



国内领先的肾病中成药龙头

报告摘要

公司是国内肾病中成药和核磁共振对比剂龙头。公司于1998年推出尿毒清颗粒，是国内首个治疗慢性肾功能衰竭的现代中成药，2008-2012年稳居国内肾病口服现代中成药市场份额首位，2012年市场份额为24.1%。公司是国内首家取得核磁共振医用成像对比剂的新药证书及生产批文的制药公司，主要生产钆喷酸葡胺注射液。钆喷酸葡胺注射液是国内主要核磁共振对比剂产品，2012年占国内核磁共振对比剂市场的78.4%。公司是国内第3大钆喷酸葡胺注射液生产商，2012年市场份额高达17.1%。

主力产品尿毒清颗粒收入将维持较快增长。尿毒清颗粒主要用于预防和治疗慢性肾衰竭。根据北京大学第一医院等研究机构于2008-2012年历时4年针对13个省市5万名成年人的调查显示，我国成年人慢性肾病的患病率为10.8%，也就是每10个成年人中就有一个慢性肾病患者。目前由于体检普及率比较低，所以肾病的知晓率很低，相信随着体检的普及知晓率将迅速提高。中成药占据肾病药物的半壁江山，尿毒清是口服肾病中成药龙头，在国内医院拥有很高认可度。2014年尿毒清覆盖的目前产品覆盖1025家三级医院，其中2014年新增74家，未来还有约453家三级医院可以拓展。公司目前覆盖的二级以下医院为约3586家，其中2013年和2014年分别增加约400和500家。由于药品进入医院后通常要1~2年销售才会铺开，所以我们相信尿毒清销售量将维持25%~30%增长，而销售收入增速也将维持在20%以上的水平。

钆喷酸葡胺注射液有较大增长空间。随着高血压、脑卒中等患者的增加，我们预计核磁共振设备和对比剂需求将不断扩大。根据南方所的估计，2013年核磁共振对比剂市场规模为约6.35亿人民币，而2017年将增加到14亿，CAGR为22.6%，作为主力产品钆喷酸葡胺注射液需求将随之不断扩大。康臣的钆喷酸葡胺注射液与进口产品相比有明显价格优势，而且也已经进入510家三级医院有较好的市场认知度。这种产品可以覆盖的三级医院有1216家，所以销售网络还有较大拓展空间。同时，在已经覆盖的医院将继续受益于需求的内生增长，预计销售收入有望维持20%以上的增速。

新产品将注入活力。公司正在开发三种CT医用成像对比剂，目前正在如期推进，预计将于2016年推出。另外预计2017和2020年还有一种核磁共振医用成像对比剂和用于早期糖尿病肾病治疗的新药推出。

投资建议：我们预计2015E-2017E EPS 分别为0.26/0.31/0.38元人民币。目前股价对应19倍2015E PER，低于行业平均，我们认为还有提升空间。按照7.5港元定价，对应23倍2015E PER，较目前股价有24.8%上涨空间。

风险提示：i)药品降价幅度大于预期；ii)新医院推广速度慢于预期；iii)新产品推出慢于预期；iv) 同业竞争加剧

(12/31年结; 百万 RMB)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	572	731	912	1143	1394
增长率(%)	24.9%	27.8%	24.8%	25.3%	22.0%
净利润	153	211	256	313	376
增长率(%)	12.2%	38.1%	21.4%	21.9%	20.2%
毛利率(%)	79.1%	78.3%	78.3%	78.0%	78.0%
净利润率(%)	26.7%	28.9%	28.1%	27.4%	26.9%
每股收益(人民币)	0.15	0.21	0.26	0.31	0.38
每股净资产(人民币)	1.26	1.44	1.63	1.85	2.13
市盈率	31.0	22.4	18.5	15.2	12.6
市净率	3.8	3.3	2.9	2.6	2.2
净资产收益率(%)	19.0%	15.7%	16.7%	18.0%	18.9%
股息收益率(%)	0.0%	1.4%	1.6%	2.0%	2.4%

数据来源：公司；安信国际预测

评级：

买入

上次评级： 买入

目标价格：

7.50 元

期限： 12个月

上次预测： --

现价 (2015年4月24日)： 6.01元

报告日期：

2015-4-27

总市值(百万港元)	6,010.00
流通股市值(百万港元)	6,010.00
总股本(百万股)	1,000.00
流通股股本(百万股)	1,000.00
12个月低/高(港元)	4.95/7.37
平均成交(百万港元)	11.17

股东结构

安郁宝	20.63%
First Kind International	18.68%
其他	60.69%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	7.19	-12.12	-21.04
绝对收益	23.46	2.64	7.07

数据来源：彭博、港交所、公司

施佳丽
+852-22131400

行业分析师
scarlettshi@eif.com.hk

1. 肾病现代中成药在国内拥有较大市场空间

肾病药物拥有广阔的潜在需求。肾病是主要的泌尿系统疾病之一，严重危害健康，必须及时治疗。如不及时治疗将引发肾衰竭，只能透析甚至换肾，否则就将在几日之内死亡，因此发现肾病应该及时治疗。

表 1. 肾病发展过程简介

分期	特征	肾小球率过滤水平	防治目标—措施
1	肾损害伴 GFR 正常或升高	≥90	CKD 诊治；缓解症状；延缓 CKD 进展
2	肾损害伴 GFR 轻度降低	60-89	评估、延缓 CKD 进展；降低 CVD 患病风险
3	GFR 中度降低	30-59	减慢、延缓 CKD 进展；评估、治疗并发症
4	GFR 重度降低	15-29	综合治疗；透析前准备
5	ESRD（终末期肾病）	<15	如出现尿毒症，需及时替代治疗

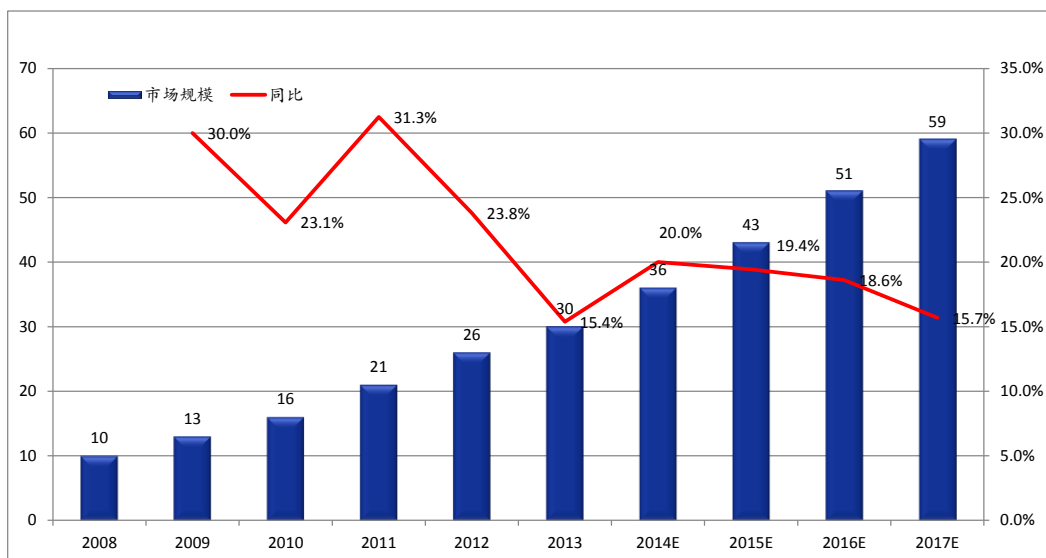
资料来源：产业信息网；安信国际

根据根据北京大学第一医院等研究机构于 2008-2012 年历时 4 年针对 13 个省市 5 万名成年人的调查显示，我国成年人慢性肾病的患病率为 10.8%，也就是每 10 个成年人中就有一个慢性肾病患者，在 60 岁以上老人中，慢性肾脏病（CKD）的患病率更可高达 32.3%。因此肾病药物在国内拥有广阔的市场需求。

肾病早期没有明显症状，主要是通过体检检查出来，因此目前知晓率非常低。2013 年国内体检普及率仅 18.7%，明显低于美日等发达国家 70% 以上的水平。随着经济水平的提高和健康意识的提升，我们认为国内体检普及率将迅速提升，而随着体检普及率的提高，肾病的知晓率将大幅提升，因此肾病药物的需求有很大的提升空间。

现代中成药是肾病用药的重要组成部分。肾病是不可逆转的疾病，大部分肾病患者需要依赖和接受长期药物治疗来控制 and 延缓病情。临床实验表明，由于蛋白尿、高血压、高血脂、高尿酸、贫血等影响肾功能可以被一些中药复方制剂所干预，尤其是尿毒清等以大黄为主的重要复方制剂比较有效。现代中成药一直占据国内肾病药物的半壁江山。根据南方医药经济研究所估算，现代中成药的规模从 2008 年 10 亿人民币增加到 2013 年的 30 亿元人民币，2017 年预计将达到 59 亿元人民币。

图 1.2008-2017E 肾病现代中成药市场规模（单位：亿元）



资料来源：南方所；安信国际证券

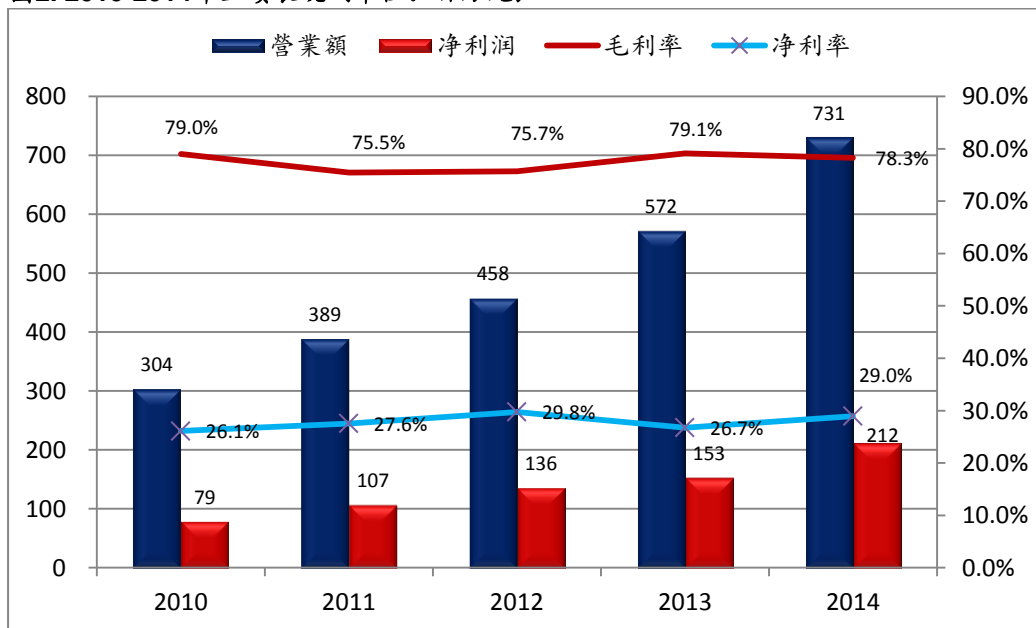
2. 公司是国内肾病中成药和核磁共振对比剂龙头

公司是国内肾病中成药和核磁共振对比剂龙头。公司总部位于广州，主要从事现代中成药及医用成像对比剂生产和销售。2014年年肾病药物/对比剂分别占据营业收入的76.7%和14.9%。公司总共拥有11种药品及核磁共振对比剂。其中肾病药物基本为用于治疗慢性肾功能衰竭的尿毒清颗粒。公司于1998年推出尿毒清颗粒，是国内首个治疗慢性肾功能衰竭的现代中成药，2008-2012年稳居国内肾病口服现代中成药市场份额首位，2012年市场份额为24.1%。公司是国内首家取得核磁共振医用成像对比剂的新药证书及生产批文的制药公司，主要生产钆喷酸葡胺注射液。钆喷酸葡胺注射液是国内主要核磁共振对比剂产品，2012年占国内核磁共振对比剂市场的78.4%。公司是国内第3大钆喷酸葡胺注射液生产商，2012年市场份额高达17.1%。

公司拥有广阔的销售网络。截至2013年6月30日，公司市场推广团队包括超过550名专责市场推广代表，均拥有较强的学术推广能力，负责市场推广和医生培训等工作。同时，公司也委托拥有庞大销售网络的第三方分销商有效地分销我们的产品。此外，为协助第三方分销商扩大分销范围，公司亦尝试为第三方分销商寻找一些在其地域覆盖范围以外较偏远或较落后的地区已有分销网络的下级分销商。截至2013年6月30日，按照与我们订有分销或下级分销协议者计，公司有175家第三方分销商及580家下级分销商，覆盖中国31个省、自治区及直辖市约26,000家医院、医疗机构及药店。

公司近年业绩保持稳健增长。公司2012-2014年营业额分别同比增长17.6%/24.9%/27.8%。净利润则分别同比增长26.9%/12.2%/38.4%，其中2014年营业额和净利润分别达7.3亿和2.1亿元人民币。2013年由于旗下康臣药业（内蒙古）有限责任公司（「康臣内蒙古」）的税务优惠期于2012年完结，其所得税税率由2012年的12.5%上升至2013年的15%，而在香港发生的上市费用无法抵扣国内产生的盈利，公司有效税率由23.9%上升至27.4%，导致2013年净利润增速有所下滑。2014年净利润同比增长38%有部分原因是因为利息收入从422万增长到2879万元，但是就算剔除利息收益影响，净利润增速仍达22.9%，总体看主营业务表现稳健。

图2. 2010-2014年业绩表现（单位：百万元）



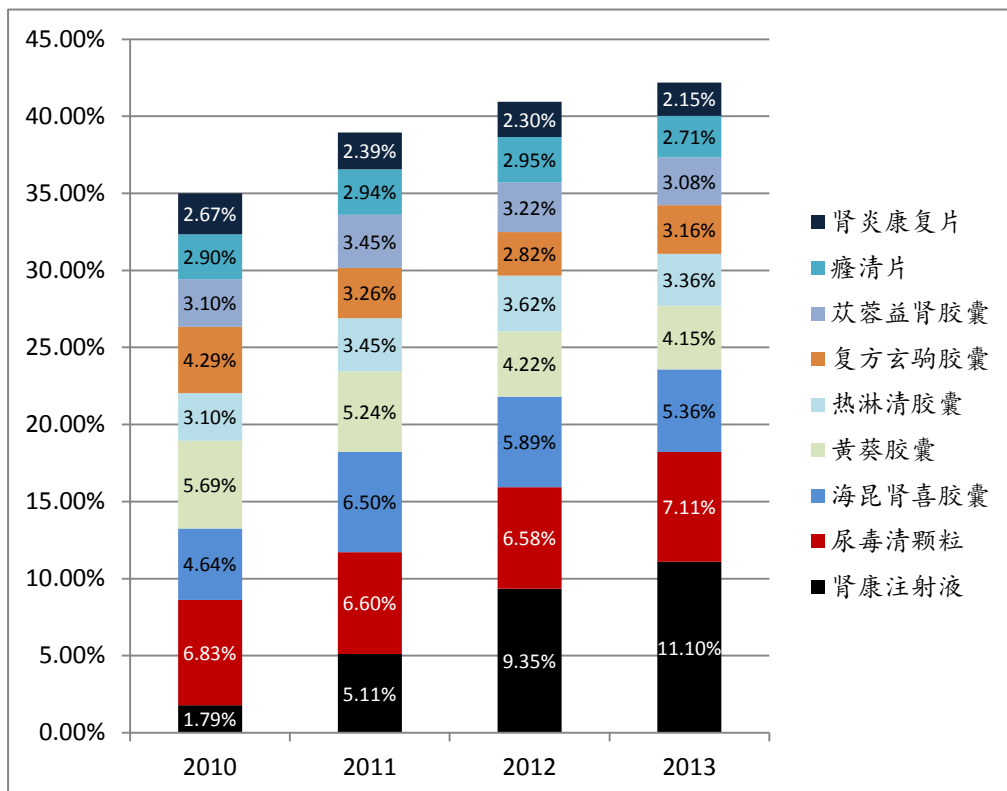
资料来源：公司资料；安信国际

3.主力产品尿毒清颗粒销售将保持较快增长

3.1.尿毒清在国内医院拥有较高市场认可度

根据米内网的统计尿毒清颗粒 2013 年在国内泌尿系统用医院用中成药的市场份额为 7.11%，而过去几年也稳定在 6% 以上，我们认为该统计证明该药物在国内医院中认可度比较高。排名首位的肾康注射液是注射剂，只能在医院使用，而尿毒清则是国内市场份额最大的口服肾病中成药。

图 3.2010-2013 年泌尿系统医院用主要中成药市场份额



资料来源：米内网；安信国际

3.2.尿毒清在预防和治疗慢性肾衰竭方面有较好疗效

如前文所述，尿毒清主要用于预防和治疗慢性肾衰竭，临床试验证明尿毒清颗粒能有效预防慢性肾衰竭的发生。

慢性肾衰竭成因：慢性肾衰竭的病因包括许多疾病，主要有肾丝球肾炎、糖尿病肾病、高血压肾病及多囊肾、。i) **肾小球肾炎：**肾小球肾炎是一种炎症，会造成蛋白尿，一般视肾丝球肾炎的种类之不同，可能经过数月甚至十年、二十年后才变成慢性肾衰竭。ii) **糖尿病：**糖尿病肾病是糖尿病常见的并发症，也是糖尿病患者的主要死亡原因。根据山西省中医药大学附属医院的统计，常见的 2 型糖尿病患者中 DN 的患病率与糖尿病病程关系也十分密切，发病 <5 年时为 7~10%，发病 20~25 年为 20~35%，发病 25 年以上为 57%。iii) **高血压：**因为高血压会造成肾脏的血管硬化，故如有长期及严重的高血压就会产生肾脏衰竭。iv) **多囊肾：**是一种遗传病，肾脏本身会有很多囊泡，大部份的患者要到四、五十岁才会引起肾脏衰竭。

尿毒清能有效延缓肾小球肾炎病情发展。慢性肾小球肾炎的主要表现为蛋白尿。尿蛋白增加与肾脏损害有关，这种损害造成疤痕和肾脏功能下降。因此控制蛋白尿对于延缓慢性肾炎的发展有重要意义，而尿毒清能有效降低尿蛋白。以下实验为广西省桂林医学院附属医院肾内科在 2005~2010 年选取原发性慢性肾小球肾炎住院患

者共 58 例治疗的结果来看, 使用尿毒清治疗的效果明显优于仅用阿斯匹林等的疗法。

表 2.尿毒清治疗慢性肾小球肾炎疗效

	尿毒清颗粒		对照组	
	治疗前	治疗后	治疗前	治疗后
SCr(umol/L)	146.46+-15.75	126.40+-8.47	146.25+-15.10	142+-14.26
BUN(mmol/L)	10.98+-0.97	9.09+-0.60	11.30+-1.14	10.64+-1.33
ALB(g/L)	35.56+-1.18	37.48+-2.57	35.21+-2.15	36.58+-1.80
24 小时尿蛋白定量	1.63+-0.47	0.97+-0.24	1.65+-0.45	1.20+-0.24
CHO(mmol/L)	5.49+-0.45	5.30+-0.31	5.41+-0.38	5.27+-0.38
TG(mmol/L)	1.26+-0.33	1.06+-0.19	1.25+-0.19	1.11+-0.17

注: 资料来源为广西省桂林医学院附属医院肾内科; SCr 表示血肌酐浓度; BUN 代表血尿素氮浓度; ALB 表示血清蛋白水平; CHO 表示血胆固醇浓度; TG 表示甘油三酯浓度

尿毒清在治疗糖尿病肾病方面的疗效良好: 糖尿病会损害肾元(肾脏内微小的过滤器), 引起糖尿病肾病。糖尿病肾病也是导致终末期肾衰竭(ESRD)的主要原因之一。如果患者发展成 ESRD 的话就只能换肾, 因此糖尿病肾病的早期治疗非常重要。

广西南宁市人民医院在 2006 年 1 月~2007 年 12 月收治的 39~73 岁的 80 名患者的诊断显示, 用尿毒清治疗后的 B 组患者各项指标明显好于只是靠运动和健康饮食调理的 A 组患者, 尿毒清在糖尿病肾病治疗方面有良好疗效。

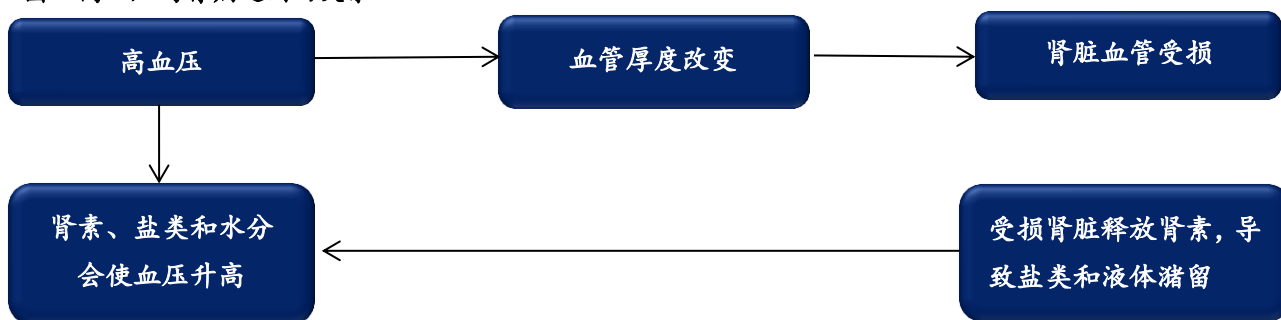
表 3.尿毒清治疗糖尿病肾病效果

组别	例数	治疗前	UAER(ug/min)	Cer (ml/min)	TC (mmol/L)	TG (mmol/L)
A 组 (运动/ 健康饮食)	40	治疗前	119.3+-81.24	70.79+-9.34	6.23+-2.69	1.95+-0.67
		2 个月	118.8+-62.11	73.25+-9.21	5.98+-1.87	1.81+-0.37
		6 个月	114.8+-66.13	72.74+-9.18	5.47+-1.87	1.54+-0.52
B 组 (使用尿 毒清)	40	治疗前	118.8+-84.34	70.84+-9.61	6.37+-2.81	1.96+-0.71
		2 个月	90.5+-64.35	77.61+-9.47	5.13+-1.75	1.54+-0.87
		6 个月	82.5+-60.34	79.86+-1.67	4.49+-1.67	1.27+-0.35

注: 资料来源为广西省南宁市人民医院, UAER 为尿微量清蛋白排泄率, Cer 为内生肌酐清除率, TC 为血浆胆固醇; TG 表示甘油三酯浓度

尿毒清对于高血压肾病拥有较好的效果。 血压与肾脏功能密切相关, 高血压可能损害肾脏, 肾脏损害可能引起高血压。如果不治疗则会形成恶性循环, 因此高血压是肾病的主要原因之一。临床试验证明尿毒清在治疗高血压肾病方面也有明显的效果。

图 4.高血压与肾病之间的关系



资料来源: 澳大利亚肾脏健康协会; 安信国际

表 4.尿毒清治疗高血压肾病前后指标比较

	BUN(mmol/L)	Scr(umol/L)	CHO(mmol/L)	TG(mmol/L)	尿蛋白(g/24h)
治疗前	19.76+-8.34	365.46+-145.32	7.46+-2.31	1.97+-2.31	1.14+-0.45
治疗后	13.64+-7.28	321.78+124.45	6.85+-2.12	6.85+-2.12	0.98+-0.37
U	4.282	1.768	1.507	1.507	2.127

注：资料来源为甘肃省定西市人民医院，患者人数为 60 例，治疗周期 4~6 周

表 5.尿毒清治疗高血压肾病前后症状比较

	恶心呕吐	食欲不振	嗜睡	抽搐	心悸、胸闷
治疗前	60	49	15	5	50
治疗后	15	5	3	0	19

注：资料来源为甘肃省定西市人民医院，患者人数为 60 例，治疗周期 4~6 周

尿毒清在治疗慢性肾衰竭方面拥有良好疗效：慢性肾衰竭(CRF)是所有慢性肾脏病 (CKD) 进展至终末期肾病的最终结果，尿毒清在治疗 CRF 方面有比较好的疗效，能通过减少尿蛋白排出、改善肾功能、调节血脂等多种途径来延缓慢性肾衰竭病情发展。

南京大学医学院附属鼓楼医院等的临床研究表明，CRF 患者肾功能减退主要有两个时期，早期的肾功能轻度减退时期，相当于 CKD3a 期和 CKD3b 期，即肾小球过滤率。这一时期的症状主要为夜尿增多、神疲乏力、腰酸膝软等症状。在这一时期，尿毒清可以直接改善肾小球过滤功能而延缓 CRF 进展。另一个阶段是肾功能中、重度减退阶段，相当于 CKD4、5 期。到了这个阶段尿毒清颗粒能改善患者胃肠道、心血管、钙/磷代谢、营养不良、内分泌异常等并发症。

通常来说，衡量慢性肾衰竭药物的指标主要有 Scr (血肌酐)、BUN (血尿素氮)、胆固醇 (TC)、甘油三酯 (TG) 等。南京大学医学院附属鼓楼医院等针对 85 例非透析 CRF 进行的临床实验表明，与主要竞争对手海昆肾喜对比，在治疗 CRF 的过程中用尿毒清对于降低 Scr (血肌酐)、BUN (血尿素氮) 等方面有更明显好的疗效。

3.3.尿毒清能用于终末期肾病的辅助治疗

对于终末期肾病而言，维持性血液透析 (MHD) 是主要治疗方法。许多接受 MHD 的患者存在持续低水平炎症，而以下广州中医药大学和华南师范大学医院在 2009 年 7 月~2011 年 6 月对 42 例接受维持性血透治疗的患者 (原发性慢性肾小球肾炎 10 例/高血压肾病 5 例/糖尿病肾病 5 例/多囊肾 1 例) 临床实验表明，使用尿毒清治疗后患者主要指标与健康组的差距明显缩小，尿毒清可以改善微炎症和改善贫血。

表 6.尿毒清在改善血透患者低水平炎症方面疗效

组别		Hgb(g/L)	Alb(g/L)	hs-CRP(mg/L)	IL-6(ng/L)	TNF-a(ug/L)
健康组		135.32+-9.21	49.74+-8.52	1.56+-0.89	1.21+-0.67	8.95+3.74
对照组	治疗前	77.86+-9.69	39.28+-9.37	7.56+-1.41	4.08+-1.94	23.45+-4.09
	治疗后	105.31+-9.87	41.78+-7.54	6.98+-1.30	3.58+-1.26	20.52+-3.07
治疗组	治疗前	76.28+-9.98	37.99+-8.97	6.93+-1.76	3.96+-1.85	21.78+-3.87
	治疗后	110.97+-9.63	43.12+-6.34	3.94+1.98	2.11+-0.96	16.83+-4.21

资料来源：广州中医药大学；华南师范大学；安信国际

3.4. 尿毒清在国内拥有广阔的潜在市场需求

如前文所述，慢性肾炎、糖尿病、高血压是引起慢性肾病的主要原因。

生活习惯和工作压力将导致肾炎患者增加。引发慢性肾炎的原因包括：i) 咽炎、扁桃体炎等感染；ii) 长期劳累过度导致人体免疫力下降；iii) 长期憋尿等不良生活习惯；iv) 器质性疾病导致肾炎；v) 乱用感冒药、止痛药、减肥药等导致肾炎。从现代人的生活状况看，慢性肾炎患者将继续增加。

糖尿病肾病和高血压肾病患者将继续增加。对于根据新华社的报道，2013年国内高血压患者已经超3.3亿。由于老龄化和饮食结构等问题，国内糖尿病患者已经从2007年的3980万增加到目前的1.14亿。我们预计未来高血压和糖尿病患者人数将继续快速增长。如前文所述，根据山西省中医药大学附属医院的统计，常见的2型糖尿病患者中DN的患病率与糖尿病病程关系也十分密切，发病<5年时为7~10%，发病20~25年为20~35%，发病25年以上为57%。在国内由于人口老龄化和工作压力等原因，高血压和糖尿病患者群体不断扩大，因此我们认为尿毒清等肾病药物拥有广阔的潜在需求。

3.5. 尿毒清销售网络拥有较大拓展空间，销售量将维持较快增长

2014年覆盖三级医院的数量为1025家，其中2014年新增74家。2014年覆盖的二级及二级以下医院为约3586家，其中2013年和2014年分别新增约400和500家，一直保持较快增速。国内目前总共有1829家三级医院，其中适合尿毒清的有1478家，因此未来还有约453家三级医院可以拓展，而二级和二级以下医院拓展空间更大。

从目前覆盖的三级医院数量和前文所述的尿毒清在医院市场的市场份额来看，尿毒清在大中型医院已经拥有较高的认可度，而且肾病药物需求的内生增长将维持较快速度，因此我们认为尿毒清颗粒销量增速将维持在25%~30%左右，也就是和2013年及2014年基本持平。

3.6. 预计招标降价对尿毒清销售影响比较有限

尿毒清颗粒在2010年~2013年上半年都维持比较平稳的价格，75克的平均批发价/平均中标价/平均零售价分别维持在45-47元/55-56元/58-59元，波幅非常小，证明议价能力较强。虽然国内新一轮招标的降价幅度大于预期，但是公司对自身产品质量拥有非常强的信心，目前已经放弃湖南和浙江等省份的投标。公司收入有约30%来自零售药店，而且由于尿毒清需要长期服用，途中换药对治疗不利，因此我们相信就算公司放弃招标，很多医生也会介绍患者到零售药店去购买，因此产品价格波幅不至于太大，应该能维持相对稳定的售价。

4. 核磁共振对比剂拥有较大增长空间

4.1. 预计国内核磁共振对比剂需求将维持较快增长

核磁共振概念：核磁共振(MRI)又叫核磁共振成像技术，是继CT后医学影像学的又一重大进步。其基本原理是将人体置于特殊磁场中，用无线电射频脉冲激发人体内氢原子核，引起原子核共振并吸收能量。在停止射频脉冲后，氢原子核按特定频率用无线电射频脉冲激发人体内氢原子核，引起氢原子核共振，并吸收能量。在停止射频脉冲后，氢原子核按特定频率发出射电信号，并将吸收的能量释放出来，被体外的接受器收录，经电子计算机处理获得图像。

核磁共振是传统 X 光检查和 CT 检查的有效补充。目前在影像学检查方面主要有三种手段：X 光检查、CT 检查和核磁共振。

X 光检查是传统的影像学检查手段，是疾病初筛的首选检查方式。对于有移位骨折、有骨质改变的骨病、关节部位骨性病變、不透光异物存留、心肺器质性疾病、消化系统梗阻等疾病有很好的诊断价值。另外，X 光片还能拍摄动力位相，能发现患者在改变体位时才感觉到不适的疾病。尤其是动力位片检查，目前国内尚极少能用磁共振替代 X 光检查的。X 光检查费用低廉，投照量小，适合绝大多数患者常规检查。

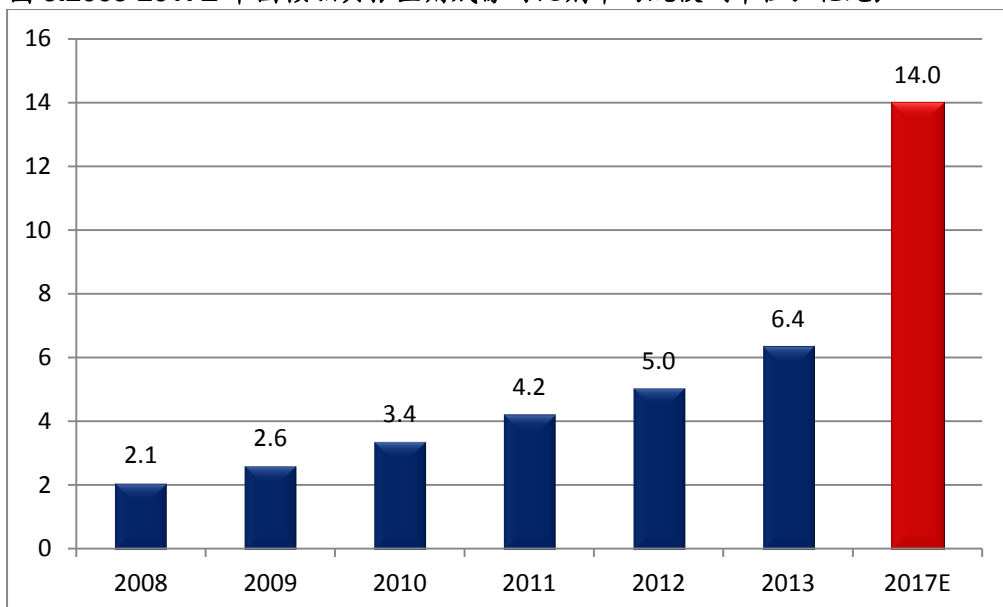
CT 检查在显示横断面方面明显优于 X 光片，尤其是对密度高的组织显像清晰，对于测量骨性结构之间的距离精确度高。CTA 能清晰的显示血管走向及血管病变，对肿瘤的检查灵敏度明显高于普通 X 光片。而且，多排螺旋 CT 能进行三维成像，有助于立体显示组织和器官病变。但是，CT 扫描限于技术员的专业水平不同及扫描层面间隔限制，不能整体的阅读检查部位的信息，导致有一定的漏诊率。另外，CT 拍摄动力位相极少运用于临床工作中，而且 CT 对软组织显像清晰度和分辨率不高。

核磁共振(MRI)检查与 X 光和 CT 检查最大的不同在于检查过程中没有 X 线辐射，对机体的损害很小。

核磁共振是 CT 检查的有效补充。这种技术对肺部、各种组织器官结石及钙化、肝脏、胰腺、肾上腺、前列腺等的检查逊于 CT，但是对人体没有任何伤害，而且对软组织结构显示清晰，对中枢神经系统、膀胱、直肠、子宫、阴道、关节、肌肉等检查由于 CT，所以是 CT 检查的有效补充。

预计核磁共振设备和对比剂需求将继续提升。随着高血压、脑卒中等患者的增加，我们预计核磁共振设备和对比剂需求将不断扩大。根据南方所的估计，2013 年核磁共振对比剂市场规模为约 6.35 亿人民币，而 2017 年将增加到 14 亿，CAGR 为 22.6%。

图 5.2008-2017E 中国核磁共振医用成像对比剂市场规模（单位：亿元）



资料来源：南方所；安信国际

4.2. 公司产品具备价格优势，销售网络有较大拓展空间

根据南方所的报告，公司的钆喷酸葡胺注射液 2012 年市场份额为 17.1%，略低于北京北陆药业的 30.5% 和德国拜耳的 25.9%。但是在价格方面，公司产品的平均零售价为 131.5 元，明显低于拜耳的 184.9 元，也略低于北京北陆药业的 135.5 元。

截至 2014 年底产品覆盖的三级医院数量为 510 家，但是可以覆盖的有 1216 家，所以销售网络还有较大拓展空间。同时，在已经覆盖的医院将继续受益于需求的内生增长。我们预计产品销售收入有望维持 20% 以上的增速。

5. 新产品将逐渐注入活力

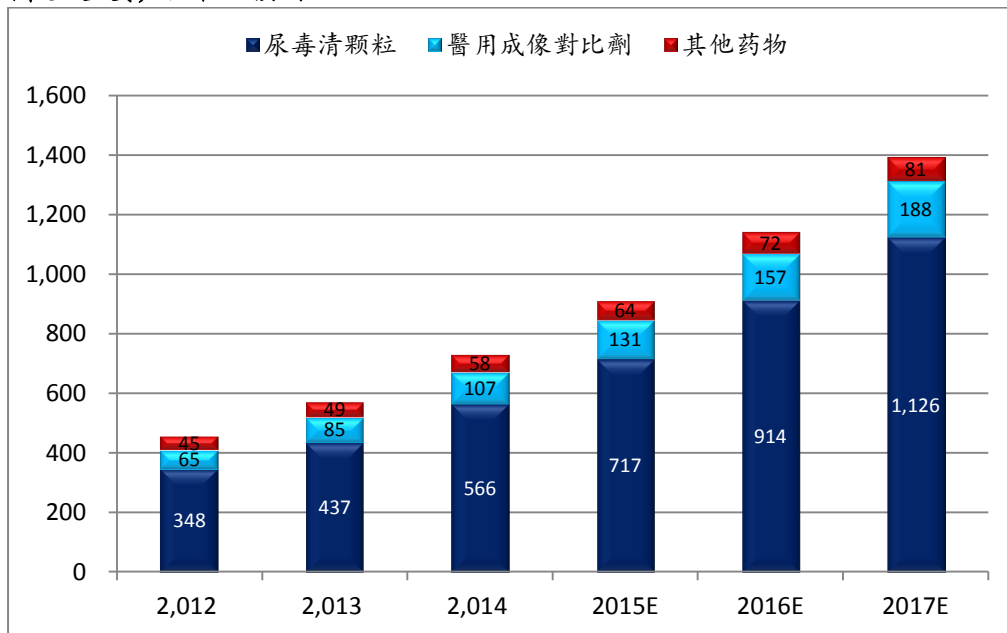
公司目前正在开发三种 CT 医用成像对比剂，目前正在如期推进，预计将于 2016 年推出。另外预计 2017 和 2020 年还有一种核磁共振医用成像对比剂和用于早期糖尿病肾病治疗的新药推出。

6. 盈利预测

6.1. 收入预测

我们预计尿毒清的销售量增速将维持在 25%~30%，而收入也将维持 23%~27% 的水平。核磁共振对比剂钆喷酸葡胺注射液的销售收入也将维持在 20% 以上水平。

图 6. 主要产品收入预测



资料来源：公司资料；安信国际预测

6.2. 其他关键假设

预计毛利率比较稳定。过去几年中原材料占公司生产成本的接近70%，是影响毛利率的主要因素。公司去年毛利率略为下跌0.8个百分点至78.3%，主要是由于原材料价格略为上涨。公司已经于2014年下半年购入部分2015年用的原材料，预计短期内原材料成本大幅波动的可能性不大。2015年以来国内招标降价大于以往，但是公司毛利率接近80%，降价对于毛利率影响有限。另外，如前文所述，占2014年收入约77%的尿毒清颗粒有约3成使用零售渠道销售，由于这种药物需要长期服用，中途换药对不利治疗，因此相信许多医生会推荐患者从药店购买，药店也会因此增加进货，所以我们认为招标降价对公司影响比较有限，公司毛利率将维持在78%左右水平。

有效税率将维持在20%左右。2013年由于旗下康臣药业（内蒙古）有限责任公司（「康臣内蒙古」）的税务优惠期于2012年完结，其所得税税率由2012年的12.5%上升至2013年的15%，而在香港发生的上市费用无法抵扣国内产生的盈利，公司有效税率由23.9%上升至27.4%。2014-2016年康臣药业（内蒙古）仍将使用15%的税率。但是，进入2014年以后，由于公司计划将附属公司广州康臣盈利用于中国境内业务再投资，并计划未来几年内不再向海外控股公司派发广州康臣及其中国附属公司赚取的盈利，因此不再需要缴纳10%的预扣税，因此有效税率下降至20%，未来几年预计仍然将维持这个税率。

7. 投资建议

我们预计2015E-2017E EPS 分别为0.26/0.31/0.38元人民币。目前股价对应19倍2015E PER，低于行业平均，我们认为还有提升空间。按照7.5港元定价，对应23倍2015E PER，较目前股价有24.8%上涨空间。

同业估值比较 - 医药

股份名称	代码	市值 百万元	股价 元	最近报表 年结, Y0	--- 市盈率 (倍) ---				-- 每股盈利增长 (%) --				股息率 (%)			市净率 (倍)			净负债 比率% *	ROE %	ROA %
					Y0	Y1f	Y2f	Y3f	Y0	Y1f	Y2f	Y3f	12个月	Y1f	Y2f	Y0	Y1f	Y2f			
香港 (港币)																					
四环医药	460HK	45,706	4.41	12/2013	28.0	21.1	17.0	13.9	44.1	32.6	24.0	22.7	0.67	1.45	1.96	4.63	4.09	3.55	-29.6	18.9	15.29
康哲药业	867 HK	33,876	13.36	12/2014	24.7	23.4	18.6	15.3	64.3	5.3	25.9	21.6	1.26	1.38	1.67	6.46	5.53	4.66	0.8	28.8	23.70
李氏大药厂	950 HK	8,779	14.96	12/2014	42.1	33.0	26.3	21.5	25.0	27.5	25.4	22.4	0.62	0.74	0.90	8.72	7.17	5.91	-36.5	22.4	15.21
山东威高	1066 HK	32,454	7.06	12/2014	23.5	21.0	18.5	16.3	166.7	12.1	13.4	13.4	1.15	1.20	1.40	2.57	2.36	2.15	-22.5	11.5	9.29
中国生物制药	1177 HK	47,487	9.75	12/2014	31.8	28.6	24.1	20.4	45.9	11.4	18.8	18.3	0.62	1.20	1.43	7.29	5.75	4.81	-49.5	25.0	12.54
中国先锋医药	1345HK	7,853	5.92	12/2014	23.7	17.5	14.0	11.8	-13.0	35.0	25.2	18.3	3.63	3.68	4.52	5.60	4.34	3.65	30.9	22.9	11.50
凤凰医疗	1515 HK	12,423	15.02	12/2014	42.9	39.4	30.6	24.4	75.0	8.9	28.9	25.4	1.14	0.50	0.57	6.16	5.30	4.63	-65.9	14.2	11.12
康臣药业	1681 HK	6,180	6.01	12/2014	22.9	18.1	14.4	11.6	5.0	26.2	25.7	24.0	1.34	0.92	1.21	3.35	3.06	2.66	-76.4	15.7	13.54
利君国际	2005 HK	11,013	3.65	12/2014	17.8	15.1	12.2	10.6	18.7	18.2	23.6	15.4	0.81	3.21	2.79	3.33	3.13	2.66	16.8	19.7	12.20
东瑞制药	2348 HK	5,643	7.13	12/2014	22.4	17.1	13.3	10.6	33.4	30.7	29.1	24.9	1.56	2.40	3.03	3.68	3.23	2.78	-20.9	17.5	12.02
上海医药	2607 HK	85,607	24.4	12/2014	20.3	18.2	16.2	13.8	15.7	12.0	12.0	17.1	1.46	1.33	1.48	1.89	1.75	1.61	-11.3	9.6	4.30

注：*净负债比率为负数代表净现金，上表中康臣（1681）的预测为彭博预测
数据来源：彭博

8. 风险提示

- i) 药品降价幅度大于预期；
- ii) 新医院推广速度慢于预期；
- iii) 新产品推出慢于预期
- iv) 同业竞争加剧

附表：财务报表预测

(12/31 年结; 百万 RMB)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业额	572	731	912	1143	1394
销售成本	(120)	(159)	(198)	(251)	(307)
毛利	452	572	714	891	1088
其他收入	13	38	26	22	18
分销成本	(178)	(231)	(283)	(354)	(432)
行政开支	(77.7)	(114.1)	(137.0)	(168.4)	(203.8)
其他净(亏损)	0	(0)	0	0	0
税前溢利	210	264	321	391	470
所得税	(58)	(53)	(64)	(78)	(94)
净利润	153	211	256	313	376
每股盈利	0.15	0.21	0.26	0.31	0.38
每股净资产	1.26	1.44	1.63	1.85	2.13
EBIT	206	235	301	375	458
EBITA	219	251	316	394	479
同比					
营业收入	24.9	27.8	24.8	25.3	22.0
毛利	30.4	26.4	24.9	24.8	22.0
经营溢利	16.7	14.1	27.7	24.7	22.1
除税前溢利	17.5	25.5	21.4	21.9	20.2
净利润	12.2	38.1	21.4	21.9	20.2
资产负债表					
流动资产	1193	1397	1548	1762	2014
存货	49	53	70	86	104
贸易及其他应收款项	242	248	341	375	481
银行结余及现金	902	844	1137	1290	1406
其他	0	251	0	11	23
非流动资产	264	266	322	353	382
物业、厂房及设备	232	230	285	316	345
递延税项资产	5	10	10	10	10
其他	27	27	28	28	28
总资产	1457	1663	1870	2116	2396
流动负债	150	178	188	214	222
贸易及其他应付款项	138	151	163	193	202
其他	12	28	25	20	20
非流动负债	49	52	52	52	52
递延收益	10	12	12	12	12
应付关连方款项	40	39	39	39	39
总负债	200	230	240	265	274
股本	78	78	78	78	78
储备	1179	1355	1553	1772	2045
总权益	1257	1433	1631	1850	2123
净负债(现金)	(902)	(844)	(1137)	(1290)	(1406)
现金流量表					
经营活动现金净额	164	295	171	296	270
投资活动现金净额	16	(248)	181	(50)	(50)
融资活动现金净额	640	(105)	(59)	(93)	(103)
现金及现金等价物增加净额	820	(58)	293	153	116
年初现金净额	82	902	844	1137	1290
年末现金及现金等价物	902	844	1137	1290	1406

(续下页...)



(12/31 年结; 百万 RMB)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
主要财务比率					
P/E (x)	31.0	22.4	18.5	15.2	12.6
P/B (x)	13.3	3.8	3.3	2.9	2.6
Dividend yield (%)	0.0	1.4	1.6	2.0	2.4
EV/EBITDA (x)	23	21	15	12	10
EV/EBIT (x)	24.7	21.9	16.2	12.6	10.0
Gross margin (%)	79.1	78.3	78.3	78.0	78.0
EBITDA margin (%)	38.3	34.4	34.7	34.5	34.4
Pre-tax profit margin (%)	36.8	36.2	35.1	34.2	33.7
Net margin (%)	26.7	28.9	28.1	27.4	26.9
SG&A/sales (%)	44.7	47.2	46.0	45.7	45.6
Effective tax rate (%)	27.4	20.0	20.0	20.0	20.0
ROAE (%)	19.0	15.7	16.7	18.0	18.9
ROAA (%)	14.5	13.5	14.5	15.7	16.7
Current ratio (x)	7.9	7.8	8.2	8.2	9.1
Stock turnover days (s)	107.5	116.0	112.5	111.8	111.5
A/R turnover days (s)	149.1	112.6	110.8	109.1	107.5
A/P turnover days (s)	79.2	64.5	63.7	63.2	62.6
Interest coverage (x)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Net debt/ (cash) to equity (%)	(71.7)	(58.9)	(69.7)	(69.7)	(66.2)
Total asset to equity ratio (x)	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
Dividend payout ratio (%)	N/A	31.2	30	30	30

资料来源: 公司资料; 安信国际预测

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司（安信国际）编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解釋），安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及 / 或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15%以上；
- 增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5%至 15%；
- 中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至 5%；
- 减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010