21	17	1.2%	21%	19%	6.3	1.16	24%
中值			13,146				33	27	22	21	19	17	0.4%	16%	15%	4.7	1.15	22%

资料来源: 公司报告, WIND, 中金公司研究部

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

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号

香格里拉办公楼1层、16层

邮编: 610021

电话: (8628) 8612-8188

传真: (8628) 8444-7010



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。