

2009-07-23

中药

康缘药业 600557.SH

维持

买入

当前价格	15.05 元
目标价格	18.50 元
目标期限	6 个月

分析师:

姚杰

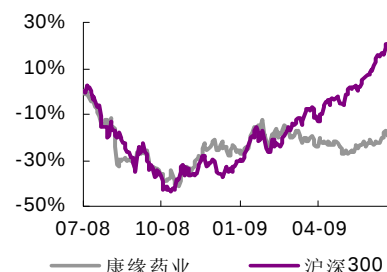
021-22169153

yaoj@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	320
总市值(百万元)	4,812
流通比例(%)	73.89%
12 个月最高/最低 (元)	22.85/13.19
近 3 月日均成交量(百万股)	5.31
主要股东	江苏康缘集团 有限责任公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-12.92	-35.21	-44.43
绝对收益	5.55	6.54	-18.70

相关报告:

业绩符合预期, 基本药物是机遇

..... 2009-03-18

08 年销售情况点评

..... 2009-01-12

业绩符合预期, 期待基本药物

◇ 事件: 公司公布中报

◆ 中报业绩符合预期, 业绩稳定增长:

公司 2009 年上半年实现营业收入 4.35 亿元, 同比下降 24.02%, 如果考虑连云港医药商业报表剔除影响, 公司实际收入增长 10%。实现净利润(归属于上市公司股东)7023 万元, 同比增长 29.53%, eps0.22 元, 符合市场预期, 盈利保持稳定增长。

◆ 销售二季度恢复增长, 热毒宁销售创新高:

从 7 个重点品种销售数据分析, 2009 年上半年七大重点品种开票 3.65 亿元, 纯销 3.58 亿元, 同比增长 10%和 9%。公司销售增长略低于预期主要是由于上半年公司营销调整和热毒宁销售受到中药注射剂影响。但是从分季度数据看, 公司在 2 季度销售已经恢复正常增长, 4-6 月开票和纯销增长明显, 开 1.9 亿元, 同比增长 16%。桂枝茯苓销售超预期, 上半年增长达到了 17%, 主要受益于商业渠道销售的增长。热毒宁在 2 季度迅速走出低谷, 单月销售创历史新高。二线品种中, 腰痛通和散结镇痛增长则低于预期, 分别为 7%和-1%, 天舒销售下降主要是销售渠道的调整。

◆ 下半年销售增长有望延续, 基本药物是关键看点:

从季度数据看, 公司销售在 2 季度出现了良好的增长, 我们预计下半年将延续。我们预计公司 3、4 季度的开票分别为 2.2 和 2.4 亿元, 全年 7 大品种销售增长 13%。其中桂枝茯苓和热毒宁分别增长 12%、40%。公司在未来三个月的看点依然是基本药物目录的出台, 我们期待公司重点品种能入选基本药物目录, 这将提升公司的盈利增长。

◆ 盈利预测和估值: 09-10 年 eps0.56、0.71 元, 长线配置

我们预计公司 09-10 年 eps0.56、0.71 元, 对应 09-10 年 pe27.5x 21x, 建议继续持有(逢低吸纳)。等待销售继续恢复(3、4 季度销售继续走高比较确定)和基本药物目录出台(预计 8 月份出台是大概率事件)。我们认为康缘药业是国内医药企业中的佼佼者, 预计公司 09-11 年三年盈利复合增长 25%问题不大, 也是我们较为确定能超越行业增长的企业, 建议作为医药行业中的基本配置, 长期配置。

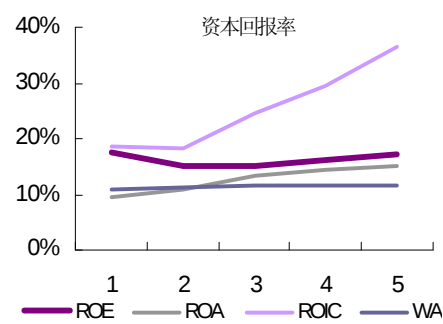
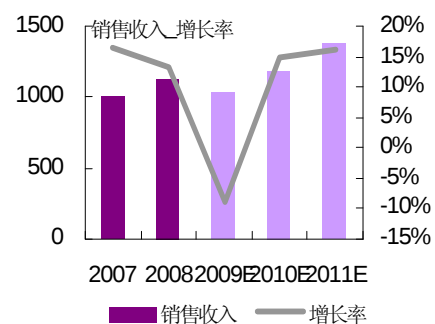
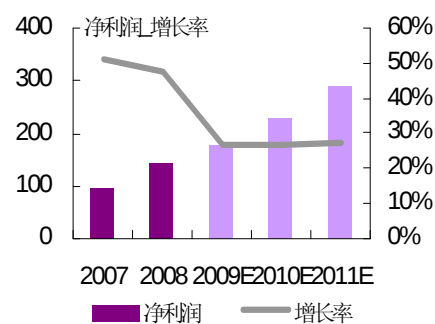
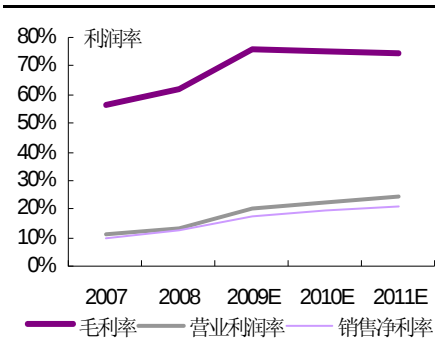
业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	999	1,132	1,030	1,185	1,374
营业收入增长率	16.62%	13.36%	-9.00%	15.00%	16.00%
净利润(百万元)	96	142	180	228	290
净利润增长率	50.84%	47.31%	26.70%	26.63%	27.40%
EPS(元)	0.62	0.53	0.56	0.71	0.91
ROE	17.49%	14.98%	15.21%	16.14%	17.04%
P/E	24	28	27	21	17
P/B	4	4	4	3	3
EV/EBITDA	17	22	18	14	11

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	999	1,132	1,030	1,185	1,374
营业成本	434	431	247	296	350
EBITDA	141	174	240	287	355
折旧和摊销	25	25	24	25	25
销售费用	301	382	449	498	550
管理费用	118	139	110	118	131
财务费用	21	18	7	-1	-4
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	2	4	2	2	2
营业利润	113	150	205	260	332
利润总额	96	142	208	263	335
少数股东损益	1	1	1	1	1
归属母公司净利润	96.36	141.94	179.84	227.73	290.12

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	1,032	1,311	1,342	1,595	1,913
流动资产	536	820	877	1,153	1,495
货币资金	131	341	495	715	992
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	239	191	175	201	234
应收票据	73	157	144	166	192
其他应收款	36	33	33	33	33
存货	52	45	26	33	39
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	25	27	28	28	29
固定资产	374	329	298	271	245
无形资产	58	81	77	73	69
总负债	474	356	154	177	204
无息负债	264	186	154	177	204
有息负债	210	170	0	0	0
股东权益	558	955	1,189	1,418	1,709
股本	156	266	320	320	320
公积金	234	481	515	559	608
未分配利润	172	232	384	578	824
少数股东权益	11	3	4	5	6

现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	93	58	277	219	272
净利润	96	142	180	228	290
折旧摊销	25	25	24	25	25
净营运资金增加	-17	407	260	253	567
其他	-12	-515	-187	-286	-611
投资活动产生现金流	-58	-92	1	1	1
净资本支出	1	1	1	1	1
长期投资变化	0	27	0	0	0
其他资产变化	-59	-120	0	0	0
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	0	110	53	0	0
债务净变化	-8	-40	-170	0	0
其它长期负债变化	364	-78	-32	23	27
净现金流	-15	210	154	221	277

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	16.62%	13.36%	-9.00%	15.00%	16.00%
净利润增长率	50.84%	47.31%	26.70%	26.63%	27.40%
EBITDA 增长率	37.33%	23.61%	37.72%	19.43%	23.88%
EBIT 增长率	38.38%	23.61%	23.37%	21.88%	26.24%
EPS 增长率	50.84%	-13.72%	5.59%	26.63%	27.40%
估值指标					
PE	24	28	27	21	17
PB	4	4	4	3	3
EV/EBITDA	17	22	18	14	11
EV/EBIT	17	22	20	16	12
EV/NAPLAT	19	25	23	18	13
EV/Sales	2	3	4	3	3
EV/IC	4	5	6	6	6
盈利能力 (%)					
毛利率	-	61.92%	76.00%	75.00%	74.50%
EBITDA 率	14.13%	15.41%	23.32%	24.22%	25.86%
EBIT 率	14.13%	15.41%	20.89%	22.14%	24.09%
税前净利润率	12.00%	13.82%	20.18%	22.19%	24.35%
税后净利润率	9.65%	12.54%	17.46%	19.22%	21.11%
ROA	9.46%	10.91%	13.47%	14.34%	15.22%
ROE	17.49%	14.98%	15.21%	16.14%	17.04%
ROIC	22.81%	20.14%	28.06%	33.84%	41.86%
偿债能力					
净负债 / 权益	0.06	-0.18	-0.42	-0.50	-0.58
资产负债率	45.92%	27.15%	11.44%	11.10%	10.68%
流动比率	1.13	2.33	5.89	6.69	7.49
速动比率	1.02	2.21	5.72	6.50	7.29
每股指标					
EPS	0.62	0.53	0.56	0.71	0.91
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-	0.22	0.87	0.69	0.85
每股净资产	3.58	3.58	3.72	4.43	5.34
每股销售收入	6.40	4.25	3.22	3.71	4.30
每股 EBITDA	0.90	0.65	0.75	0.90	1.11

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

姚杰，澳大利亚 VICTORIA UNIVERSITY 金融学硕士。2005 年 9 月加盟光大证券研究所，医药行业研究员，曾在多家医药企业从事过市场营销方面的工作。

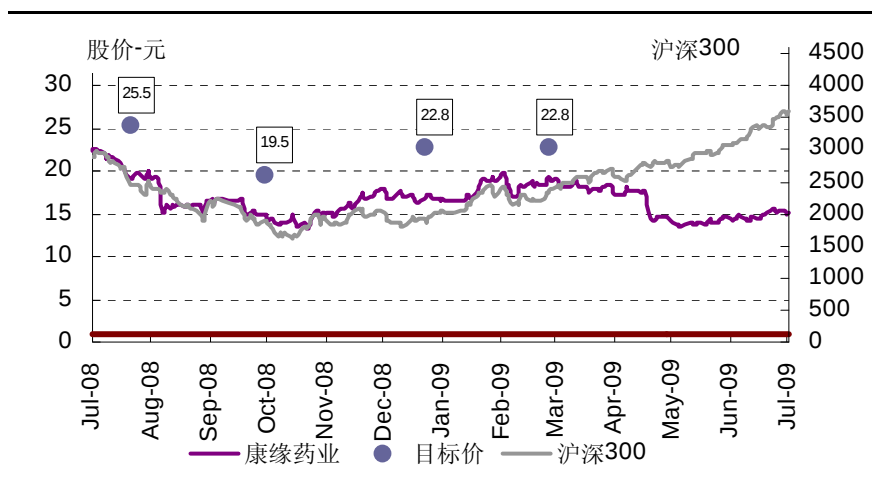
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

康缘药业（600557）

分析师：姚杰



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2007-12-05	24.97	34.00	买入
2008-01-09	31.95	40.00	买入
2008-03-07	35.50	44.00	买入
2008-03-17	32.03	44.00	买入
2008-04-01	31.17	37.50	买入
2008-04-17	29.93	37.50	买入
2008-05-13	22.37	28.00	买入
2008-06-11	18.60	28.00	买入
2008-07-07	21.29	28.00	买入
2008-07-17	20.61	28.00	买入
2008-08-11	19.55	25.50	买入
2008-10-20	15.00	19.50	买入
2009-01-12	16.76	22.80	买入
2009-03-18	18.35	22.80	买入
买入	增持	中性	
减持	卖出		

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
上海				
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebscn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebscn.com
深圳				
	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。