

2009 年 07 月 21 日

市场数据 (人民币)

市价(元)	15.35
已上市流通 A 股(百万股)	236.24
总市值(百万元)	4,907.83
年内股价最高最低(元)	18.61/11.11
沪深 300 指数	3591.12
上证指数	3266.92
2007 年股息率	0.29%


相关报告

- 1 《一季度平平淡淡》，2009.4.14
- 2 《底蕴深厚,成长稳健》，2009.3.18
- 3 《2008 年产品销售数据点评》，2009.1.13
- 4 《2009 年产品增长分析与展望》，2008.12.29

医药行业研究小组
黄挺

 (8621)61038218
 huangting@gjzq.com.cn

李龙俊

 (8621)61038315
 lilongjun@gjzq.com.cn

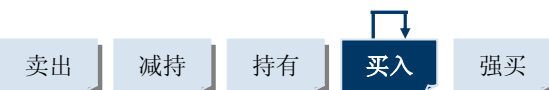
联系人: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

康缘药业 (600557.SH)

——静候收获期到来


公司基本情况 (人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.410	0.617	0.533	0.540	0.654	0.801
净利润增长率	31.07%	50.51%	47.31%	21.67%	21.12%	22.51%
先前预期每股收益(元)				0.540	0.654	0.801
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.571	0.705	0.962
市盈率(倍)	23.11	48.88	32.08	34.71	28.66	23.40
行业优化市盈率(倍)	33.83	61.34	37.44	37.44	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A	N/A
PE/G(倍)	0.74	0.97	0.68	1.60	1.36	1.04
已上市流通 A 股(百万股)	100.12	100.12	196.86	196.86	196.86	196.86
总股本(百万股)	156.06	156.06	266.44	319.74	319.74	319.74

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

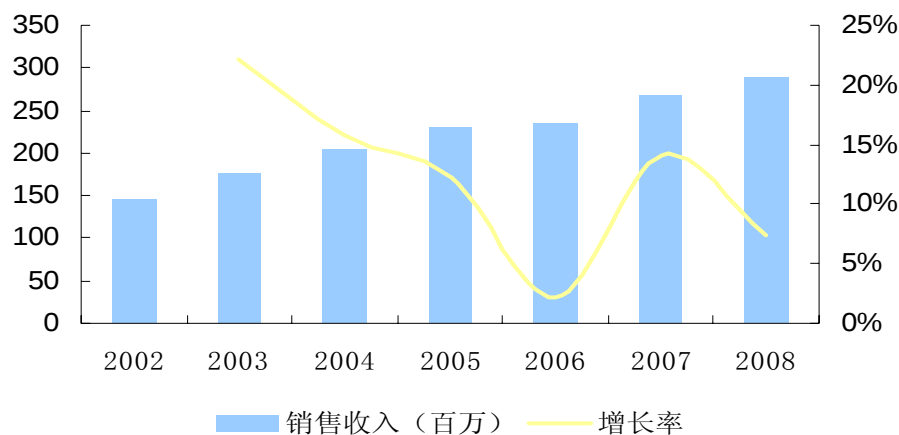
- 公司目前重点进行营销的细化工作, 发展速度有所放缓。
 - ◆ 公司针对营销中存在的管理粗放问题, 进一步细化营销管理, 加强成本费用控制力度, 堵住管理漏洞, 细化责任指标, 明确具体业务人员的考核目标及激励惩罚机制。
 - ◆ 公司对渠道里面的存货进行彻底清理。目前渠道中的存货水平大约是 3-3.5 个月的消化量, 公司希望存货水平降至 2.5 个月的消化量。
 - ◆ 公司计划加大分销的力度, 将分销队伍从目前的 100 多人扩充至 300 人。
- 营销细化工作在二季度逐渐显现成效, 主要产品的二季度消化数据较一季度有所改善。但由于渠道的存货水平尚未达到公司的既定目标, 我们预计公司二季度的销售数据将延续一季度的表现。
 - ◆ 桂枝茯苓胶囊是公司的现金牛品种。我们看好乳腺小叶增生的新市场, 但作为新适应症的市场拓展仍需要一定市场培育期。
 - ◆ 天舒胶囊、抗骨增生胶囊和金振口服液作为成熟品种, 难以实现较快增长。
 - ◆ 腰痹痛胶囊和散结痛胶囊作为次新品种, 仍能维持较快增长。
- 中药注射液: 热毒宁逐步走出低谷; 再评价工作进展缓慢。
 - ◆ 随着医院逐步对中药注射液不良反应事件的消化, 以及公司不断对医生进行维护工作, 热毒宁的销售逐步走出中药注射液不良反应事件的不利影响。

- ◆ 由于卫生部和药监局的机构调整、新医改事件以及甲型 H1N1 流感疫情等影响，中药注射液再评价工作进展缓慢。
- ◆ 完成再评价工作有利于中药注射液行业长期良性发展，特别有利于以康缘为代表的高水准中药现代化企业。
- 我们预测公司 2009 年、2010 年、2011 年每股收益为 0.540 元、0.654 元和 0.802 元。
- 公司的发展思路符合中药现代化的方向。在国家政策鼓励 and 指导下，我们认为这个行业会有大的企业诞生，而康缘无疑是当前最具潜力的。我们继续维持“买入”的投资评级，建议投资者关注公司的长期投资价值，静静等候收获期的到来。

营销细化是当前工作的重点

- 公司在 2006 年开始营销模式的改革，从传统的分区域销售转变为分产品线销售，垂直建立若干条产品销售队伍。此次营销改革打破了长期困扰公司的销售体制障碍，并取得立竿见影的效果，公司主要产品均获得新的突破。
- ◆ 以公司最成熟的产品桂枝茯苓胶囊为例，在营销改革的推动下，该产品从 2007 年开始又实现了较快的增长。

图表1：桂枝茯苓胶囊从 2007 年开始又实现了较快的增长



来源：国金证券研究所

- 营销模式的转变带来公司新的发展局面，但随着各类产品快速增长，公司营销体系中存在的一些细节问题越来越不适应新形势下的营销需求。从年初开始，公司重点抓营销细化工作，一项一项解决营销中存在的细节问题。
- ◆ 公司建立了分线销售的营销体制，并垂直建立了若干条产品销售队伍。由于初次尝试分线营销模式，公司的营销体制并不成熟，营销管理略显粗放。公司认真分析营销中存在的问题，进一步细化营销管理，加强成本费用控制力度，堵住管理漏洞，细化责任指标，明确具体业务人员的考核目标及激励惩罚机制。
- ◆ 对渠道里面的存货进行彻底清理。目前渠道中的存货水平大约是 3-3.5 个月的消化量，公司希望渠道中的存货水平降至 2.5 个月的消化量。
- 公司计划加大分销的力度。随着新医改的不断深入，新农合和社区医院等第三终端迅速崛起。公司充分认识到第三终端带来的市场机会，计划进一步加大分销的力度。目前，公司的分销队伍有 100 多人，公司计划将分销队伍扩充至 300 人。

公司主要产品的经营情况

二季度消化数据较一季度有所改善

- 公司在一季度进行的营销细化工作在二季度逐渐显现成效，公司主要产品的二季度消化数据较一季度有所改善。但由于渠道的存货水平尚未达到公司的既定目标，公司还需进一步控货来清理渠道，我们预计公司二季度的销售数据将延续一季度的表现。

桂枝茯苓胶囊：新适应症的拓展需要时间

- 桂枝茯苓胶囊是公司的现金牛品种，目前销售规模达到了 3 个亿，进入了规模的稳定期。

- 乳腺小叶增生的适应症推广比较顺利，但作为新适应症的市场拓展仍需要一定市场培育期；前列腺炎的适应症推广难度相对较大。
 - ◆ 桂枝茯苓的理论适应症很广，包括：子宫肌瘤、慢性盆腔炎性包块、痛经、卵巢囊肿、子宫内膜异位症、产后及流产后恶露不净、产后尿潴留、放环后腹痛、乳腺小叶增生、慢性前列腺炎、前列腺增生等。
 - ◆ 康缘药业在原适应症基础上，又拿到了乳腺小叶增生、慢性前列腺炎、前列腺增生新适应症。乳腺增生和前列腺疾病发病率很高，30岁以上的女性50%患有不同程度的乳腺增生，50岁以上的男性50%患有前列腺疾病。
 - ◆ 我们比较看好乳腺增生的拓展，原因在于：第一，乳腺增生同样缺乏有效的西药，中药是最好的选择，而目前市场上还没有形成强势的品牌。其次，桂枝茯苓在乳腺增生方面已经有很多临床资料证实其疗效显著。虽然目前乳腺小叶增生的适应症推广比较顺利，但作为新适应症的市场拓展仍需要一定市场培育期。

中药注射液：热毒宁销售有所起色，新产品批文短期难以拿到

- 随着去年底和今年初一系列中药注射液不良反应事件的发生，公司的热毒宁产品受到较大影响，销售出现了一定程度的萎缩。
 - ◆ 2008年4季度和2009年1季度是热毒宁销售最差的时期，两个季度消化数据分别为2310万和2372万。
 - ◆ 随着医院逐步对中药注射液不良反应事件的消化，以及公司不断对医生进行维护工作，热毒宁的销售逐步走出中药注射液不良反应事件的不利影响。2009年4月份，热毒宁的销售额达到1300万，实现较大幅度的增长。
- 由于卫生部和药监局的机构调整、新医改事件以及甲型H1N1流感疫情等影响，中药注射液再评价工作进展缓慢。
 - ◆ 中药注射液再评价工作有利于中药注射液行业的长期发展，因为再评价工作将严格规范中药注射液的生产标准，形成较高的进入门槛和有序的竞争机制。
 - ◆ 国家对中药注射剂最新的规范标准为：复方中药注射剂已知成份是固化物总含量的60%、单方中药注射剂要求已知成份是固化物的80%。
 - ◆ 热毒宁是严格按照国家最新的中药注射剂规范标准来进行研发生产的，是国内唯一一个已知成份达到固化物总含量60%以上的复方中药注射剂，并且实验检测数据显示其不良反应率已经低于大多数化学药。
 - ◆ 中药注射液再评价的标准尚未最终确定下来，最新征求意见稿中的规范标准为：复方中药注射剂已知成份是固化物总含量的10%。在10%的标准门槛下，仍会有相当一部分中药注射液品种难以通过再评价工作。
 - ◆ 我们预计，再评价工作结束后，中药注射液行业进入一个有序竞争的良性发展阶段。由于部分品种遭到淘汰而空出部分市场，我们认为热毒宁这样的创新中药注射液品种会有更大的市场空间。
- 银杏内酯、惊天宁等中药注射液品种的生产批文短期内难以拿到。
 - ◆ 由于前期一系列中药注射液不良反应事件的发生，药监总局对中药注射液的生产批文非常谨慎。我们预计在中药注射液再评价工作结束前，中药注射液生产批文的进度会非常缓慢。
 - ◆ 从产品潜力上来看，我们认为银杏内酯注射液会成为另一个有潜力的品种。目前银杏叶注射剂市场销售规模在20亿元左右，主要的产品有三个：银杏达莫注射液、舒血宁注射液、金纳多注射液。

二线品种：波澜不惊

- 成熟品种：天舒胶囊、抗骨增生胶囊、金振口服液增速不快
 - ◆ 一季度，天舒胶囊、抗骨增生胶囊和金振口服液的消化数据出现不同程度的同比下降。二季度，这三个成熟品种并没有出现明显的改善。
- 次新品种：腰痹痛胶囊、散结痛胶囊增长较快
 - ◆ 一季度，腰痹痛胶囊和散结痛胶囊的消化数据分别实现 13%和 16%的同比增长，成为公司产品线中的亮点。二季度，这两个次新产品保持了一季度较快增长的势头。
 - ◆ 腰痹痛胶囊为国家三类新药，适用症为腰椎间盘突出，3 期临床实验观察 400 例腰椎间盘突出症的患者，总有效率为 94.3%。同时与目前主要品种腰痛宁相比，疗效也有一定优势。
 - ◆ 散结镇痛胶囊用于子宫内膜异位症所致的继发性痛经、月经不调、盆腔包块、不孕等。子宫内膜异位症是一种与不孕密切相关的妇科常见病，发病率在一般人群中约占 1%-7%，在不孕妇女中高达 30%-40%。

盈利预测

- 我们预测公司 2009 年、2010 年、2011 年每股收益为 0.540 元、0.654 元和 0.802 元。
- 公司的发展思路符合中药现代化的方向。在国家政策鼓励 and 指导下，我们认为这个行业会有大的企业诞生，而康缘无疑是当前最具潜力的。
- 公司目前重点进行营销的细化工作，从而使公司的发展速度有所放缓；同时，中药注射液再评价工作进展缓慢，也影响了公司的进一步发展。但是，这些暂时的不利环境并不会改变公司的长期投资价值。我们继续维持“买入”的投资评级，建议投资者关注公司的长期投资价值，静静等候收获期的到来。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	853	999	1,132	1,267	1,431	1,590
增长率		17.1%	13.4%	11.9%	12.9%	11.2%
主营业务成本	-350	-434	-431	-486	-538	-588
% 销售收入	41.0%	43.5%	38.1%	38.3%	37.6%	36.9%
毛利	503	564	701	781	893	1,003
% 销售收入	59.0%	56.5%	61.9%	61.7%	62.4%	63.1%
营业税金及附加	-10	-12	-15	-15	-17	-19
% 销售收入	1.2%	1.2%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	-294	-301	-382	-412	-469	-517
% 销售收入	34.5%	30.1%	33.8%	32.5%	32.8%	32.5%
管理费用	-101	-118	-139	-146	-155	-159
% 销售收入	11.8%	11.8%	12.3%	11.5%	10.8%	10.0%
息税前利润（EBIT）	97	134	164	209	252	308
% 销售收入	11.4%	13.4%	14.5%	16.5%	17.6%	19.4%
财务费用	-16	-21	-18	-21	-19	-21
% 销售收入	1.9%	2.1%	1.6%	1.7%	1.3%	1.3%
资产减值损失	0	-2	0	-2	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	4	5	2	2
% 税前利润	0.6%	1.7%	2.6%	2.5%	0.8%	0.7%
营业利润	82	113	150	190	235	288
营业利润率	9.6%	11.3%	13.3%	15.0%	16.4%	18.1%
营业外收支	2	7	6	7	7	7
税前利润	84	120	156	197	242	296
利润率	9.9%	12.0%	13.8%	15.6%	16.9%	18.6%
所得税	-19	-22	-13	-24	-31	-38
所得税率	22.6%	18.6%	8.6%	12.0%	13.0%	13.0%
净利润	65	98	143	174	210	257
少数股东损益	1	1	1	1	1	1
归属于母公司的净利润	64	96	142	173	209	256
净利率	1.9%	2.6%	2.3%	4.8%	5.4%	6.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	64	98	143	174	210	257
少数股东损益	1	0	0	0	0	0
非现金支出	37	42	41	42	44	47
非经营收益	16	12	5	10	12	14
营运资金变动	-9	-59	-131	-15	-27	-24
经营活动现金净流	109	93	58	212	239	295
资本开支	-23	-58	-80	-61	-58	-58
投资	10	0	-12	26	0	0
其他	0	0	0	5	2	2
投资活动现金净流	-13	-58	-92	-30	-56	-56
股权募资	0	1	286	0	-66	0
债权募资	-76	-8	-8	-175	77	-76
其他	9	-43	-35	-22	-20	-23
筹资活动现金净流	-67	-50	244	-197	-9	-100
现金净流量	30	-15	210	-15	174	139

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	146	131	341	326	500	639
应收款项	276	348	381	402	440	473
存货	50	52	45	60	66	72
其他流动资产	2	5	52	51	56	61
流动资产	474	536	820	838	1,062	1,245
% 总资产	50.6%	51.9%	62.5%	63.0%	67.4%	70.1%
长期投资	23	33	27	1	0	0
固定资产	369	403	381	406	426	444
% 总资产	39.4%	39.0%	29.1%	30.5%	27.1%	25.0%
无形资产	70	58	81	83	84	85
非流动资产	462	496	491	492	513	531
% 总资产	49.4%	48.1%	37.5%	37.0%	32.6%	29.9%
资产总计	937	1,032	1,311	1,330	1,574	1,776
短期借款	172	210	170	0	77	0
应付款项	192	225	146	171	190	207
其他流动负债	30	39	36	30	34	38
流动负债	394	474	351	201	301	245
长期贷款	45	0	0	0	0	1
其他长期负债	13	0	5	0	0	0
负债	453	474	356	201	301	246
普通股股东权益	484	547	951	1,178	1,321	1,577
少数股东权益	0	11	3	4	5	6
负债股东权益合计	937	1,032	1,311	1,383	1,627	1,829

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.410	0.617	0.533	0.540	0.654	0.801
每股净资产	3.101	3.502	3.571	3.684	4.131	4.933
每股经营现金净流	0.698	0.594	0.219	0.662	0.747	0.922
每股股利	0.160	0.230	0.100	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	13.23%	17.63%	14.92%	14.66%	15.84%	16.25%
总资产收益率	6.84%	9.34%	10.83%	12.48%	12.85%	14.01%
投入资本收益率	11.04%	14.23%	13.33%	15.54%	15.62%	16.90%
增长率						
主营业务收入增长率	6.27%	17.11%	13.36%	11.93%	12.91%	11.17%
EBIT增长率	22.83%	34.09%	22.30%	27.20%	20.70%	22.16%
净利润增长率	31.07%	50.51%	47.31%	21.67%	21.12%	22.51%
总资产增长率	-4.06%	10.16%	27.02%	1.49%	18.35%	12.83%
资产管理能力						
应收账款周转天数	84.7	80.5	69.3	70.0	70.0	70.0
存货周转天数	53.7	43.2	41.3	45.0	45.0	45.0
应付账款周转天数	124.6	105.8	80.7	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	157.3	136.7	106.3	100.3	92.8	86.2
偿债能力						
净负债/股东权益	14.80%	14.13%	-17.89%	-27.55%	-31.88%	-40.32%
EBIT利息保障倍数	6.3	6.3	9.2	10.0	13.6	14.6
资产负债率	48.33%	45.92%	27.15%	14.55%	18.51%	13.45%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	2	3	3	13
买入	1	2	2	3	12
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.60	1.50	1.50	1.49

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-03-18	买入	14.47	N/A
2 2008-05-12	买入	18.38	N/A
3 2008-07-18	买入	17.71	N/A
4 2008-10-20	买入	12.44	N/A
5 2008-12-29	买入	14.40	N/A
6 2009-01-13	买入	14.26	N/A
7 2009-03-18	买入	15.93	N/A
8 2009-04-14	买入	14.65	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。