



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

公司动态
研究报告

2010年12月27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

审慎推荐

仙琚制药(002332.CH)

起搏器申报顺利推进, 制剂发展迅速

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,134	1,277	1,544	1,933	2,715
(+/-)	17%	13%	21%	25%	41%
主营业务利润	430	526	598	764	1,117
(+/-)	18%	22%	14%	28%	46%
净利润	65	89	137	189	274
(+/-)	1%	37%	54%	38%	45%
EPS (元)	0.19	0.26	0.40	0.55	0.80
P/E	102.1	74.8	48.6	35.2	24.3
P/B	17.4	6.1	5.7	5.1	4.5
EV/EBITDA	42.5	34.2	32.8	26.1	18.8
净资产收益率	17.0%	8.2%	11.7%	14.6%	18.6%
现金分红收益率	0.7%	1.5%	0.7%	1.0%	1.4%

股票信息

	A股
当前股价	人民币 19.46
股票代码	002332.CH
日成交量 (百万股)	5.31
52周最高价/最低价	人民币 24.90/12.21
总市值 (百万元)	6,644
发行股数 (百万股)	341
其中: 流通股 (百万股)	85
主要股东 (持股比例)	仙居县国有资产公司 (21.55%)

累计收益率比较

	Last week	1m	3m	YTD
[仙琚制药]	-10.77	-14.27	+26.53	-0.56
[沪深300指数]	-1.94	-0.44	+10.69	-10.52
[沪深300医药]	-5.91	-8.43	+4.61	+21.49

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

07/01/2011 召开股东大会

发展趋势:

我们参加了公司12月22日召开的临时股东大会, 并与公司高管进行了交流, 公司经营情况更新如下:

- 起搏器进展顺利集团对杭州能可爱心给予充分支持, 努力加快起搏器申报进度, 并推动子公司通过销售“动脉压迫止血器”达到自负盈亏。
- 制剂药新品提升增速, 普药提高价格。在甾体激素制剂内销方面, 公司力推罗库溴铵和益玛欣(黄体酮胶囊), 当前处于快速成长期。在刚刚结束的浙江省医药招标中, 公司普药产品价格普遍提升5%~20%。
- 原料药和制剂出口迎来发展机遇。当前全球甾体激素龙头辉瑞和先灵葆雅在其他仿制药的冲击下, 有逐步退出的意向, 给高级原料药和制剂出口带来机遇。
- 力推“左炔诺孕酮肠溶胶囊”, 扩大紧急避孕药市场份额。自去年以来, 公司力推“左炔诺孕酮肠溶胶囊”, 产品与毓婷成分相同, 但采取胶囊剂型, 客观上减少了对胃粘膜的刺激, 降低了副作用。当前产品主要依赖公司自身的销售团队与OTC药店渠道共同推广, 未来营销将会向多渠道、全方位媒体推广发展。
- 持续推进市场化改革。在成功上市后, 资金较为充足, 未来产品研发和销售激励投入会进一步加大。
- 新药研发按部就班, 发展顺利。目前国家I类新药“抗早孕新药赛米司酮(ZXH951)”处于III期临床; 戒毒及防止复吸创新药“噻吩诺啡”处于I期临床, 进展均比较顺利。

盈利预测调整:

我们维持公司2010、2011和2012年盈利预期分别为0.40、0.55和0.80元, 对应动态市盈率分别为49x, 35x和24x, 考虑到心脏起搏器对公司的价值提升作用, 当前股价仍有上升空间, 维持“审慎推荐”评级。

风险:

订单波动风险, 基本药物制度和招标制度变化风险, 起搏器获批时间的不确定性。

发展趋势：

我们参加了公司 12 月 22 日召开的临时股东大会，并与公司高管进行了交流，公司经营情况更新如下：

- 起搏器进展顺利。杭州能可爱心按新的《心脏起搏器申报流程》将心脏起搏器产品申报以来，进展顺利。集团对杭州能可爱心给予充分支持，努力加快起搏器申报进度，并推动子公司通过销售“动脉压迫止血器”达到自负盈亏。
- 制剂药新品提升增速，普药提高价格。在甾体激素制剂内销方面，公司力推罗库溴铵和益玛欣(黄体酮胶囊)，当前处于快速成长期。而在甾体激素普药市场，公司的制剂数量和产能居国内首位，在刚刚结束的浙江省医药招标中，公司普药产品价格普遍提升 5%~20%，抵消了今年以来原料皂素价格大幅上升带来的负面影响，对盈利形成一定推动。
- 原料药和制剂出口迎来发展机遇。公司以“品种提升，出口规范市场，定位高端市场”为方向，一直坚持药品原料药和制剂药并举。在甾体激素领域，公司通过美国 FDA 认证和欧洲 COS 认证的品种数量居于国内前列。当前全球甾体激素龙头辉瑞和先灵葆雅在其他仿制药的冲击下，有逐步退出的意向，给高级原料药和制剂出口带来机遇。

- 力推“左炔诺孕酮肠溶胶囊”，扩大紧急避孕药市场份额。OTC 避孕药市场是公司的重点发展领域，此前“后定诺(米非司酮)”是最主要品种。因后定诺广告受限，在“毓婷”和“妈富隆”强势电视媒体营销下，市场开拓遭遇瓶颈。自去年以来，公司力推“左炔诺孕酮肠溶胶囊”，产品与毓婷成分相同，但采取胶囊剂型，客观上减少了对胃粘膜的刺激，降低了副作用。当前产品主要依赖公司自身的销售团队与 OTC 药店渠道共同推广，未来营销将会向多渠道、全方位媒体推广发展。
- 持续推进市场化改革。公司虽然是一家地方性国资控股企业，在药品开发选择、渠道推广和员工激励方面市场化程度较高，管理效率和人员工资水平与市场接轨。在成功上市后，资金较为充足，未来产品研发和销售激励投入会进一步加大。
- 新药研发按部就班，发展顺利。公司充分利用自身研发实力，与国内外研究机构开展多种药品的开发和研究。目前国家 I 类新药“抗早孕新药赛米司酮(ZXH951)”处于 III 期临床；戒毒及防止复吸创新药“噻吩诺啡”处于 I 期临床，进展均比较顺利。

图表 1：公司起搏器产品图片



资料来源：<http://www.neuroiz.com.cn>，中金公司研究部

图表 2：公司左炔诺孕酮肠溶胶囊产品图片



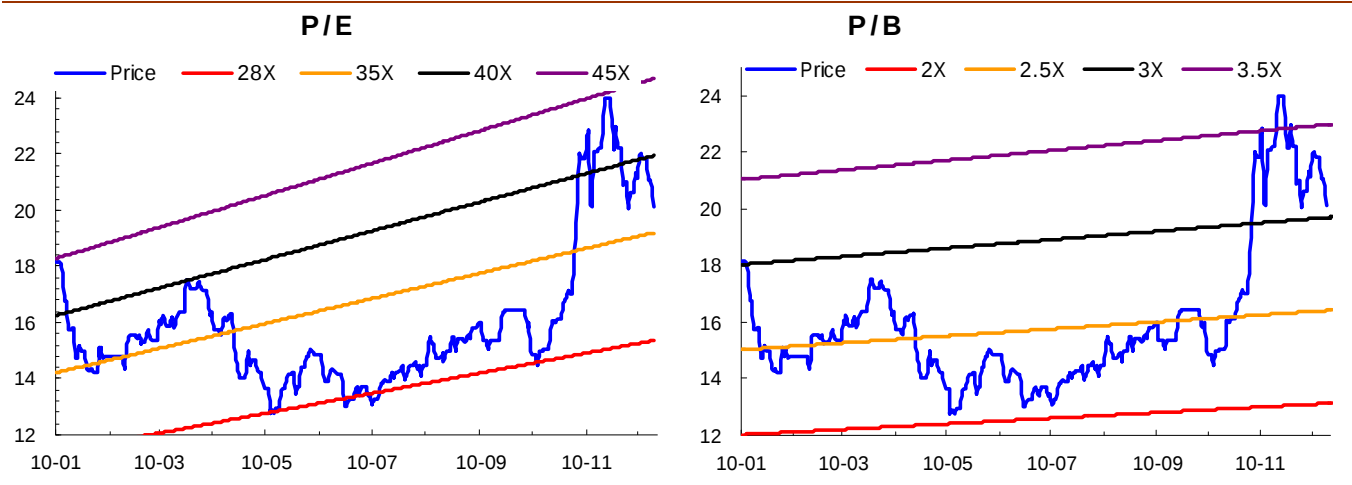
资料来源：公司网站，中金公司研究部

图表 3: 历史和预测的财务指标

单位: 人民币百万元	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
损益表					成长性指标				
主营业务收入	1,277	1,544	1,933	2,715	主营业务收入增长率	13%	21%	25%	41%
主营业务成本	-743	-935	-1,155	-1,580	毛利率	42%	39%	40%	42%
主营业务利润	534	609	778	1,136	三项费用	32%	28%	28%	29%
营业费用	-230	-261	-330	-491	营业利润率	8%	11%	12%	12%
管理费用	-141	-140	-178	-263	税前利润率	8%	11%	12%	13%
财务费用	-36	-31	-31	-34	息税前利润率	15%	13%	13%	13%
营业利润	105	166	225	329	净利润率	7%	9%	10%	10%
税前利润	103	176	239	348	收益率指标				
净利润	89	137	189	274	资产收益率	5%	7%	9%	11%
现金流量表					净资产收益率	8%	12%	15%	19%
经营活动现金流	105	91	148	85	运营效率性指标				
营运资本的增加	-29	-53	-41	-183	应收及其他回收期(天)	87	84	83	82
投资活动现金流	-18	-206	-264	-78	存货周转期(天)	73	79	72	70
资本支出	43	219	282	100	负债指标				
自由现金流	84	-118	-124	-5	净债务/所有者权益	-25%	-10%	7%	15%
融资活动现金流	87	-116	-117	7	资产负债率	42%	41%	41%	42%
货币资金增加额	174	-231	-233	15	流动比率	1.5	1.3	1.0	0.9
资产负债表					速动比例	1.8	1.7	1.4	1.4
货币资金	812	587	374	302	估值指标				
应收款项	303	353	440	612	摊薄每股收益(元)	0.26	0.40	0.55	0.80
存货	256	333	380	519	每股经营现金流(元)	0.31	0.27	0.43	0.25
固定资产	277	408	729	847	市盈率	77.3	50.3	36.4	25.1
短期借款	496	466	466	516	市净率	6.4	5.9	5.3	4.7
应付款项	123	156	192	263	EV/EBITDA	35	34	27	19
股东权益	1,081	1,170	1,292	1,470	现金分红收益率	1.49%	0.70%	0.96%	1.40%
总资产	1,878	1,969	2,187	2,554					

资料来源: 公司报告, 中金公司研究部

图表 4: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: WIND, 中金公司研究部

图表 5：可比公司估值 (2010-12-24)

公司名称	代码	收盘价	总市值	每股收益(元)			P/E			EV/EBITDA		股息收益率	净资产收益率		P/B	PEG
		2010-12-24	(百万元)	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2009A	2009A	2010E	LTM	2010E
海正药业	600267	38.08	18,422	0.56	0.74	0.99	68x	51x	39x	9x	8x	0.3%	14%	13%	6.9x	1.58
华海药业	600521	15.86	7,119	0.37	0.30	0.47	43x	52x	34x	32x	38x	0.6%	14%	7%	3.7x	3.91
海翔药业	002099	24.55	3,940	0.19	0.58	0.88	130x	42x	28x	46x	25x	0.4%	5%	15%	6.4x	0.36
华邦制药	002004	51.00	6,732	0.97	0.82	0.98	53x	62x	52x	35x		0.0%	16%	13%	7.3x	78.66
天药股份	600488	8.99	4,881	0.12	0.15	0.21	75x	58x	43x	36x	28x	0.3%	4%	5%	3.1x	1.87
浙江医药	600216	32.58	14,663	2.70	2.95	3.39	12x	11x	10x	9x	9x	2.5%	52%	36%	4.2x	0.90
新和成	002001	25.74	18,686	1.40	1.64	1.88	18x	16x	14x	14x	11x	3.9%	44%	27%	4.3x	1.00
海普瑞	002399	137.80	55,134	2.02	3.39	4.89	68x	41x	28x	56x	33x	0.0%	118%	26%	7.1x	0.73
华北制药	600812	15.69	16,138	-0.37	0.35	0.63		44x	25x	104x	24x	0.0%	-34%	32%	16.2x	0.69
新华制药	000756	7.85	2,412	0.22	0.28	0.32	35x	28x	24x	14x		0.6%	7%	11%	2.2x	1.39
大宗原料药——中值			5,599				75x	51x	39x	46x	31x	0.2%	15%	12%	6.4x	0.95
品牌中药——中值			9,123				70x	49x	36x	37x	34x	0.7%	16%	12%	8.2x	1.41
天士力	600535	39.13	20,208	0.61	0.84	1.03	64x	46x	38x	11x	10x	1.0%	16%	20%	9.1x	1.57
康缘药业	600557	17.94	7,457	0.39	0.48	0.64	47x	37x	28x	40x	31x	0.8%	16%	16%	5.8x	1.29
武汉健民	600976	23.41	3,591	0.32	0.47	0.61	74x	50x	39x	52x	38x	0.6%	6%	9%	4.5x	1.30
昆明制药	600422	13.40	4,210	0.19	0.27	0.43	72x	50x	31x	35x	28x	0.4%	9%	12%	5.9x	0.97
上海凯宝	300039	49.18	8,624	0.39	0.79	1.12	126x	62x	44x	97x	54x	0.6%	11%	9%	7.1x	0.91
桂林三金	002275	26.10	11,849	0.68	0.78	0.96	39x	34x	27x	29x	26x	2.1%	24%	18%	6.8x	1.74
仁和药业	000650	23.02	9,672	0.39	0.56	0.73	58x	41x	32x	41x	29x	1.3%	28%	23%	10.7x	1.15
江中药业	600750	35.80	10,592	0.68	0.89	1.14	53x	40x	32x	33x	29x	0.8%	20%	22%	9.4x	1.38
现代中药——中值			5,905				62x	45x	34x	40x	30x	0.6%	16%	13%	6.1x	1.34
恒瑞医药	600276	54.97	41,196	0.89	0.70	0.90	62x	79x	61x	16x	13x	0.0%	29%	16%	12.5x	175.08
科伦药业	002422	146.18	35,083	1.78	2.74	3.66	82x	53x	40x	56x	36x	0.0%	27%	6%	5.2x	1.23
华东医药	000963	31.80	13,803	0.87	0.80	1.02	36x	40x	31x	23x	23x	1.0%	33%	26%	10.2x	4.94
康芝药业	300086	75.90	7,590	0.98	1.54	2.41	78x	49x	31x	62x	62x	0.0%	33%	26%	27.0x	0.86
仙琚制药	002332	19.46	6,644	0.26	0.40	0.55	75x	48x	35x	38x	31x	1.5%	12%	11%	6.2x	1.05
普华药业	002437	75.00	10,500	0.93	1.18	1.76	81x	64x	43x	63x	50x	0.0%	54%	17%	5.1x	1.69
信立泰	002294	69.80	15,845	0.95	1.54	2.08	73x	45x	33x	61x	39x	1.4%	23%	19%	9.0x	0.94
化学制剂药——中值			7,590				66x	49x	35x	41x	36x	0.0%	23%	16%	6.2x	1.32
生物制药——中值			9,156				58x	46x	37x	33x	30x	0.2%	19%	19%	10.5x	1.46
医疗服务			7,565				134x	80x	57x	67x	49x	0.4%	12%	9%	11.0x	1.70
医疗器械——中值			4,150				85x	67x	45x	64x	53x	0.3%	15%	12%	5.2x	1.63
综合性制药企业——中值			13,264				32x	27x	22x	21x	20x	0.4%	16%	16%	4.5x	1.23
医药商业——中值			4,606				71x	67x	44x	31x	33x	0.0%	11%	6%	5.8x	2.03
全行业——中值			7,021				69x	49x	36x	38x	32x	0.3%	16%	13%	6.3x	1.36

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: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)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

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

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: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

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: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

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: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

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: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

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: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



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