



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

业绩回顾

证券研究报告

2011年3月28日

医疗保健

研究部

孙亮

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080208030080
sunl@cicc.com.cn

周峰

联系人, SAC 执业证书编号:
S0080208020078
zhoupeak@cicc.com.cn

审慎推荐

仙琚制药 (002332.SH)

新品种积极推广, 老品种小幅提价

主要财务信息

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	1,277	1,501	1,721	2,332
(+/-)	13%	18%	15%	35%
营业利润	105	139	192	291
(+/-)	40%	32%	38%	52%
净利润	89	120	160	239
(+/-)	37%	35%	33%	50%
EPS (元)	0.26	0.35	0.47	0.70
P/E	66.1	48.8	36.8	24.5
P/B	5.4	5.3	5.2	5.0
EV/EBITDA	30.0	28.5	27.4	19.6
ROE	8.2%	10.9%	14.2%	20.4%
现金分红收益率	1.7%	2.0%	2.4%	3.3%

股票信息

A股	
当前股价	人民币 17.19
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)	5,869
发行股数 (百万股)	341
其中: 流通股 (百万股)	200
主要股东 (持股比例)	仙居县国有资产公司 (21.55%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[仙琚制药]	+0.53	+0.00	-11.66	-13.83
[沪深300指数]	+2.45	+3.77	+4.16	+5.31
[沪深300医药]	-0.65	-2.27	-7.10	-6.43

最近估值走势



近来事件

4/15/2011 2010 年度股东会议

2010 年报业绩基本符合预期:

2010 年公司实现收入 15 亿元, 同比增长 18%; 实现净利润 1.2 亿元, 折合 EPS0.35 元, 同比上升 36.8%, 与我们预期完全一致。公司拟每股派发现金红利 0.35 元 (含税)。

评论:

激素产品提价有望持续。报告期激素产品取得收入 6.67 亿元, 同比增长 17%, 其中出口收入达 2.76 亿元, 同比增长 13%, 较中期发展加快。下半年毛利率有所下降, 主要是因为原料皂素价格居高不下 (见图表 3)。皂素高价一方面会推动今年黄姜种植面积上升, 另一方面会推动终端产品提价, 今年 1 月份地塞米松和强的松出口均价均环比去年年底上升约 3% (见图表 1, 2), 预计未来将持续。

计生用药稳中有升, OTC 进入快速发展期。报告期计生用药取得收入 4.09 亿元, 同比增长 18%, 较中期发展加快。增长主要来源于公司的营销重点品种“左炔诺孕酮肠溶胶囊”和“益玛欣(黄体酮胶囊)”。紧急避孕市场容量大, 公司有成熟营销网络, 左炔类是主流品种, 公司产品是新剂型, 与同类产品相比, 副作用较小, 2010 年市场导入顺利, 未来有望快速上升。

心脏起搏器申报进展顺利, 前期营销网络开始建设中。起搏器申报仍在走流程, 今年预计可以进入临床试验。从公司网站看到公司已经开始征各地代理商, 也反映了公司对产品发展的信心。

发展趋势:

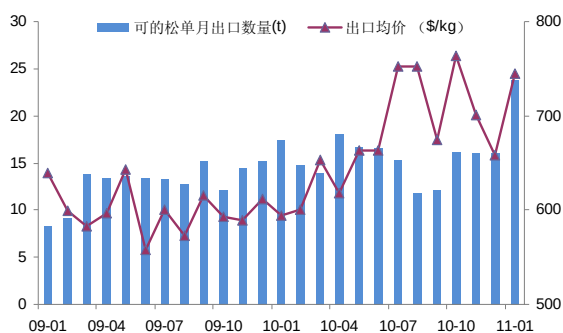
当前甾体激素制剂和计生药物制剂仍是公司的优势领域。公司在引入新品种的同时, 对老产品开始提价。依靠募集资金和募投项目, 公司将加大开拓麻醉用药和 OTC 计生用药市场。依靠持续的研发拥有了较多储备品种, 未来发展潜力较大。

盈利预测、估值与建议:

我们维持 2011、2012 年每股收益预期 0.47 元和 0.70 元, 对应当前 PE 分别是 37x 和 25x。处于医药板块估值中端, 心脏起搏器市场巨大, 2012 年募投项目投产, 未来有望加速发展。维持“审慎推荐”评级

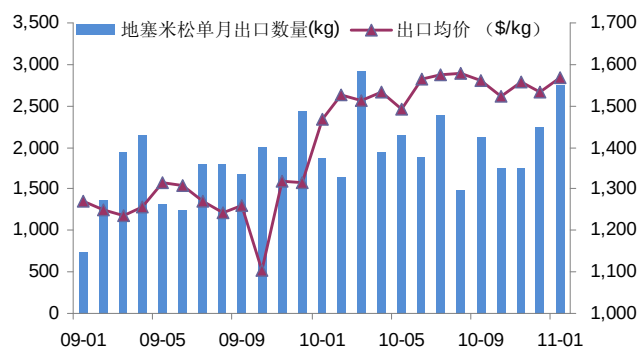
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1: 可的松系列产品内销和出口价格走势



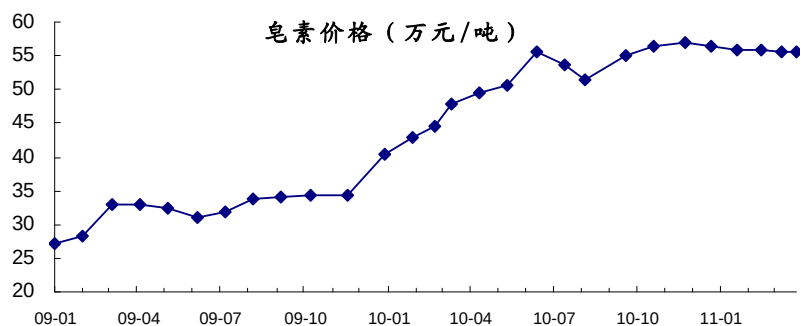
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 2: 地塞米松系列产品内销和出口价格走势



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 3: 皂素国内价格走势



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 4: 业绩季度拆解分析

	2009A	1Q2010	2Q2010	3Q2010	4Q2010	1Q2010	2010H	1-3Q2010	2010A	CICC Comments
(百万元)										
主营业务收入	1,277	335	409	391	366	335	744	1,135	1,501	收入同比上升17.6%，3、4季度收入环比下降
同比增长率	12.6%	20.7%	27.7%	13.1%	9.9%	20.7%	24.5%	20.3%	17.6%	
环比增长率		0.5%	22.0%	-4.3%	-6.4%					
主营业务成本	743	204	260	238	224	204	464	703	926	
成本率	58.2%	61.1%	63.6%	60.9%	61.1%	61.1%	62.5%	61.9%	61.7%	
主营业务税金及附加	8.3	2.3	3	3	2	2.3	4.9	7.7	9.9	
占销售收入的 %	0.7%	0.7%	0.6%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	
主营业务利润	526	128	146	150	140	128	274	424	565	
毛利率	41.2%	38.2%	35.8%	38.4%	38.3%	38.2%	36.9%	37.4%	37.6%	综合毛利较上年同期下降3.6pp，主要源于激素原料药成本上升
同比增长率	22.2%	20.0%	14.9%	-0.8%	0.0%	20.0%	17.2%	10.2%	7.4%	
环比增长率		-8.8%	14.1%	2.7%	-6.5%					
其他业务利润	0.18	0.16	-0.00	0.01	0.01	0.16	0.16	0.17	0.17	
营业费用	230	55	66	70	69	55	121	190	259	
营业费用率	18.0%	16.3%	16.1%	17.8%	18.8%	16.3%	16.2%	16.8%	17.3%	销售费率同比下降0.7pp
管理费用	141	41	32	33	34	41	73	105	140	
管理费用率	11.1%	12.1%	7.8%	8.4%	9.4%	12.1%	9.8%	9.3%	9.3%	管理费率同比下降1.8pp
财务费用	35.6	8.3	5	7	7	8.3	13.0	19.5	26.7	
营业利润	119	25	44	41	30	25	68	109	139	
营业利润率	9.3%	7.4%	10.6%	10.5%	8.2%	7.4%	9.2%	9.6%	9.3%	营业利润率持平
同比增长率	37.5%	27.9%	81.3%	36.7%	-33.9%	27.9%	57.4%	49.0%	17.4%	
环比增长率		-45.1%	75.5%	-5.5%	-27.4%					
投资收益和公允价值变动	8.0	3.0	7.2	4.0	3.3	3.0	10.2	14.2	17.5	
资产减值损失	13.2	4.7	1.2	3.0	-0.8	4.7	5.9	8.9	8.1	
营业外收入	7.6	1.0	2.0	1.2	6.0	1.0	2.9	4.1	10.1	
营业外支出	-4.9	-0.6	-1.2	-4.7	-4.4	-0.6	-1.8	-6.5	-10.9	
税前利润	152	34	55	54	43	34	74	112	148	
税前利润率	11.9%	10.2%	13.5%	13.8%	11.7%	10.2%	9.9%	9.9%	9.9%	
同比增长率	33.7%	25.9%	64.0%	53.7%	-24.4%	25.9%	21.5%	17.3%	-2.9%	
环比增长率		-39.6%	61.2%	-2.0%	-20.7%					
所得税	31	4	16	7	6	4	20	27	33	
有效税率	20.6%	11.7%	28.3%	13.4%	14.8%	11.7%	26.5%	23.8%	22.4%	有效税率同比上升1.8pp
少数股东权益	-4.21	0.45	-2.27	-1.01	-2.72	0.45	-1.82	-2.83	-5.55	
净利润	125	30	26	32	32	30	56	88	120	
净利润率	9.8%	8.9%	6.4%	8.3%	8.7%	8.9%	7.5%	7.8%	8.0%	
同比增长率	30.5%	15.5%	-1.9%	11.5%	-26.6%	15.5%	6.6%	8.3%	-3.8%	
环比增长率		-31.7%	-11.3%	23.0%	-1.4%					
每股收益 (元)	0.366	0.087	0.077	0.095	0.094	0.087	0.164	0.259	0.352	

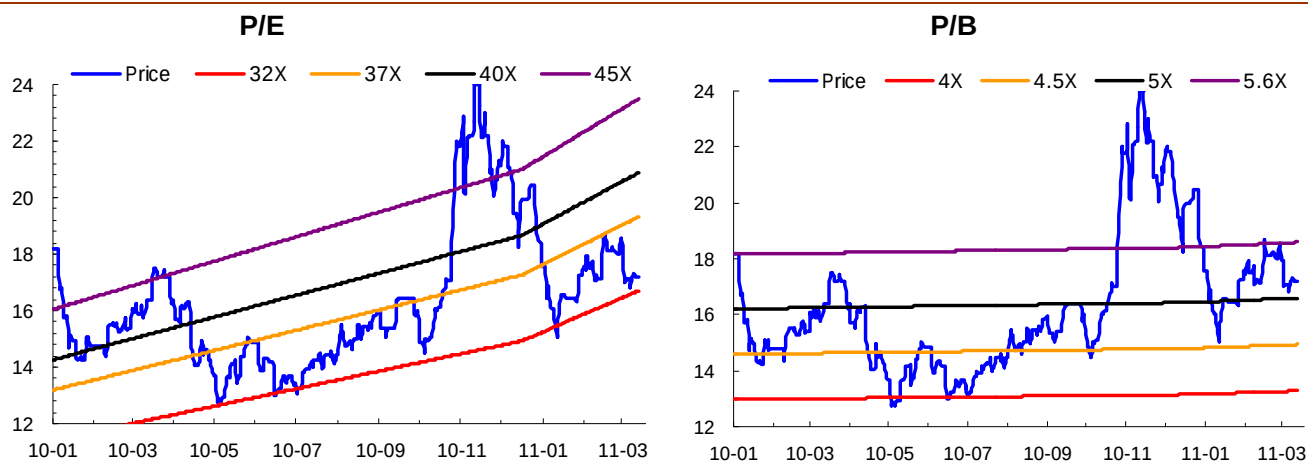
资料来源: WIND, 中金研究部

图表 5: 公司主要财务数据

单位: 人民币百万元	2009A	2010A	2011E	2012E		2009A	2010A	2011E	2012E
损益表					成长性指标				
主营业务收入	1,277	1,501	1,721	2,332	主营业务收入增长率	13%	18%	15%	35%
主营业务成本	-743	-926	-1,029	-1,334	毛利率	42%	38%	40%	43%
主营业务利润	534	575	692	998	三项费用	32%	28%	28%	30%
营业费用	-230	-259	-301	-430	营业利润率	8%	9%	11%	12%
管理费用	-141	-140	-162	-231	税前利润率	8%	10%	12%	13%
财务费用	-36	-27	-27	-30	息税前利润率	15%	13%	13%	14%
营业利润	105	139	192	291	净利润率	7%	8%	9%	10%
税前利润	103	148	203	304	收益率指标				
净利润	89	120	160	239	资产收益率	5%	7%	8%	12%
现金流量表					净资产收益率	8%	11%	14%	20%
经营活动现金流	105	155	97	50	营运效率性指标				
营运资本的增加	-29	-161	-63	-186	应收及其他回收期(天)	87	83	83	82
投资活动现金流	-18	-52	-334	-145	存货周转期(天)	73	64	72	69
资本支出	43	63	282	100	负债指标				
自由现金流	84	119	-175	-38	净债务/所有者权益	-25%	-21%	16%	42%
融资活动现金流	87	103	-237	-95	资产负债率	42%	39%	41%	44%
货币资金增加额	174	206	-473	-191	流动比率	1.5	1.7	1.0	0.7
资产负债表					速动比例	1.8	2.1	1.5	1.2
货币资金	812	689	282	15	估值指标				
应收款项	303	340	391	525	摊薄每股收益(元)	0.26	0.35	0.47	0.70
存货	256	265	338	438	每股经营现金流(元)	0.31	0.45	0.28	0.15
固定资产	277	256	553	645	市盈率	66.1	48.8	36.8	24.5
短期借款	496	393	393	443	市净率	5.4	5.3	5.2	5.0
应付款项	123	146	162	210	EV/EBITDA	30	29	27	20
股东权益	1,081	1,106	1,122	1,170	现金分红收益率	1.75%	2.04%	2.45%	3.26%
总资产	1,878	1,823	1,895	2,075					

资料来源: WIND, 中金研究部

图表 6: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: WIND, 中金研究部

图表 7: 可比公司估值表 (2011-3-25)

公司名称	代码	收盘价 11-3-25	总市值 (百万元)	每股收益(元)				P/E				EV/EBITDA		股息收益率 2009A	净资产收益率		P/B LTM	PEG 2011E
				2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E		2009A	2010E		
海正药业	600267	35.84	18,809	0.52	0.75	0.99	1.33	69x	48x	36x	27x	8x	7	0.3%	14%	14%	6.5x	0.98
华海药业	600521	16.60	7,451	0.37	0.24	0.55	0.75	45x	69x	30x	22x	40x	26	0.6%	14%	6%	4.0x	1.12
海翔药业	002099	25.48	4,090	0.19	0.58	0.88	1.20	135x	44x	29x	21x	26x	20	0.4%	5%	15%	6.6x	0.34
华邦制药	002004	43.78	5,779	0.97	0.82	0.98	1.19	45x	53x	45x	37x			0.0%	16%	13%	6.2x	6.13
天药股份	600488	9.85	5,347	0.12	0.15	0.22	0.29	82x	64x	44x	34x	31x	23	0.3%	4%	5%	3.4x	1.31
浙江医药	600216	38.51	17,332	2.70	2.95	3.11	3.56	14x	13x	12x	11x	10x	11	2.1%	52%	36%	4.9x	1.28
新和成	002001	33.50	24,319	1.40	1.65	1.95	2.27	24x	20x	17x	15x			3.0%	44%	25%	5.6x	0.99
海普瑞	002399	128.90	51,573	2.02	3.39	4.89	6.76	64x	38x	26x	19x	31x	21	0.0%	118%	26%	6.7x	0.53
华北制药	600812	14.29	14,698	-0.37	0.35	0.63	0.98		40x	23x	15x	22x	15	0.0%	-34%	32%	14.8x	0.34
新华制药	000756	7.96	2,446	0.22	0.25	0.30	0.35	36x	32x	27x	22x			0.6%	7%	0%	2.2x	1.63
大冢原料药——中值			5,563					82x	50x	36x	26x	31x	23	0.2%	15%	10%	6.1x	0.88
品牌中药——中值			9,075					66x	42x	31x	26x	31x	20	0.6%	16%	12%	7.8x	1.02
现代中药——中值			5,275					60x	43x	33x	25x	31x	22	0.6%	16%	12%	5.6x	1.10
恒瑞医药	600276	47.76	35,793	0.89	0.97	1.26	1.67	54x	49x	38x	29x	11x	8	0.0%	29%	22%	10.9x	2.00
科伦药业	002422	139.40	33,456	1.78	2.76	4.29	5.54	78x	51x	32x	25x	35x	27	0.0%	27%	6%	5.0x	0.59
华东医药	000963	28.20	12,240	0.87	0.76	1.02	1.28	32x	37x	28x	22x	21x	17	1.2%	33%	26%	9.0x	3.44
康芝药业	300086	59.70	5,970	0.98	1.46	2.04	3.54	61x	41x	29x	17x	49x	35	0.0%	33%	26%	21.2x	0.66
仙琚制药	002332	17.19	5,869	0.26	0.40	0.55	0.70	66x	42x	31x	25x	28x	22	1.7%	12%	11%	5.5x	0.68
普华药业	002437	70.26	9,836	0.93	1.18	1.76	2.40	76x	60x	40x	29x	47x	34	0.0%	54%	18%	4.8x	1.06
信立泰	002294	66.48	15,091	0.95	1.54	2.08	2.71	70x	43x	32x	25x	37x	29	1.5%	23%	19%	8.6x	0.67
化学制剂药——中值			5,970					59x	44x	33x	25x	34x	23	0.0%	23%	16%	5.5x	1.05
双鹭药业	002038	51.98	13,150	0.96	1.10	1.63	2.21	54x	47x	32x	23x	10x	8	0.0%	28%	22%	10.3x	1.07
沃森生物	300142	119.50	11,950	0.76	1.55	2.48	3.71	157x	77x	48x	32x	64x	39	0.0%	56%	19%	43.2x	0.60
天坛生物	600161	21.51	11,088	0.41	0.50	0.49	0.55	52x	43x	44x	39x	24x	22	0.0%	29%	20%	10.5x	5.03
华兰生物	002007	43.03	24,794	1.06	1.24	1.56	2.01	41x	35x	28x	21x	28x	23	0.7%	44%	31%	12.2x	1.29
辽宁成大	600739	32.06	29,157	1.47	1.45	1.76	2.17	22x	22x	18x	15x			0.0%	23%	17%		1.99
科华生物	002022	16.80	8,270	0.42	0.50	0.63	0.79	40x	34x	27x	21x	28x	22	1.2%	30%	27%	9.6x	1.14
智飞生物	300122	36.31	14,524	0.58	0.72	0.94	1.27	63x	50x	39x	29x	43x	34	0.0%	64%	19%	7.1x	1.41
生物制药——中值			8,270					58x	47x	33x	28x	29x	23	0.2%	19%	19%	9.7x	1.07
爱尔眼科	300015	36.03	9,620	0.35	0.47	0.67	0.99	104x	76x	53x	36x	46x	33	1.0%	13%	10%	7.7x	1.35
通策医疗	600763	19.81	3,176	0.14	0.31	0.42	0.56	143x	64x	47x	35x	44x	32	0.0%	11%		12.7x	0.64
医疗服务——中值			6,398					123x	70x	50x	36x	45x	33	0.5%	12%	10%	10.2x	1.00
医疗器械——中值			4,082					86x	61x	41x	29x	45x	32	0.3%	15%	11%	4.9x	0.99
丽珠集团	000513	37.97	9,377	1.63	1.42	1.75	2.00	23x	27x	22x	19x	13x	12	0.0%	25%	16%	4.3x	5.92
哈药股份	600664	20.63	25,623	0.78	0.91	1.05	1.22	26x	23x	20x	17x	18x	16	2.4%	16%	17%	4.1x	1.25
复星医药	600196	12.22	23,272	1.31	0.58	0.72	0.88	9x	21x	17x	14x	18x	15	0.8%	48%	13%	2.9x	0.65
双鹤药业	600062	26.20	14,978	0.84	1.00	1.17	1.43	31x	26x	22x	18x	18x	16	0.9%	14%	14%	4.0x	1.25
三九医药	000999	22.41	21,937	0.72	0.87	1.05	1.29	31x	26x	21x	17x	19x	16	1.3%	21%	20%	5.5x	1.06
双鹤药业	600062	26.20	14,978	0.84	1.00	1.17	1.43	31x	26x	22x	18x	18x	16	0.9%	14%	14%	4.0x	1.25
综合性制药企业——中值			12,670					30x	26x	22x	18x	18x	16	0.5%	16%	15%	4.3x	1.05
医药商业——中值			5,349					71x	58x	41x	34x	35x	14	0.0%	11%	6%	6.1x	1.53
全行业——中值			6,765					65x	44x	33x	26x	31x	23	0.3%	16%	13%	5.7x	1.04

资料来源: WIND, 中金研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》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，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~-10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

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