



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4月15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, SAC 执业证书编号:
S0080208020078
zhoupeak@cicc.com.cn

审慎推荐

康缘药业 (600557.SH)

成本压力犹存,股权激励影响短期表现

主要财务信息

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	969	1,358	1,614	1,971
(+/- %)	-14.4%	40.2%	18.9%	22.1%
营业利润	155	185	263	346
(+/- %)	5.9%	19.2%	42.2%	31.8%
净利润	160	186	239	308
(+/- %)	12.9%	16.3%	28.3%	28.9%
EPS (元)	0.39	0.45	0.58	0.74
P/E	41.3	35.5	27.6	21.4
P/B	6.1	5.3	4.5	4.0
EV/EBITDA	33.4	28.9	20.4	16.0
ROE	14.9%	15.4%	16.6%	19.0%
现金分红收益率	0.8%	0.4%	1.8%	7.0%

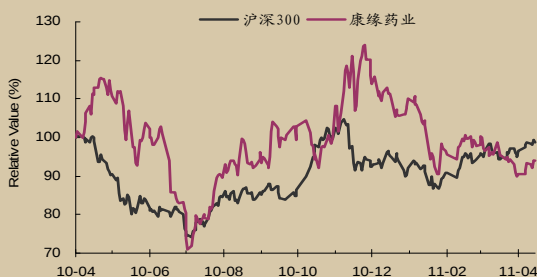
股票信息

A股	
当前股价	人民币 15.91元
股票代码	600557.CH
日成交量 (百万股)	2.64
52周最高价/最低价	人民币 26.44/15.05
总市值 (百万股)	6,613
发行股数 (百万股)	416
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%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[康缘药业]	+3.85	-1.85	-10.06	-13.06
[沪深300指数]	+1.28	+3.27	+6.76	+9.45
[沪深300医药]	+4.77	-2.82	-4.03	-6.46

最近估值走势



近来事件

2011-4-23 2011年1季度业绩发布
2011-5-05 2010年年度股东大会召开

2010 年报业绩基本符合预期:

2010 年公司实现收入 13.58 亿元, 同比增长 40%; 实现净利润 1.81 亿元, 折合 EPS0.43 元, 同比增长 13%, 基本符合预期。净利润增速低于收入增速主要源于毛利率的下降。公司拟每股派发现金红利 0.06 元 (含税)。

评论:

公司工业产品维持较好的增势, 临床品种整体增速超过 40% 至 11.5 亿元。大品种战略取得实质性进展, 其中主导产品热毒宁增长超过 60% 至 3.2 亿元, 桂枝茯苓胶囊销售增长 15% 至 3.6 亿元, 二线品种天舒胶囊和散结镇痛胶囊增速超过 50%, 抗骨增生胶囊和腰痹通胶囊增速超过 20%。

公司持续推动产品创新工作, 随着国内中药注射剂审批开闸, 将进一步强化银杏内酯 ABK 的注册工作, 争取早日获批上市, 成为新的业绩增长点。

现金流大幅增加, 经营质量转好。公司加强了渠道消化和存货控制, 报告期内实现经营现金流 1.66 亿元, 较 2009 年-0.22 亿元大为改善, 显示经营质量获得大幅提升。

资金面趋紧, 有融资压力。公司应收帐款同比增加 1.3 亿元, 达到 4.58 亿元, 占用公司资金。报告期公司流动负债增加 3.2 亿元, 账面现金减少 0.84 亿元至 1.52 亿元, 资金面趋紧部分源于公司并购南星, 未来有融资压力。

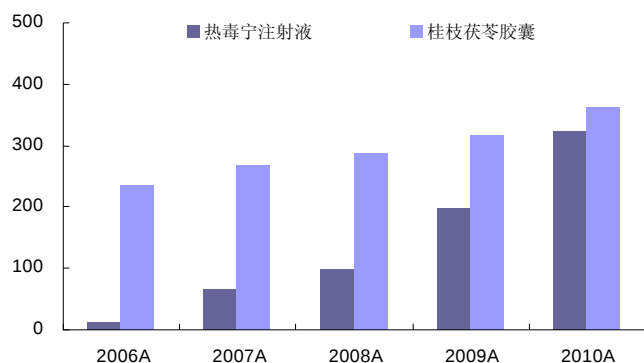
发展趋势:

公司是国内中药现代化的龙头, 长期以来, 持续投入研究开发中药新品种。未来公司计划通过建设上市药品再评价中心项目, 加大研发平台建设, 合作或购买储备品种, 开发新品种。报告期内, 公司获得中药品种参乌益肾片的新药证书及生产批件, 获得热毒宁注射液增加流感高热适应症等 3 个临床研究批件。同时公司计划通过股权激励计划激励管理层和研发人员, 提高公司长期发展潜力。

盈利预测、估值与建议:

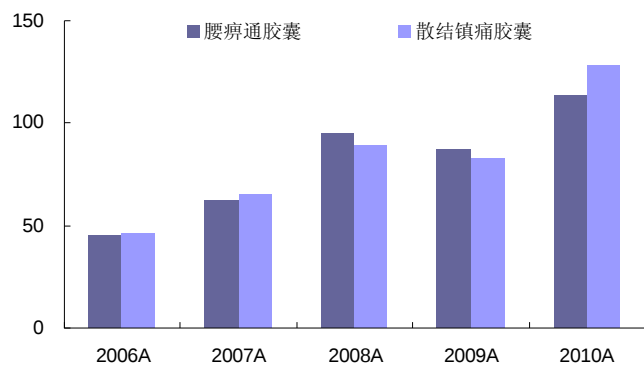
我们维持 2011、2012 年 EPS 预期 0.58 元和 0.74 元, 对应当前 PE 分别是 28x 和 22x。当前估值略低于市场平均水平, 短期股权激励计划通过时点的不确定性制约股价上涨, 但有益于提高公司长期投资价值。下调评级至“审慎推荐”评级。

图表 1: 热毒宁和桂枝茯苓销售增长情况 (百万)



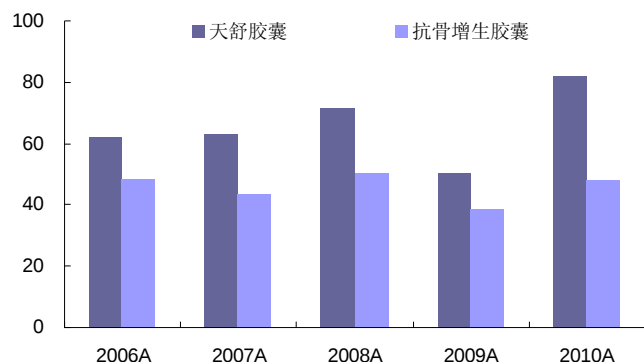
资料来源: wind, 中金公司研究部

图表 2: 腰痹通和散结镇痛胶囊销售增长情况 (百万)



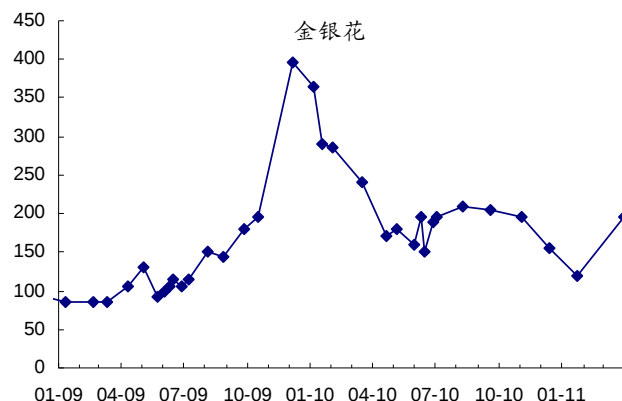
资料来源: wind, 中金公司研究部

图表 3: 天舒胶囊和抗骨增生胶囊销售增长情况 (百万)



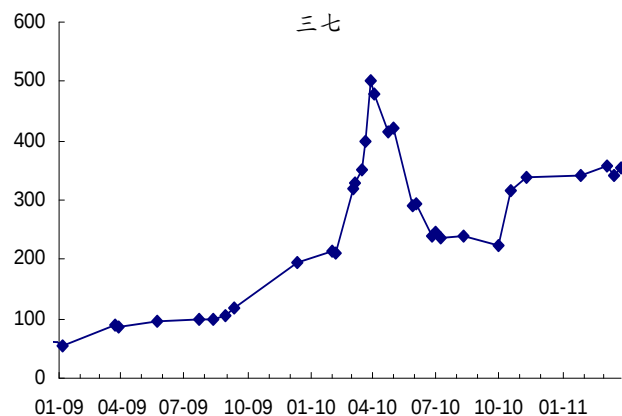
资料来源: wind, 中金公司研究部

图表 4: 产品提价与公司股价表现



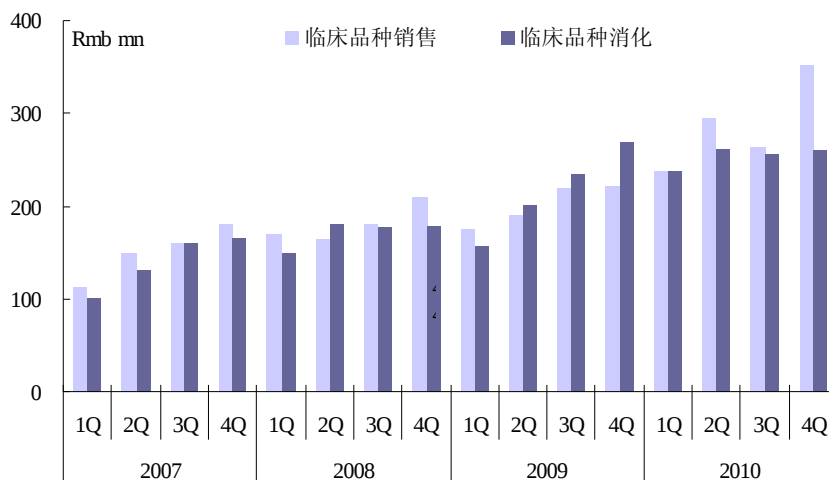
资料来源: wind, 中金公司研究部

图表 5: 产品提价与公司股价表现



资料来源: 中国药材市场 www.zgyccsc.com, 中金公司研究部

图表 6: 临床品种的季度销售和消化情况 (百万)



资料来源: wind, 中金公司研究部

图表 7: 业绩季度拆解分析

	2009A	1Q2010	2Q2010	3Q2010	4Q2010	1Q2010	1H2010	1-3Q2010	2010A	CICC Comments
(百万元)										
主营业务收入	969	272	353	325	408	272	625	951	1,358	工业收入增长40%，热毒宁销售翻倍,4季度环比增长25%
yoy	-14.4%	30.1%	55.9%	25.9%	48.5%	30.1%	43.5%	37.0%	40.2%	
QoQ		-0.8%	29.6%	-7.8%	25.3%					
主营业务成本	244	65	105	-170	371	65	170		371	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	25.2%	23.7%	29.7%	-52.1%	90.9%	23.7%	27.1%	26.8%	27.3%	
主营业务税金及附加	14	4	5	5	6	4	9	14	20	
主营业务利润	710	204	243	235	286	204	446	682	967	其中政府补贴为2103万元。
毛利率	73.3%	74.9%	68.7%	72.3%	70.0%	74.9%	71.4%	71.7%	71.2%	
yoy	3.5%	30.4%	45.6%	21.5%	47.7%	30.4%	38.3%	32.0%	36.3%	
其他业务利润	-	-	-	-	-	-	-	-	-	营业费用率同比下降1.3pp
营业费用	403	122	128	128	169	122	250	378	547	
营业费用率	41.6%	44.7%	36.3%	39.4%	41.3%	44.7%	40.0%	39.8%	40.3%	
管理费用	145	33	60	40	85	33	93	132	217	加大研发投入推动管理费用率同比提高1pp，其中4季度占全年达到40%。
管理费用率	15.0%	12.0%	17.1%	12.1%	20.8%	12.0%	14.9%	13.9%	16.0%	
财务费用	7	3	4	5	8	3	6	12	19	
营业利润	155	47	50	62	25	47	97	160	185	高新技术企业15%优惠税率
营业利润率	16.0%	17.4%	14.2%	19.2%	6.1%	17.4%	15.6%	16.8%	13.6%	
yoy	5.9%	28.6%	30.6%	6.0%	18.7%	28.6%	29.6%	19.3%	19.2%	
QoQ		126.0%	5.8%	24.7%	-60.2%					
投资收益	2.7	0.30	1.19	-0.26	0.74	0.30	1.49	1.23	1.97	高新技术企业15%优惠税率
资产减值损失	1.8	-0.19	-2.39	-0.03	-0.27	-0.19	-2.58	-2.61	-2.88	
营业外收入	21	1.0	8.6	0.4	11.5	1.0	9.6	10.0	21.5	
营业外支出	3	0.00	0.09	0.03	1.55	0.00	0.09	0.12	1.67	高新技术企业15%优惠税率
税前利润	177	48	57	62	35	48	106	168	204	
税前利润率	18.3%	17.8%	16.3%	19.2%	8.7%	17.8%	16.9%	17.7%	15.0%	
yoy	13.4%	31.1%	25.5%	5.1%	-0.3%	31.1%	28.0%	18.4%	14.7%	
QoQ		36.8%	18.5%	8.9%	-43.5%					
所得税	17	7.26	4.99	11.27	-3.21	7.26	12.25	23.52	20.31	高新技术企业15%优惠税率
有效税率	9.6%	15.0%	8.7%	18.0%	-9.1%	15.0%	11.6%	14.0%	10.0%	
少数股东权益	0	0.12	0.02	1.21	1.13	0.12	0.14	1.35	2.48	
净利润	160	41	52	50	37	41	93	143	181	高新技术企业15%优惠税率
净利润率	16.5%	15.1%	14.8%	15.4%	9.2%	15.1%	14.9%	15.1%	13.3%	
yoy	12.9%	31.0%	34.5%	-0.9%	-5.6%	31.0%	33.0%	18.8%	12.8%	
QoQ		3.6%	27.6%	-4.5%	-25.3%					
每股收益 (人民币元)	0.39	0.10	0.13	0.12	0.09	0.10	0.22	0.34	0.43	

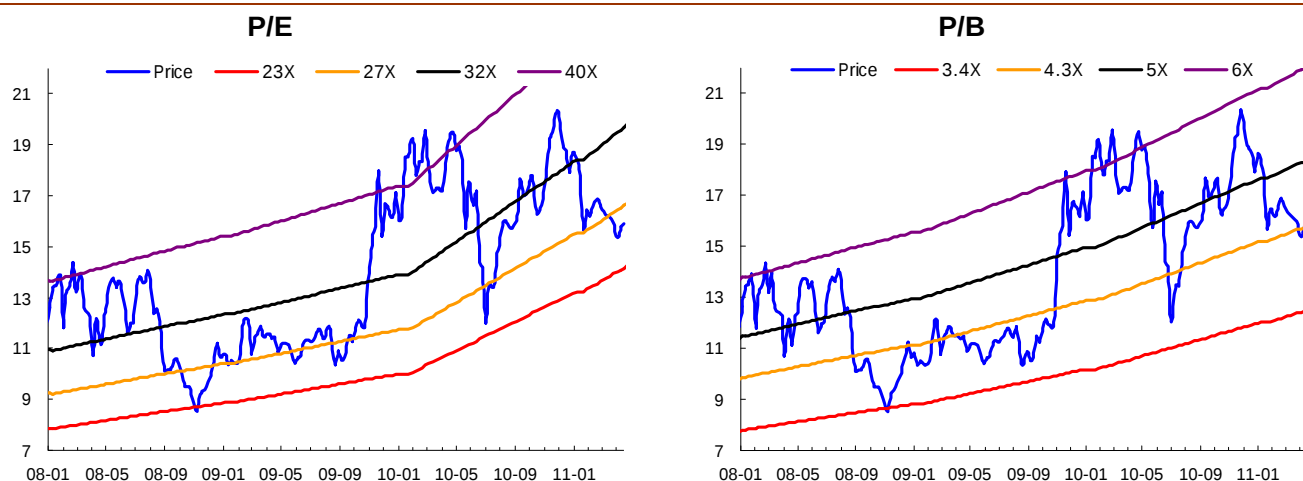
资料来源: WIND, 中金研究部

图表 8: 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					财务指标				
主营业务收入	968.5	1,358.3	1,614.4	1,971.0	成长性指标				
主营业务成本	-244.3	-370.8	-418.2	-497.4	主营业务收入增长率	-14.4%	40.2%	18.9%	22.1%
主营业务利润	710.0	967.4	1,176.8	1,449.9	主营业务利润增长率	3.5%	36.3%	21.6%	23.2%
营业费用	-402.8	-546.7	-646.6	-785.4	净利润增长率	12.9%	12.8%	32.4%	28.9%
管理费用	-145.0	-217.0	-254.7	-307.1	盈利性指标				
财务费用	-7.3	-19.1	-13.0	-11.5	毛利率	73.3%	71.2%	72.9%	73.6%
营业利润	154.9	184.6	262.5	345.9	三项费用	57.3%	57.6%	56.6%	56.0%
税前利润	177.4	203.5	284.4	365.8	净利率	16.5%	13.3%	14.8%	15.6%
净利润	160.3	180.7	239.2	308.4	收益率指标				
现金流量表					资产收益率	11.1%	9.5%	9.5%	10.9%
经营活动现金流	-21.9	95.4	204.3	214.0	净资产收益率	14.9%	14.9%	16.7%	18.5%
营运资本的增加	-310.5	-128.0	-91.0	-154.2	营运效率性指标				
投资活动现金流	-31.9	-32.1	-61.0	-62.0	应收款项回收期(天)	100	134	134	134
资本支出	-31.9	-60.0	-61.0	-62.0	存货周转期(天)	90	78	78	78
自由现金流	-53.8	35.4	143.3	152.0	负债指标				
融资活动现金流	-50.9	166.7	-31.0	-70.9	净债务/所有者权益	净现金	17.7%	净现金	净现金
货币资金增加额	-104.6	230.0	112.3	81.1	资产负债率	25.4%	37.4%	34.6%	32.6%
资产负债表					流动比率	2.54	1.65	2.39	2.65
货币资金	236.2	151.5	578.7	659.8	速动比例	2.37	1.54	2.26	2.51
应收款项	267.7	505.6	601.0	733.7	估值指标				
存货	61.4	80.6	90.9	108.2	摊薄每股收益(元)	0.39	0.43	0.58	0.74
固定资产	420.9	684.0	709.7	714.4	每股经营现金流(元)	-0.05	0.23	0.49	0.51
短期借款	163.0	310.1	280.1	250.1	市盈率	41.3	36.6	27.6	21.4
应付款项	152.2	280.0	315.7	375.5	市净率	6.1	5.3	4.5	3.9
股东权益	1,072.2	1,209.8	1,433.1	1,669.8	EV/EBITDA	33.4	28.9	20.4	16.0
总资产	1,445.4	1,907.9	2,516.2	2,835.1	现金分红收益率	0.8%	0.4%	1.1%	1.4%

资料来源: WIND, 中金研究部

图表 9: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: WIND, 中金研究部

图表 10: 可比公司估值表 (2011-4-14)

公司名称	代码	收盘价 11-4-14	总市值 (百万元)	每股收益(元)			P/E			EV/EBITDA		股息收益率 2010A	净资产收益率		P/B LTM	PEG 2011E	Growth 2009-2012E
				2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E		2010A	2011E			
大宗原料药——中值			5,221				54x	35x	24x	28x	24	0.0%	10%	14%	6.0x	0.74	45%
云南白药	000538	57.99	40,261	1.33	1.79	2.37	43x	32x	24x	38x	7	0.0%	21%	23%	9.1x	0.75	43%
同仁堂	600085	37.42	19,489	0.66	0.77	0.94	57x	49x	40x	30x	6	0.0%	11%	12%	6.0x	2.64	18%
广州药业	600332	20.04	11,844	0.33	0.43	0.52	61x	46x	38x	28x	3	0.0%	8%	10%	4.6x	1.61	29%
东阿阿胶	000423	45.00	29,431	0.89	1.52	1.86	51x	30x	24x	40x	13	0.0%	21%	45%	10.7x	0.50	59%
片仔癀	600436	62.06	8,688	1.39	1.62	2.06	45x	38x	30x	35x	9	0.0%	18%	23%	8.3x	1.18	32%
康美药业	600518	14.09	30,980	0.34	0.55	0.81	41x	25x	17x	33x	115	0.0%	16%	3%	6.6x	0.45	56%
贵州百灵	002424	36.29	8,535	0.62	0.96	1.32	59x	38x	27x	50x	32	0.0%	18%	13%	4.6x	0.90	42%
中恒集团	600252	33.85	18,478	0.77	1.76	2.27	44x	19x	15x	32x	18	0.0%	32%	37%	16.7x	0.11	177%
马应龙	600993	39.44	6,539	0.74	1.16	1.50	53x	34x	26x	40x	29	0.0%	15%	16%	6.4x	9.95	3%
中新药业	600329	13.53	7,297	0.40	0.47	0.60	34x	29x	23x	18x	18	0.0%	15%	14%	5.6x	1.75	16%
品牌中药——中值			8,761				51x	33x	24x	36x	18	0.0%	13%	13%	6.2x	1.00	36%
天士力	600535	38.91	20,094	0.87	1.13	1.39	45x	34x	28x	30x	10	0.0%	14%	24%	6.1x	0.96	36%
康缘药业	600557	15.91	6,613	0.45	0.60	0.82	35x	27x	19x	26x	20	0.0%	16%	17%	5.6x	1.07	25%
武汉健民	600976	21.07	3,232	0.47	0.61	0.73	45x	35x	29x	32x	25	0.0%	9%	12%	3.9x	0.91	38%
昆明制药	600422	13.15	4,131	0.27	0.43	0.68	48x	31x	19x	27x	20	1.1%	12%	16%	5.6x	0.60	52%
上海凯宝	300039	41.40	7,260	0.71	1.16	1.59	59x	36x	26x	50x	31	0.0%	9%	12%	5.9x	0.50	72%
桂林三金	002275	23.32	-	0.68	0.71	0.93	34x	33x	25x	6x		0.9%	15%	15%	5.7x		
仁和药业	000650	19.58	8,227	0.52	0.73	0.91	37x	27x	21x	26x	20	0.0%	23%	25%	9.4x	0.74	36%
江中药业	600750	29.12	9,061	0.84	1.06	1.36	35x	28x	21x	24x		0.0%	21%	19%	5.2x	0.99	28%
现代中药——中值			3,915				45x	31x	24x	27x	20	0.0%	12%	14%	5.2x	0.99	34%
化学制剂药——中值			5,763				45x	31x	24x	31x	22	0.0%	15%	11%	4.5x	1.02	36%
生物制药——中值			8,196				48x	33x	27x	33x	22	0.0%	19%	18%	6.1x	1.07	32%
医疗服务——中值			6,415				71x	50x	35x	40x	32	0.0%	14%	16%	9.9x	1.05	56%
医疗器械——中值			3,908				64x	44x	31x	48x	32	0.0%	11%	12%	4.8x	1.12	37%
综合性制药企业——中值			12,427				26x	21x	18x	19x	16	0.0%	16%	16%	3.9x	0.98	21%
医药商业——中值			6,311				54x	40x	32x	37x	14	0.0%	6%	11%	5.9x	1.42	24%
全行业——中值			6,526				47x	32x	24x	31x	21	0.0%	13%	14%	5.4x	0.99	36%

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/或机构投资者提供。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/或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