

康缘药业(600557)

稳健成长

易镜明

021-38676779

yijingming@gtjas.com

➤ 三季度点评

本报告导读:

投资要点:

- 09年3季报: 主营收入、同比下降19.1%; 净利润为1.2亿元, 同比上升26.4%。营业利润率大幅上升(09-3q 19.3%, 08-3q 15.1%), 主要是去年包括商业业务, 今年已经剥离导致收入、毛利率和营业利润率不可比。EPS 0.38元(一季度单季0.10, 二季度单季0.12元, 三季度单季0.16元)。ROE 11.7%, 每股经营性现金流-0.14元。
- 公司主业是医药工业, 我们从消化数据来看, 公司临床品种消化增幅16.8%, 加上六味后增幅13%。品种方面: 桂枝2.54亿元, 同比增幅22%; 热毒宁1亿元, 同比增幅41.3%。其他品种: 天数0.44亿、抗骨0.34亿、腰痹通0.68亿、散结镇痛0.68亿、金振0.22亿。未来看点: 1、即将出台的基本药物目录其他机构版可能包括公司的产品。2、桂枝FDA二期进展顺利, 在做数据总结
- 财务指标: 资产负债率为26%。存货周转天数上升(09-3q 80天, 08-3q 48天), 应收账款周转天数略升(09-3q 98天, 08-3q 82天)。上升的主要原因是剥离了商业, 因此体现为纯工业的数据, 和去年同期不具可比性。
- 康缘药业现有产品可保持25%以上的长期利润增速, 即将出台的基本药物目录其他机构版可能包括公司的产品、桂枝FDA二期进展顺利, 正在做数据总结, 我们预计09、10年eps分别为0.56、0.70元。目前股价15.4元对应09、10年PE分别为27.5、22倍。维持增持建议。

评级:

增持

上次评级: 增持

目标价格:

¥20.00

上次预测: ¥17.90

当前价格:

¥15.51

2009.10.22

交易数据

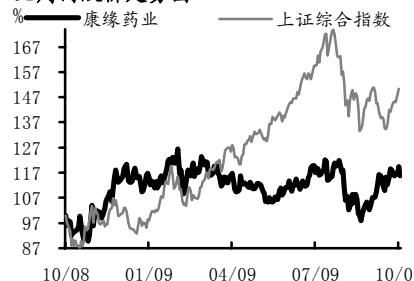
52周内股价区间(元)	12.80 ~ 20.09
总市值(百万元)	4,959
总股本/流通A股(百万股)	320/236
流通B股/H股	0/0
流通股比例	0.74
日均成交量(百万股)	4.2
日均成交值(百万元)	66.8

资产负债表摘要(12/08)

股东权益(百万元)	951.46
每股净资产	2.98
市净率	5.2
净负债率	-18.0%

EPS(元)	2008A	2009
Q1	0.08	0.10
Q2	0.08	0.12
Q3	0.13	0.16
Q4	0.14	0.18
全年	0.44	0.56

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-0.3	-0.3	15.8
相对指数	-4.3	3.8	-41.7

财务摘要(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	999	1,132	1,029	1,214	1,434
(+/-)%	16.6%	13.4%	-9.1%	18.0%	18.2%
经营利润(EBIT)	134	168	185	230	275
(+/-)%	33.5%	25.2%	10.3%	24.0%	19.6%
净利润	96	142	180	225	270
(+/-)%	50.8%	47.3%	26.9%	25.0%	20.0%
每股净收益(元)	0.30	0.44	0.56	0.70	0.84
每股股利(元)	0.10	0.15	0.06	0.07	0.08

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率(%)	13.4%	14.8%	18.0%	18.9%	19.2%
净资产收益率(%)	17.6%	14.9%	16.5%	17.3%	17.5%
投入资本回报率(%)	22.3%	22.3%	25.3%	29.6%	33.9%
EV/EBITDA	27.2	22.7	21.3	17.5	14.9
市盈率	51.2	34.8	27.4	21.9	18.3
股息率(%)	0.6%	1.0%	0.4%	0.5%	0.5%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2009.10.22

股票研究

医药制造业
医药制造业

康缘药业(600557)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: ¥17.90

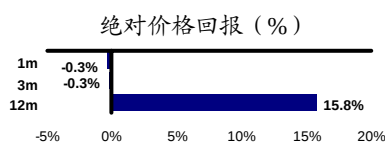
上次预测: ¥17.90

当前价格: ¥15.51

公司网址:
www.kanion.com

公司简介

康缘药业是全国中药新药最多的企业之一, 名列全国企业技术发明专利拥有量第17位, 多年的研发积累使得公司产品众多, 随着营销改革的逐步推进, 公司保持稳健发展态势



财务预测 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表					
营业收入	999	1,132	1,029	1,214	1,434
营业成本	434	431	264	304	352
税金及附加	12	15	10	12	14
营业费用	301	382	411	486	574
管理费用	118	139	157	182	219
EBIT	134	168	185	230	275
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	4	0	0	0
财务费用	21	18	-6	-14	-21
营业利润	113	150	191	244	296
所得税	22	13	29	37	44
少数股东损益	1	1	0	0	0
净利润	96	142	180	225	270
资产负债表					
货币资金、交易性金融	131	341	438	618	854
其他流动资产	405	479	417	490	577
长期投资	25	27	25	25	25
固定资产合计	374	329	387	399	365
无形及其他资产	58	81	71	58	45
资产合计	1,032	1,311	1,348	1,582	1,862
流动负债	474	351	253	279	312
长期负债	0	5	0	0	0
股东权益	558	955	1,095	1,302	1,550
投入资本(IC)	601	755	733	777	811
现金流量表					
NOPLAT	109	154	159	198	237
折旧与摊销	40	41	37	41	42
流动资金增量	32	155	(43)	64	76
资本支出	33	(21)	40	20	0
自由现金流	214	328	193	323	355
经营现金流	117	46	241	187	215
投资现金流	(45)	(5)	(40)	(20)	0
融资现金流	(64)	210	(104)	14	20
现金流净增加额	8	252	97	181	235
财务指标					
成长性					
收入增长率	16.6%	13.4%	-9.1%	18.0%	18.2%
EBIT 增长率	33.5%	25.2%	10.3%	24.0%	19.6%
净利润增长率	50.8%	47.3%	26.9%	25.0%	20.0%
利润率					
毛利率	56.5%	61.9%	74.3%	74.9%	75.5%
EBIT 率	13.4%	14.8%	18.0%	18.9%	19.2%
净利润率	9.6%	12.5%	17.5%	18.5%	18.8%
收益率					
净资产收益率(ROE)	17.6%	14.9%	16.5%	17.3%	17.5%
总资产收益率(ROA)	9.3%	10.8%	13.4%	14.2%	14.5%
投入资本回报率	22.3%	22.3%	25.3%	29.6%	33.9%
运营能力					
存货周转天数	43	41	53	40	40
应收账款周转天数	81	70	66	60	60
总资产周转天数	355	372	465	435	432
净利润现金含量	1.20	0.32	1.34	0.83	0.80
资本支出/收入	3.33%	-1.86%	3.89%	1.65%	0.00%
偿债能力					
资产负债率	45.9%	27.2%	18.8%	17.7%	16.8%
净负债率	14.4%	-18.0%	-30.9%	-38.5%	-46.2%
估值比率					
PE	51.2	34.8	27.4	21.9	18.3
PB	9.0	5.2	4.5	3.8	3.2
EV/EBITDA	27.2	22.7	21.3	17.5	14.9
P/S	2.41	3.63	4.80	4.06	3.44
股息率	0.6%	1.0%	0.4%	0.5%	0.5%

1. 3 季报分析

09 年 3 季报: 主营收入、同比下降 19.1%; 净利润为 1.2 亿元, 同比上升 26.4%。营业利润率大幅上升 (09-3q 19.3%, 08-3q15.1%), 主要是去年包括商业业务, 今年已经剥离导致收入、毛利率和营业利润率不可比。EPS 0.38 元(一季度单季度 0.10, 二季度单季 0.12 元, 三季度单季 0.16 元)。ROE 11.7%, 每股经营性现金流-0.14 元。

表 1: 利润表分析 (万元)

	083q	093q	增量	08-1Q	08-2Q	08-3Q	08-4Q	09-1Q	09-2Q	09-3q
主营收入	85,772	69,395	-16,377	28,172	29,147	28,453	27,431	20,923	22,629	25,843
同比 %	22.3%	-19.1%		27.7%	29.1%	11.6%	-7.7%	-25.7%	-22.4%	-9.2%
环比 %				-5.2%	3.5%	-2.4%	-3.6%	-23.7%	8.2%	14.2%
毛利率	58.87%	75.95%		58.7%	59.5%	58.3%	71.5%	76.2%	75.1%	76.5%
主营毛利	50,497	52,704	2,207	16,544	17,356	16,597	19,601	15,941	16,994	19,768
同比 %	30.6%	4.4%		38.7%	39.6%	16.2%	10.3%	-3.6%	-2.1%	19.1%
环比 %				-6.9%	4.9%	-4.4%	18.1%	-18.7%	6.6%	16.3%
主营税金/收入	1.18%	1.51%		1.2%	1.1%	1.2%	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%
销售费用	27,041	29,107	2,065	9,856	8,695	8,491	11,198	9,446	9,923	9,738
销售费用/收入	31.5%	41.9%		35.0%	29.8%	29.8%	40.8%	45.1%	43.8%	37.7%
管理费用	8,019	8,780	761	2,194	3,500	2,325	5,916	2,399	2,788	3,593
管理费用/收入	9.3%	12.7%		7.8%	12.0%	8.2%	21.6%	11.5%	12.3%	13.9%
财务费用/收入	1.7%	0.6%		1.7%	2.4%	1.0%	1.3%	0.5%	0.6%	0.7%
期间费用率	42.6%	55.2%		44.4%	44.2%	39.0%	63.6%	57.1%	56.7%	52.3%
营业利润	12,973	13,359	386	3,646	4,106	5,110	1,741	3,633	3,772	5,851
营业利润率	15.1%	19.3%		12.9%	14.1%	18.0%	6.3%	17.4%	16.7%	22.6%
同比 %	41.52%	2.98%		49.2%	80.2%	16.2%	-12.2%	0%	-8.2%	14.5%
环比 %				83.8%	12.6%	24.4%	-65.9%	109%	3.8%	55.1%
公允价值变动	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	133	140	7	19	80	34	277	27	78	35
营业外收支净额	(241)	810	1,052	162	-775	372	877	32	722	57
(公允价值 + 投资收益 + 营业外收支)	-0.85%	6.69%		4.7%	-20.4%	7.4%	39.9%	1.6%	17.5%	1.5%
/利润总额										
利润总额	12,754	14,206	1,452	3,826	3,411	5,516	2,895	3,691	4,571	5,943
税前利润率	14.9%	20.5%		13.6%	11.7%	19.4%	10.6%	17.6%	20.2%	23.0%
同比 %	31.27%	11.38%		49.2%	28.5%	22.7%	27.4%	-3.5%	34.0%	7.7%
环比 %				68.4%	-10.8%	61.7%	-47.5%	27.5%	23.8%	30.0%
实际税率	24.27%	14.91%		24.9%	23.1%	24.5%	-60.3%	14.9%	14.7%	15.0%
少数股东损益/利润总额	0.85%	0.13%		1.1%	0.9%	0.6%	-0.1%	0.2%	0.1%	0.1%
净利润	9,549	12,068	2,519	2,832	2,590	4,127	4,645	3,131	3,893	5,045
同比 %	45.1%	26.4%		57.2%	45.4%	37.8%	52.0%	10.5%	50.3%	22.2%
环比 %				-7.3%	-8.5%	59.4%	12.5%	-32.6%	24.3%	29.6%
EPS	0.30	0.38		0.09	0.08	0.13	0.15	0.10	0.12	0.16

数据来源: 国泰君安证券 按现有股本计算

1.1. 公司经营情况分析

因为公司主业是医药工业，我们从消化数据（终端实际销售数据来看），公司临床品种消化增幅 16.8%，加上六味后增幅 13%。品种方面：桂枝 2.54 亿元，同比增幅 22%；热毒宁 1 亿元，同比增幅 41.3%。其他品种：天数 0.44 亿、抗骨 0.34 亿、腰痹通 0.68 亿、散结镇痛 0.68 亿、金振 0.22 亿。

未来看点：

- 1、即将出台的基本药物目录其他机构版可能包括公司的产品
- 2、桂枝 FDA 二期进展顺利，还在做数据总结

表 2: 分产品详细情况（万元）

产品名称		1-9 月
桂枝茯苓胶囊	消化	25,424
	同比增长	22.3%
天舒胶囊	消化	4,478
	同比增长	-10.7%
抗骨增生胶囊	消化	3,418
	同比增长	-4.9%
腰痹通胶囊	消化	6,898
	同比增长	12.5%
散结镇痛胶囊	消化	6,848
	同比增长	16.3%
金振口服液	消化	2,217
	同比增长	-1.7%
热毒宁注射液	消化	9,975
	同比增长	41.3%
临床品种合计	消化	59,258
	同比增长	16.8%
六味合计	消化	5,819
	同比增长	-15.4%
总计	消化	65,077
	同比增长	13.0%

数据来源：国泰君安证券

1.2. 资产负债表等

财务指标：资产负债率为 26%。存货周转天数上升（09-3q 80 天，08-3q 48 天），应收账款周转天数略升（09-3q 98 天，08-3q 82 天）。上升的主要原因是剥离了商业，因此体现为纯工业的数据，和去年同期不具可比性。

表 3: 资产负债表项目（万元）

	08-3q	09-3q	同比 %
货币资金	35,039	22,566	-35.6%
交易性金融资产	0	0	
应收账款	28,298	31,671	11.9%
存货	7,282	5,454	-25.1%

应收账款 + 其他应收款 + 应收票据	44,970	52,765	17.3%
流动资产	95,176	90,077	-5.4%
固定资产	35,613	32,505	-8.7%
在建工程	3,359	6,339	88.7%
无形资产	4,845	7,582	56.5%
资产总计	142,720	139,951	-1.9%
短期借款	20,950	16,200	-22.7%
应付账款	15,969	6,738	-57.8%
应付票据 + 应付账款 + 其他应付款	23,590	13,852	-41.3%
流动负债	50,708	35,942	-29.1%
长期借款	0	0	
股东权益	92,012	103,570	12.6%

数据来源：国泰君安证券

表 4: 财务指标

财务指标	20080930	20090930
资产负债率(%)	35.53	26.00
流动比率(%)	1.88	2.51
速动比率(%)	1.73	2.35
存货周转天数(天)	47.93	80.64
应收账款周转天数(天)	82.13	98.72
总资产周转率(次)	0.70	0.51
净资产收益率(摊薄)(%)	10.52	11.69
销售毛利率(%)	58.87	75.95
每股经营活动产生的现金流量净额(元)	0.12	-0.14
每股收益-稀释(元)	0.36	0.38

数据来源：国泰君安证券

2. 投资建议

康缘药业现有产品可保持 25% 以上的长期利润增速，即将出台的基本药物目录其他机构版可能包括公司的产品、桂枝 FDA 二期进展顺利，正在做数据总结，我们预计 09、10 年 eps 分别为 0.56、0.70 元。目前股价 15.4 元对应 09、10 年 PE 分别为 27.5、22 倍。维持增持建议。

作者简介:

易镜明: 医学博士, 2006 年进入国泰君安证券研究所

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com