

湘财证券研究所

医药行业研究小组

陈国栋

Tel: 021-68634510-8721

 E-Mail: cgd2854@xcsc.com

叶侃

Tel: 021-68634510-8721

 E-Mail: yk2880@xcsc.com

张银旗

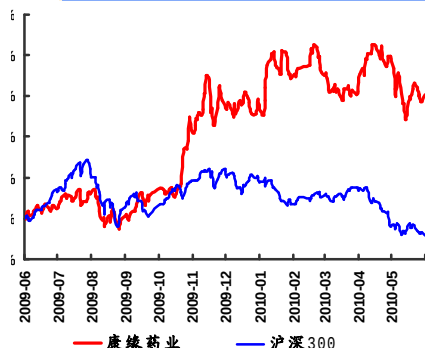
Tel: 021-68634510-8067

 E-Mail: zyq0100@xcsc.com

基础数据:

收盘价:	22.18 元
流通 A 股市值:	52.40 亿元
沪深 300 指数:	2695.72
目标价:	28.70 元

一年内股价与大盘走势:



近期我们实地调研康缘药业，与公司交流一季度产品销售情况和未来后续产品储备。

调研要点:

- q** 热毒宁注射液是新进入国家乙类医保目录的品种，1-4 月增长超过 100%，由于去年同期基数较低，平均单月销售额为 2000 多万元。热毒宁可测成分占比大于 85%，已知成分占比大于 60%，可在指纹图谱上显示的比例接近 100%，保证产品安全性，早已达到再评价的标准。热毒宁已经进入手足口病、甲流适应症等治疗药物目录，未来有望将适应症扩大到普通流感。从去年四季度起，金银花等原药材持续上涨，给公司造成较大成本压力。公司有 6000 多亩金银花种植基地，最终能达到 4 亿元产值。种植基地的建成保障原药材的供应及质量，稳定产品成本。下半年随着金银花采摘季节的到来，相关产品成本将逐渐降低，毛利率有望提高。
- q** 桂枝茯苓胶囊 1-4 月销售情况良好，同比保持较快增速。桂枝茯苓胶囊对乳腺增生，前列腺炎等病症也有较好疗效，未来适应症有望扩大。FDA 二期临床数据显示桂枝茯苓胶囊有效率为 60%，对照组为 40%以上。一般而言，对照组为 20%左右。未来有可能重做二期临床或借助产业资本直接进入三期临床。中药进入国际市场的道路仍较为漫长，但我们看好其未来在美国市场的前景。
- q** 公司研发能力突出，在研产品较多，其中银杏内酯注射液有望在下半年拿到生产批文。目前银杏类注射液主要有舒血宁（神威药业、双鹤药业），银杏达莫（益佰制药）。另外值得期待的产品还有惊天宁注射液、抗肿瘤药藤黄酸注射液、肿瘤辅助药物痛安胶囊等。公司计划在南京、北京等地建立新的研发基地，南京研发中心注重药理等基础研究，北京基地主要负责新药审批。
- q** 对分销模式进行探索，已经在桂枝茯苓胶囊这个产品取得突破。目前销售人员为 300 多人，一级分销商为 150-160 个，二级分销商为 700-800 个。09 年所覆盖终端数量为 3.5 万个，10、11 年计划拓展到 5 万和 8 万个。网络的完善为今后产品销售奠定基础。
- q** 公司 08、09 年的实际税率仅为 8.63%、9.61%。这主要是因为公司享受相关税收优惠政策，研发费用抵扣部分所得税，造成这几年实际税率较低。

投资建议:

我们预测康缘药业 2010 年、2011 年、2012 年 EPS 分别为 0.63 元、0.82 元、1.06 元。近年来热毒宁、桂枝茯苓胶囊等主要产品销量均大幅增长。公司注重后续产品研发，明后年公司新产品将会陆续推出。中药注射液再评价工作开展进一步提高公司产品市场份额。我们首次给予康缘药业“买入”评级，12 个月目标价为 28.7 元。

风险因素：产品上市晚于预期；优惠税率变动

盈利预测

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入（百万元）	1132.03	968.53	1195.43	1466.98	1830.11
增长率	13.36%	-14.44%	23.43%	22.72%	24.75%
净利润（百万元）	141.94	160.27	196.07	262.19	339.35
增长率	12.63%	12.91%	22.34%	33.72%	29.43%
摊薄后每股收益（元）	0.6	0.68	0.61	0.82	1.06

表 1、康缘药业主要产品销售额及毛利率

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
中药注射液	67.65	104.56	209.36	308.16	441.72	652.70
毛利率	69.95%	74.83%	72.73%	71.00%	73.00%	74.50%
胶囊	525.30	632.33	586.52	710.47	845.58	994.60
毛利率	73.74%	78.36%	78.94%	78.00%	78.90%	78.90%
口服液	32.43	36.67	35.34	36.00	36.00	36.00
毛利率	66.66%	75.36%	75.19%	75.00%	75.00%	75.00%
片丸剂	18.42	19.88	21.64	23.80	26.18	28.80
毛利率	27.12%	16.82%	17.21%	17.00%	17.00%	17.00%
冲剂	5.88	5.32	6.54	7.00	7.50	8.00
毛利率	25.79%	21.96%	24.51%	25.00%	25.00%	25.00%

数据来源：湘财证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	922	1175	1482	1843
现金	236	532	653	799
应收账款	228	285	331	427
其他应收款	40	36	47	57
预付账款	102	91	135	145
存货	61	80	95	105
其他流动资产	254	151	220	310
非流动资产	524	486	448	408
长期投资	28	26	27	27
固定资产	337	355	347	329
无形资产	74	62	51	40
其他非流动资产	84	43	22	12
资产总计	1445	1662	1929	2251
流动负债	363	426	477	528
短期借款	163	165	175	180
应付账款	64	131	161	201
其他流动负债	136	129	141	147
非流动负债	4	4	4	4
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	4	4	4	4
负债合计	367	430	481	532
少数股东权益	6	7	7	7
股本	320	320	320	320
资本公积	334	334	334	334
留存收益	418	572	788	1058
归属母公司股东权益	1072	1226	1441	1712
负债和股东权益	1445	1662	1929	2251

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-22	342	164	213
净利润	160	197	263	340
折旧摊销	35	37	39	40
财务费用	7	8	7	6
投资损失	-3	-2	-2	-3
营运资金变动	-220	94	-146	-173
其他经营现金流	-2	7	4	4
投资活动现金流	-32	4	2	3
资本支出	33	0	0	0

利润表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	969	1195	1467	1830
营业成本	244	338	390	471
营业税金及附加	14	15	19	25
营业费用	403	490	601	750
管理费用	145	143	176	220
财务费用	7	8	7	6
资产减值损失	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	2	2	3
营业利润	159	202	275	361
营业外收入	21	19	20	20
营业外支出	3	4	5	5
利润总额	177	218	291	376
所得税	17	21	28	36
净利润	160	197	263	340
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	160	197	263	339
EBITDA	201	248	321	407
EPS (元)	0.50	0.61	0.82	1.06

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-14.4%	23.4%	22.7%	24.8%
营业利润	6.1%	27.0%	36.0%	31.3%
归属于母公司净利润	12.9%	22.6%	33.6%	29.1%
获利能力				
毛利率(%)	74.8%	71.7%	73.4%	74.3%
净利率(%)	16.5%	16.4%	17.9%	18.5%
ROE(%)	15.0%	16.0%	18.2%	19.8%
ROIC(%)	15.4%	22.7%	27.1%	31.0%
偿债能力				
资产负债率(%)	25.4%	25.9%	24.9%	23.6%
净负债比率(%)	44.39%	38.39%	36.39%	33.82%
流动比率	2.54	2.76	3.11	3.49
速动比率	2.37	2.57	2.91	3.29
营运能力				
总资产周转率	0.70	0.77	0.82	0.88
应收账款周转率	5	5	5	5

长期投资	0	-1	1	0	应付账款周转率	4.00	3.45	2.67	2.59
其他投资现金流	1	2	2	3	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-51	-50	-43	-70	每股收益 (最新摊薄)	0.50	0.61	0.82	1.06
					每股经营现金流 (最新摊薄)				
短期借款	-7	2	10	5		-0.07	1.07	0.51	0.67
长期借款	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	3.35	3.83	4.51	5.35
普通股增加	53	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-53	0	0	0	P/E	28.67	23.38	17.49	13.55
其他筹资现金流	-44	-52	-53	-75	P/B	4.29	3.75	3.19	2.68
现金净增加额	-105	295	122	146	EV/EBITDA	22	18	14	11

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	969	1195	1467	1830
收入同比 (%)	-14%	23%	23%	25%
归属母公司净利润	160	197	263	339
净利润同比 (%)	13%	23%	34%	29%
毛利率 (%)	74.8%	71.7%	73.4%	74.3%
ROE (%)	15.0%	16.0%	18.2%	19.8%
每股收益 (元)	0.50	0.61	0.82	1.06
P/E	28.67	23.38	17.49	13.55
P/B	4.29	3.75	3.19	2.68
EV/EBITDA	22	18	14	11

湘财证券投资评级体系

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%以上；

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。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，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。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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。

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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。