

康缘药业 (600557)

上半年业绩增长有望提速

易镜明
 021-38676779
 yijingming@gtjas.com
 S0880208080357

本报告导读:

主导品种热毒宁旺销, 桂枝分销线发力

投资要点:

- 10 年上半年公司业绩增长将提速: 公司两大主导品种上半年持续旺销, 带动业绩增长提速。预计桂枝销售增速在 30% 以上, 热毒宁上半年同比翻番, 几个二线品种也将有 20-30% 的稳定增长。
- 桂枝增长主要靠分销线: 商务分销线是桂枝二次成长的主要推动力。随着营销推广的进一步渗透, 预计 10 年上半年单品种有 30% 以上的增长, 未来 2-3 年增速保持在 20% 以上。
- 热毒宁大有可为: 预计 10 年上半年热毒宁销售翻番, 全年能有 70% 以上的增长。主要原因在于: 甲流一役表现突出, 有望分割传统大品种的市场; 适应症范围新增手足口疫; 新进医保目录。
- 在研产品值得期待: 聚焦在心血管和癌症用药两个大市场, 同时也是现代中药的优势领域。未来 2-3 年产品线能逐步搭建起来, 包括一类新药藤黄酸和二类新药惊天宁等, 竞争力突出, 有望带给公司跨越式的增长, 业绩表现值得期待。
- 受让子公司南星药业 33% 股权, 完成后合计持有 63%, 收购市盈率 20 倍。南星两个主导中成药品种通塞脉片和复方南星止痛膏与公司线充实了现有心血管和骨科产品线, 协同营销有望带来业绩提升。
- 投资建议: 公司是一家质地优良的研发型现代中药企业。目前的主导产品将支撑 10、11 年的高速增长; 2-3 年内在研品种将陆续投放市场, 其中不乏“重磅胚子”, 有望为市场带来惊喜。不考虑新产品, 我们预计 10、11 年 EPS 0.7 元、0.88 元。目前股价 18.5 元, 对应 10 年倍 PE 26 倍, 有被错杀之嫌, 给予“增持”评级。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,132	969	1,189	1,421	1,637
(+/-)%	13.4%	-14.4%	22.7%	19.5%	15.2%
经营利润 (EBIT)	168	167	249	313	362
(+/-)%	25.2%	-0.8%	49.6%	25.4%	15.6%
净利润	142	160	225	280	324
(+/-)%	47.3%	12.9%	40.1%	24.7%	15.6%
每股净收益 (元)	0.44	0.50	0.70	0.88	1.01
每股股利 (元)	0.15	0.14	0.21	0.22	0.25

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	14.8%	17.2%	21.0%	22.0%	22.1%
净资产收益率 (%)	14.9%	15.0%	17.9%	19.1%	18.8%
投入资本回报率 (%)	22.3%	17.1%	23.4%	25.9%	27.1%
EV/EBITDA	27.9	29.0	20.3	16.4	14.2
市盈率	41.7	36.9	26.4	21.1	18.3
股息率 (%)	0.8%	0.7%	1.1%	1.2%	1.4%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 28.00

上次预测: 28.00

当前价格: 18.52

2010.06.24

交易数据

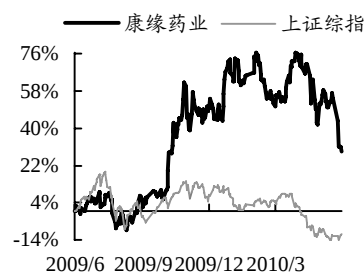
52 周内股价区间 (元)	12.80-26.44
总市值 (百万元)	5,921
总股本/流通 A 股 (百万股)	320/236
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	74%
日均成交量 (百万股)	4
日均成交值 (百万元)	80

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,113
每股净资产	3.48
市净率	5.3
净负债率	16%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.11	0.13
Q2	0.12	0.20
Q3	0.16	0.19
Q4	0.12	0.18
全年	0.50	0.70

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-9%	-15%	31%
相对指数	-10%	0%	42%

相关报告

《深化产品梯队建设》	2010.03.29
《稳健成长》	2009.10.22
《二季度增长强于一季度》	2009.07.24
《符合预期的增长》	2009.03.18
《三季报: 符合预期的增长》	2008.10.20

模型更新时间: 2010.06.24

股票研究

必需消费

医药

康缘药业 (600557)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 28.00

上次预测: 28.00

当前价格: 18.52

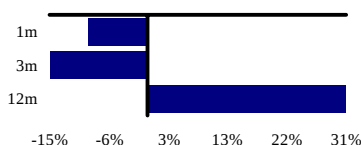
公司网址

www.kanion.com

公司简介

公司以传统中药的现代化、国际化为努力方向,不断探索新技术、新工艺,先后研制开发国家级新药13个,以桂枝茯苓胶囊(妇科药物)为代表的一批高附加值、高科技含量的中药新产品群迅速崛起。公司拥有年产12亿粒桂枝茯苓胶囊剂生产线、15亿片片剂生产线、1.7亿粒软胶囊生产线、1亿支口服液生产线以及备料加工等生产线,全部通过GMP验收。产品覆盖近2000家县级以上医疗单位。公司拥有自营出口权,部分产品出口日本、韩国、东南亚等国家和地区。

绝对价格回报 (%)



52周价格范围

12.80-26.44

市值 (百万)

5,921

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业收入

营业收入

营业成本

税金及附加

营业费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

长期负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

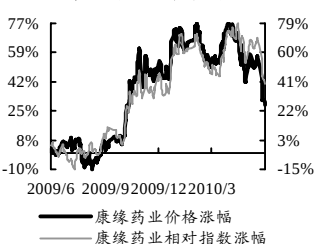
EV/EBITDA

P/S

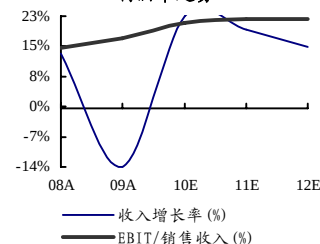
股息率

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,132	969	1,189	1,421	1,637
营业成本	431	244	290	349	401
税金及附加	15	14	17	20	23
营业费用	382	403	487	568	655
管理费用	139	145	149	171	196
EBIT	168	167	249	313	362
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	4	3	3	0	0
财务费用	18	7	3	2	-1
营业利润	150	159	247	311	362
所得税	13	17	37	46	53
少数股东损益	1	0	0	0	1
净利润	142	160	225	280	324
货币资金、交易性金融资产	341	236	322	393	525
其他流动资产	479	686	728	872	1,003
长期投资	27	28	50	50	50
固定资产合计	329	337	391	433	460
无形资产及其他资产	81	74	106	96	86
资产合计	1,311	1,445	1,647	1,880	2,151
流动负债	351	363	383	402	419
长期负债	5	4	4	4	4
股东权益	955	1,078	1,260	1,474	1,728
投入资本(IC)	755	975	1,067	1,210	1,332
NOPLAT	154	151	215	269	311
折旧与摊销	41	35	37	43	47
流动资金增量	155	193	39	124	115
资本支出	(21)	39	45	60	55
自由现金流	328	418	336	496	528
经营现金流	46	11	221	200	256
投资现金流	(5)	(38)	(106)	(60)	(55)
融资现金流	210	(54)	(29)	(69)	(69)
现金流净增加额	252	(81)	86	71	132
收入增长率	13.4%	-14.4%	22.7%	19.5%	15.2%
EBIT 增长率	25.2%	-0.8%	49.6%	25.4%	15.6%
净利润增长率	47.3%	12.9%	40.1%	24.7%	15.6%
利润率					
毛利率	61.9%	74.8%	75.6%	75.4%	75.5%
EBIT 率	14.8%	17.2%	21.0%	22.0%	22.1%
净利润率	12.5%	16.5%	18.9%	19.7%	19.8%
净资产收益率(ROE)	14.9%	15.0%	17.9%	19.1%	18.8%
总资产收益率(ROA)	10.8%	11.1%	13.6%	14.9%	15.1%
投入资本回报率(ROIC)	22.3%	17.1%	23.4%	25.9%	27.1%
存货周转天数	41	79	84	82	84
应收账款周转天数	70	79	76	76	77
总资产周转天数	372	512	468	447	443
净利润现金含量	0.32	0.07	0.98	0.71	0.79
资本支出/收入	-1.86%	4.06%	3.79%	4.22%	3.36%
资产负债率	27.2%	25.4%	23.5%	21.6%	19.6%
净负债率	-18.0%	-6.8%	-11.3%	-14.5%	-20.1%
PE	41.7	36.9	26.4	21.1	18.3
PB	6.2	5.5	4.7	4.0	3.4
EV/EBITDA	27.9	29.0	20.3	16.4	14.2
P/S	4.36	6.11	4.98	4.17	3.62
股息率	0.8%	0.7%	1.1%	1.2%	1.4%

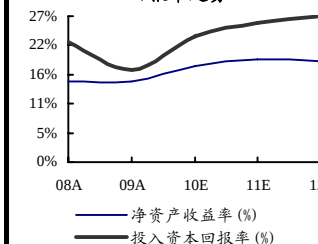
股票绝对涨幅和相对涨幅



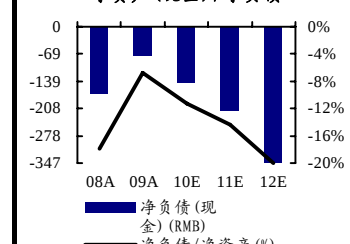
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



1. 10 年上半年公司业绩增长将提速

公司两大主导品种上半年持续旺销，带动业绩增长提速。根据目前的销售情况来看，预计桂枝销售增速在 30% 以上，热毒宁上半年同比翻番，几个二线品种也将有 20-30% 的稳定增长。

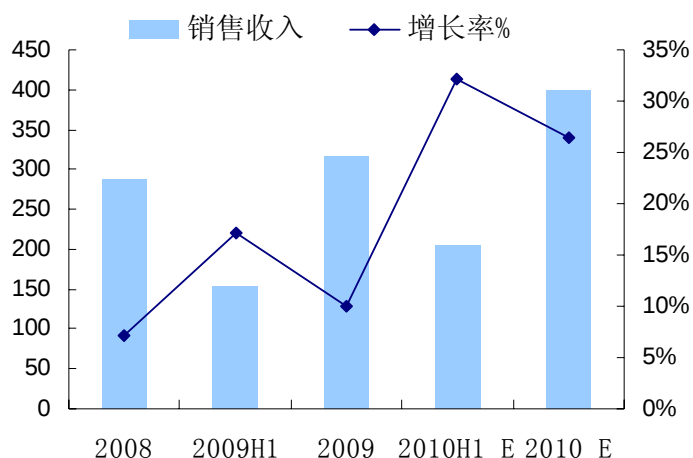
1.1. 桂枝增长主要靠分销线

桂枝的销售渠道目前是医院和分销并重。桂枝在医院渠道已形成较好的品牌和认可度，销售相对平稳，预计增速不会高于 10%；商务分销线是桂枝二次成长的主要推动力。

公司 07 年开始打造商务分销线，开拓第三终端市场，积极扩展营销范围，初期效果并不明显。09 年下半年公司从以岭药业聘请职业经理人许登科负责管理商务分销线，上任后业绩反映迅速。从终端消化数据看，09 年分销线的销售估计翻了一倍，首次超过临床线，带动桂枝全年销售增长 30%。

我们认为商务分销线给桂枝带来了二次成长的空间，随着营销推广的进一步渗透，预计 10 年上半年单品种有 30% 以上的增长，未来 2-3 年增速保持在 20% 以上。

表：桂枝业绩预测



数据来源：公司公告，国泰君安证券

1.2. 热毒宁大有可为

公司的独家品种热毒宁 09 年在甲流的刺激下销售达 2 亿，同比增长 100%，迅速成为清热解毒中药注射剂这一细分市场的一线品种。尽管甲流疫情缓和，我们仍然看好热毒宁成长性，预计 10 年上半年热毒宁销售翻番，全年能有 70% 以上的增长。主要原因在于：

- 甲流一役表现突出，有望分割传统大品种的市场：热毒宁良好的抗病毒疗效在甲流治疗中得到认可，成为同类中药注射剂中的翘楚，建立了良好的品牌形象和渠道。而传统大品种如双黄连、清开灵的生产商众多，质量管理参差不齐，热毒宁作为具备质量优势的独家品种，有望逐步分割传统大品种的市场。
- 适应症范围新增手足口疫：手足口疫近年逐渐高发，卫生部门对此

加大重视和投入。10 年 4 月热毒宁被指定为手足口疫普通病症和重度病症的治疗方案，拓宽了热毒宁的成长空间。同时，手足口疫情主要高发于城郊与乡镇，这有助于热毒宁在第三终端树立品牌，实现营销空间的开拓。

- 新进医保目录：热毒宁 09 年首次被列入医保目录乙类，将带来一定的销售增量。

1.3. 二线品种稳步成长

公司的几个二线品种预计保持 20-30%的稳定增长。散结 09 年首次被列入医保目录乙类，医院渠道的销售有望提升，预计上半年增速 20%以上。天舒胶囊在去年的低基数上预计将实现 30%以上的增长，随着公司心血管产品线的铺开，天舒有望进一步上量。骨科线品种腰痹通、抗骨增生胶囊以及金振口服液预计增长 20%左右。

2. 在研产品值得期待

公司在中药现代化方面下了很大功夫，研发方向明晰，聚焦在心血管和癌症用药两个大市场，并且这两个市场也是现代中药的优势领域，现代中药在心血管疾病和癌症治疗方面已经具备良好的市场基础。几个储备品种具有很强的创新性和竞争力：

- 心血管病用药方面：主要有银杏内酯注射液和惊天宁注射液两大品种。银杏内酯主治缺血性卒中和脑血栓，已通过了国家药监局药品评审中心组织的专家技术评审会审评，年内有望取得生产批件。惊天宁注射液是公司独家研发的二类新药，主治急性脑出血，目前已完成临床实验，预计 2 年内将投放市场。
- 癌症用药方面：公司在研的抗肿瘤药藤黄酸注射液是一类中药新药，目前在做二期临床，完成临床后将和已经取得药证的抗癌镇痛安注射液组成癌症用药线，共同推进临床营销。

我们看好公司心血管线和癌症用药线的储备品种，未来 2-3 年产品线逐步搭建起来后有望带给公司跨越式的增长，业绩表现值得期待。

3. 增持南星药业，充实现有产品线

公司于 6 月 22 日公告，增持子公司南星药业，分别从金典科技与经略实业受让 29.17%和 3.96%的股份。收购完成后，公司共持有南星药业 63.21%的股权。此次收购 33.13%股份共支付对价 8,137.38 万元，2009 年南星净利润为 1228.10 万元，收购市盈率 20 倍。

南星两个主导中成药品种与公司产品线有良好的协同，分别是：

- 通塞脉片，治疗缺血性中风恢复期气虚血瘀症，充实了公司正在建立的心脑血管用药产品线，与银杏内酯可协同营销。
- 复方南星止痛膏，为骨伤科类用药，主要用于寒湿瘀阻所致的关节疼痛、肿胀等病症，与现有骨科品种可共享品牌资源。

此次股权收购完成后，公司在骨伤科及心脑血管方面的业务优势将得到强化。随着心血管产品线的逐步铺开，通塞脉片的销售有望提升。

4. 投资建议

公司是一家质地优良的研发型现代中药企业，持续的研发投入和清晰的产品梯度建设构成业绩成长的根本动力。目前的主导产品将支撑 10、11 年的高速增长；2-3 年内在研的心血管线和癌症用药线品种将陆续投放市场，其中不乏“重磅胚子”，有望为市场带来惊喜。不考虑新产品，我们预计 10、11 年 EPS 0.7 元、0.88 元。目前股价 18.5 元，对应 10 年倍 PE 26 倍，有被错杀之嫌，给予“增持”评级。

作者简介:

易镜明:

医学博士，2006 年进入国泰君安证券公司从事医药行业研究。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		