



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25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

康缘药业 (600557.SH)

并购南星影响业绩和经营效率

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	181	239	308
EPS(元)	0.39	0.43	0.58	0.74
P/E	40.9	36.3	27.4	21.3
P/B	6.1	5.3	4.5	3.9
EV/EBITDA	33.1	28.7	20.5	15.9
ROE	14.9%	14.9%	16.8%	18.6%
现金分红收益率	0.9%	0.4%	1.1%	1.4%

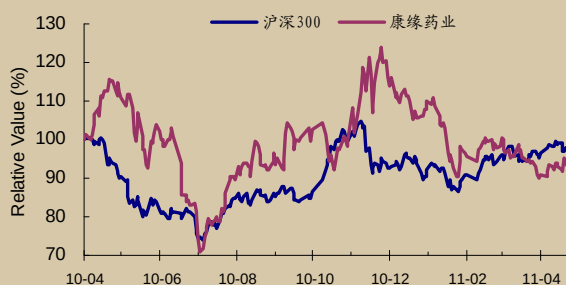
股票信息

	A股
股票代码	600557.CH
当前股价	人民币 15.77元
日成交量(百万股)	2.27
52周最高价/最低价	人民币 26.18/15.05
发行股数(百万股)	416
总市值(百万股)	6,555
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]	-0.88	-1.38	+0.57	-13.83
[沪深300指数]	-1.60	+2.89	+10.61	+7.70
[沪深300医药]	-1.17	-0.89	+1.47	-7.55

最近估值走势



近来事件

2011-05-05 召开股东大会

2011年1季度业绩低于预期:

2011年1季度公司实现收入3.47亿元,同比增长27.6%;实现净利润4367万元,折合EPS0.11元,同比增长6.8%,低于预期。主要是因为公司报告期并购南星药业导致毛利率下降所致。

评论:

1季度同比环比增速下降,报告期取得收入3.47亿元,同比增长27.6%;营业成本同比上升63.8%,导致毛利率较2010年全年下降3pp。主要是因为报告期内公司合并南星药业所致。公司1季度临床品种销售同比持平,环比4季度有所下降。

报告期运营效率下降,负债率提升。1季度公司应收账款和其他应收款合计达6.56亿元,较年初5.06亿元大幅上升,周转天数上升。主要是公司加大市场推广力度,适当放宽经销商回款周期导致,降低了公司的运营效率。公司的应付账款和应付票据余额合计达2亿元,较年初上升4300万元;长期负债增加2000万元,合计1季度资产负债率较年初上升2.2pp,自2009年以来持续上升。不过报告期资产负债率不到40%,仍处于安全范围内。

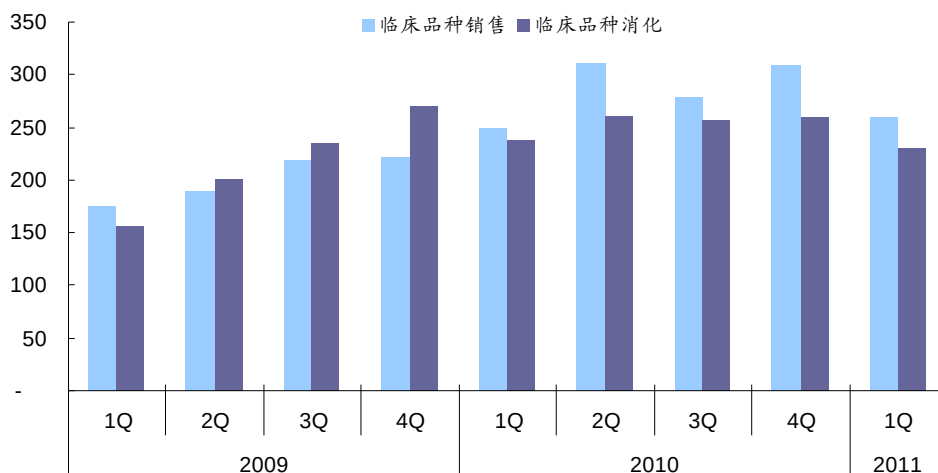
发展趋势:

公司是国内现代中药研发型龙头。当前公司老品种发展平稳,二线品种尚未发力,而热毒宁因其疗效显著,不良反应率低,单价较高,发展较快。未来公司通过对研发人员以股权激励,积极推动银杏内酯ABK注册工作,争取在近期中药注射剂闸门开启之际,争取早日获批上市

盈利预测、估值与建议:

未来公司并购南星药业对经营的影响仍需要观察,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27x和21x。维持“审慎推荐”评级。

图表 1：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 2：业绩季度拆解分析

	2009A	1Q2010	2Q2010	3Q2010	4Q2010	1Q2011	1Q2010	1H2010	1-3Q2010	2010A	1Q2011
(百万元)											
主营业务收入	969	272	353	325	408	347	272	625	951	1,358	347
yoy	-14.4%	30.1%	55.9%	25.9%	48.5%	27.6%	30.1%	43.5%	37.0%	40.2%	27.6%
QoQ		-0.8%	29.6%	-7.8%	25.3%	-14.8%					
主营业务成本	244	65	105	-170	371	106	65	170		371	106
成本率	25.2%	23.7%	29.7%	-52.1%	90.9%	30.5%	23.7%	27.1%	26.8%	27.3%	30.5%
主营业务税金及附加	14	4	5	5	6	5	4	9	14	20	5
主营业务利润	710	204	243	235	286	237	204	446	682	967	237
毛利率	73.3%	74.9%	68.7%	72.3%	70.0%	68.2%	74.9%	71.4%	71.7%	71.2%	68.2%
yoy	3.5%	30.4%	45.6%	21.5%	47.7%	16.3%	30.4%	38.3%	32.0%	36.3%	16.3%
其他业务利润	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
营业费用	403	122	128	128	169	141	122	250	378	547	141
营业费用率	41.6%	44.7%	36.3%	39.4%	41.3%	40.6%	44.7%	40.0%	39.8%	40.3%	40.6%
管理费用	145	33	60	40	85	39	33	93	132	217	39
管理费用率	15.0%	12.0%	17.1%	12.1%	20.8%	11.1%	12.0%	14.9%	13.9%	16.0%	11.1%
财务费用	7	3	4	5	8	9	3	6	12	19	9
营业利润	155	47	50	62	25	49	47	97	160	185	49
营业利润率	16.0%	17.4%	14.2%	19.2%	6.1%	14.0%	17.4%	15.6%	16.8%	13.6%	14.0%
yoy	5.9%	28.6%	30.6%	6.0%	18.7%	2.9%	28.6%	29.6%	19.3%	19.2%	2.9%
QoQ		126.0%	5.8%	24.7%	-60.2%	95.9%					
投资收益	2.7	0.30	1.19	-0.26	0.74	-	0.30	1.49	1.23	1.97	-
资产减值损失	1.8	-0.19	-2.39	-0.03	-0.27	-0.33	-0.19	-2.58	-2.61	-2.88	-0.33
营业外收入	21	1.0	8.6	0.4	11.5	3.9	1.0	9.6	10.0	21.5	3.9
营业外支出	3	0.00	0.09	0.03	1.55	0.06	0.00	0.09	0.12	1.67	0.06
税前利润	177	48	57	62	35	52	48	106	168	204	52
税前利润率	18.3%	17.8%	16.3%	19.2%	8.7%	15.0%	17.8%	16.9%	17.7%	15.0%	15.0%
yoy	13.4%	31.1%	25.5%	5.1%	-0.3%	7.9%	31.1%	28.0%	18.4%	14.7%	7.9%
QoQ		36.8%	18.5%	8.9%	-43.5%	48.0%					
所得税	17	7.26	4.99	11.27	-3.21	7.65	7.26	12.25	23.52	20.31	7.65
有效税率	9.6%	15.0%	8.7%	18.0%	-9.1%	14.6%	15.0%	11.6%	14.0%	10.0%	14.6%
少数股东权益	0	0.12	0.02	1.21	1.13	0.90	0.12	0.14	1.35	2.48	0.90
净利润	160	41	52	50	37	44	41	93	143	181	44
净利润率	16.5%	15.1%	14.8%	15.4%	9.2%	12.6%	15.1%	14.9%	15.1%	13.3%	12.6%
yoy	12.9%	31.0%	34.5%	-0.9%	-5.6%	6.5%	31.0%	33.0%	18.8%	12.8%	6.5%
QoQ		3.6%	27.6%	-4.5%	-25.3%	16.9%					
每股收益（人民币元）	0.39	0.10	0.13	0.12	0.09	0.11	0.10	0.22	0.34	0.43	0.11

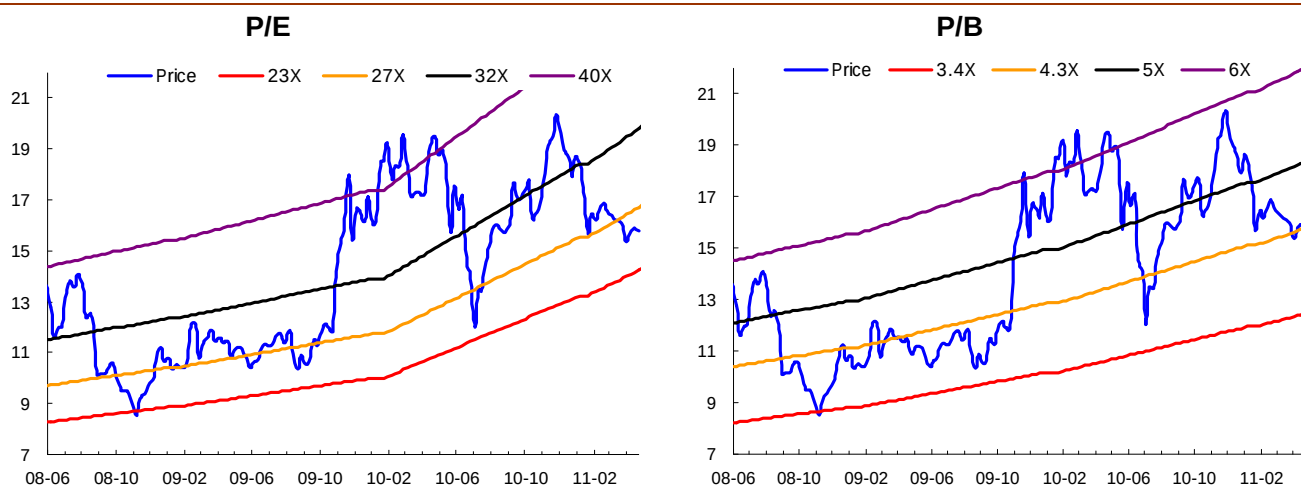
资料来源：WIND, 中金研究部

图表 3: 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 4: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: WIND, 中金研究部

图表 5: 可比公司估值表 (2011-4-22)

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	Growth
		2011-4-22	(百万元)	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2010A	2010A	2011E	LTM	2011E	2009-2012E
大原料药——中值			5,526				56x	36x	25x	29x	24	0.0%	10%	14%	5.9x	0.73	43%
云南白药	000538	57.82	40,142	1.33	1.79	2.37	43x	32x	24x	38x	7	0.0%	21%	23%	9.1x	0.74	43%
同仁堂	600085	38.79	20,203	0.66	0.77	0.94	59x	50x	41x	31x	6	0.0%	11%	12%	6.2x	2.74	18%
广州药业	600332	19.57	11,566	0.33	0.43	0.52	59x	45x	37x	27x	3	0.0%	8%	10%	4.5x	1.57	29%
东阿阿胶	000423	45.73	29,908	0.89	1.52	1.86	51x	30x	25x	41x	13	0.0%	21%	45%	10.9x	0.51	59%
片仔癀	600436	65.26	9,136	1.39	1.62	2.06	47x	40x	32x	36x	9	0.0%	18%	23%	8.7x	1.24	32%
康美药业	600518	14.15	31,112	0.34	0.55	0.81	41x	26x	17x	33x	117	0.0%	16%	3%	6.6x	0.46	56%
贵州百灵	002424	39.11	9,199	0.62	0.96	1.32	63x	41x	30x	54x	34	0.0%	18%	13%	5.0x	0.96	42%
中恒集团	600252	35.00	19,106	0.77	1.76	2.27	46x	20x	15x	34x	17	0.0%	32%	41%	17.3x	0.11	177%
马应龙	600993	39.50	6,549	0.74	1.17	1.50	53x	34x	26x	40x	29	0.0%	15%	16%	6.4x	9.16	4%
中新药业	600329	13.55	7,308	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			9,325				51x	33x	25x	37x	18	0.0%	13%	13%	6.3x	1.00	36%
天士力	600535	39.86	20,585	0.87	1.37	1.39	46x	29x	29x	30x	10	0.0%	14%	29%	6.2x	0.59	49%
康缘药业	600557	15.77	6,555	0.45	0.60	0.82	35x	26x	19x	26x	20	0.0%	16%	17%	5.6x	1.06	25%
武汉健民	600976	20.40	3,129	0.47	0.61	0.73	44x	34x	28x	31x	25	0.0%	9%	12%	3.8x	0.88	38%
昆明制药	600422	13.08	4,109	0.27	0.43	0.68	48x	31x	19x	27x	20	1.1%	12%	16%	5.6x	0.59	52%
上海凯宝	300039	40.68	7,134	0.71	1.16	1.59	58x	35x	26x	49x	30	1.0%	9%	12%	5.8x	0.49	72%
桂林三金	002275	17.83	10,523	0.52	0.55	0.71	34x	32x	25x	32x		1.2%	15%	15%	4.4x		
仁和药业	000650	20.63	8,668	0.52	0.73	0.91	39x	28x	23x	28x	21	0.3%	23%	25%	9.9x	0.78	36%
江中药业	600750	28.90	8,992	0.84	1.04	1.35	34x	28x	21x	24x		0.0%	21%	19%	5.2x	1.02	27%
现代中药——中值			5,205				46x	30x	24x	31x	21	0.0%	13%	15%	5.2x	0.88	35%
化学制剂药——中值			6,043				45x	32x	24x	33x	23	0.0%	15%	11%	4.6x	1.02	36%
生物制药——中值			8,024				50x	33x	28x	33x	21	0.0%	19%	18%	6.4x	1.10	32%
医疗服务——中值			6,198				69x	49x	34x	39x	32	0.0%	14%	16%	9.7x	1.01	56%
医疗器械——中值			3,952				65x	44x	31x	47x	31	0.0%	11%	12%	5.0x	1.11	37%
丽珠集团	000513	34.33	8,558	1.41	1.75	2.00	24x	20x	17x	14x	11	0.0%	17%	16%	4.0x	5.35	4%
哈药股份	600664	19.84	24,641	0.91	1.04	1.22	22x	19x	16x	16x	15	0.0%	17%	17%	3.8x	1.22	16%
复星医药	600196	11.89	22,643	0.45	0.64	0.83	26x	19x	14x	18x		0.0%	13%	14%	2.7x	0.62	-30%
双鹤药业	600062	26.07	14,904	0.91	1.17	1.43	29x	22x	18x	20x	16	0.0%	14%	15%	3.9x	1.24	18%
三九医药	000999	21.30	20,851	0.83	1.05	1.29	26x	20x	16x	18x	15	0.0%	20%	20%	4.9x	1.01	20%
双鹤药业	600062	26.07	14,904	0.91	1.17	1.43	29x	22x	18x	20x	16	0.0%	14%	15%	3.9x	1.24	18%
综合性制药企业——中值			12,689				26x	21x	18x	19x	16	0.0%	16%	16%	3.9x	0.97	21%
医药商业——中值			6,337				56x	40x	32x	38x	23	0.0%	6%	6%	5.9x	1.41	24%
全行业——中值			6,844				48x	33x	25x	32x	23	0.0%	13%	14%	5.5x	0.98	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/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