

## 稳步增长，继续看好中长期发展

**康缘药业（600557）**

评级：增持（维持）

股价：18.04 元 目标价：21.00 元

季报点评

2009 年 4 月 14 日 星期二

### 医药化工研究小组

袁舰波

**021-50586660-8628**

yjb@longone.com.cn

医药行业/中药

联系人：顾颖

**021-50586660-8638**

dhresearch@longone.com.cn

|          |           |
|----------|-----------|
| 6 个月目标价位 | 21.00 元   |
| 升值潜力(%)  | 16.4      |
| 目标价确定日期: | 2009-4-13 |

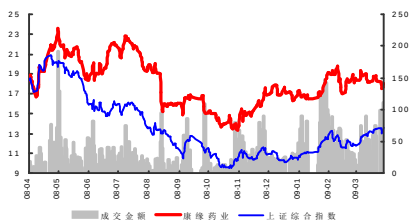
### 重要数据

|          |       |
|----------|-------|
| 总股本(亿股)  | 2.66  |
| 流通股本(亿股) | 1.97  |
| 总市值(亿元)  | 48.07 |
| 流通市值(亿元) | 35.54 |

### 市场表现

|      | 绝对涨幅(%) | 相对涨幅(%) |
|------|---------|---------|
| 1 个月 | 8.0     | -5.2    |
| 3 个月 | 21.6    | -6.7    |
| 6 个月 | 51.5    | 29.3    |

个股相对上证综指走势图



相关报告:

- 《研发实力彰显核心能力，营销改革促进业绩增长》，2007 年 11 月 30 日
- 《工业产品快速增长，构建完美产品梯队》，2008 年 7 月 21 日

### 投资要点

#### q 一季报数据

公司 2009 年 1-3 月份实现销售收入 20923.4 万元，同比下降 25.7%，实现归属上市公司股东净利润 3130.7 万元，同比增长 10.6%，每股收益 0.12 元，每股经营净现金流 0.04 元。

#### q 一季报点评

公司销售收入同比下降较大，主要原因在于 08 年 10 月，公司处置了连云港康缘医药商业有限公司股权，致使本期合并报表范围发生变化。如剔除该因素影响，报告期公司营业收入、归属于上市公司股东的净利润、经营活动产生的现金流量净额分别同比增长 5.50%、14.87%、6.78%。

08 年 4 季度，受“刺五加”注射剂事件的影响，公司正高速成长的二线产品热毒宁注射剂销售受到严重影响，环比销售甚至出现下滑；同时，公司拳头品种桂枝茯苓胶囊新适应症的开发也面临很多的挑战，在上述两个因素的共同影响下，尽管公司 08 年的经营业绩同比有大幅度的提升，但仍低于我们的预期。

因此，热毒宁和桂枝茯苓胶囊的销售情况成为我们最为关心的问题。

从今年一季度的整体经营情况看，热毒宁的销售已走出下降通道，桂枝茯苓胶囊新适应症的开发也正按部就班的进行，公司正逐步走出去年四季度业绩低迷的状况。

#### q 盈利预测及估值

我们维持公司 09 年-10 年每股收益分别为 0.70 元和 0.88 元的盈利预测，对应目前股价的市盈率分别为 25.8 倍和 20.5 倍，公司价值存在低估，给予公司 6 个月 21.00 元的目标价，予以“增持”评级。

我们认为，公司是我国中药行业的龙头企业，具有研发和营销优势，在新医改浪潮中将获得更多的成长机遇，尽管公司短期业绩有放缓的迹象，但从长

期看，公司仍然具备相当高的投资价值，我们维持公司的长期“买入”评级。

从短期看，新医改最终方案已经公布，促使全行业普涨的因素已基本消除，未来更多关注的应该是各种医改细则出台后对具体上市公司的影响。

基本药物目录预计将在四月底以前公布，届时将对我国相关的医药上市企业产生巨大的影响，我们预期公司可能会有多个独家品种进入基本药物目录，未来的经营发展将面临更多的机遇，我们将紧密跟踪公司的最新动态，并根据公司的最新进展及时调整公司评级。

**表 1: 公司主要经营指标预测简表**

| 主要财务指标     | 2006   | 2007   | 2008     | 2009E    | 2010E    |
|------------|--------|--------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)  | 855.37 | 998.63 | 1,132.29 | 1,024.96 | 1,225.69 |
| 营业收入增长率(%) | 6.35%  | 16.75% | 13.38%   | -9.48%   | 19.58%   |
| 营业利润(百万元)  | 84.65  | 113.02 | 156.83   | 208.10   | 264.09   |
| 营业利润增长率(%) | 26.65% | 33.51% | 38.76%   | 32.69%   | 26.91%   |
| 净利润(百万元)   | 64.02  | 96.36  | 141.10   | 186.10   | 234.86   |
| 净利润增长率(%)  | 31.07% | 50.51% | 46.43%   | 31.90%   | 26.20%   |
| 营业利润率(%)   | 7.48%  | 9.65%  | 12.46%   | 18.16%   | 19.16%   |
| 净资产收益率(%)  | 13.23% | 17.63% | 15.43%   | 18.47%   | 20.88%   |
| 每股收益(元)    | 0.41   | 0.62   | 0.53     | 0.70     | 0.88     |
| 每股净资产(元)   | 3.16   | 3.58   | 3.57     | 3.83     | 4.27     |
| PE(X)      | 23.11  | 48.88  | 35.41    | 26.84    | 21.27    |
| PB(X)      | 3.00   | 8.44   | 5.25     | 4.90     | 4.39     |
| EV/EBITDA  | 12.36  | 28.30  | 23.01    | 18.15    | 15.24    |

资料来源：公司年报，东海证券研究所

备注：公司医药商业从 **2008** 年第四季度起剥离。

#### q 风险提示

中药注射剂的系统性风险可能影响公司新的拳头品种热毒宁注射液的增长；销售费用和管理费用的控制达不到预期。

**附注:****分析师简介及跟踪范围:**

**袁舰波:** 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有 13 年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

**重点跟踪公司:** 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业、双鹭药业、上海医药、复星医药等。

**一、行业评级**

|    |             |                           |
|----|-------------|---------------------------|
| 推荐 | Attractive: | 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数 |
| 中性 | In-Line:    | 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平 |
| 回避 | Cautious:   | 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数 |

**二、股票评级**

|    |             |                                |
|----|-------------|--------------------------------|
| 买入 | Buy:        | 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$      |
| 增持 | Outperform: | 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$   |
| 中性 | Neutral:    | 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$ |
| 减持 | Sell:       | 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$         |

**三、免责条款**

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

**东海证券研究所**

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122