

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

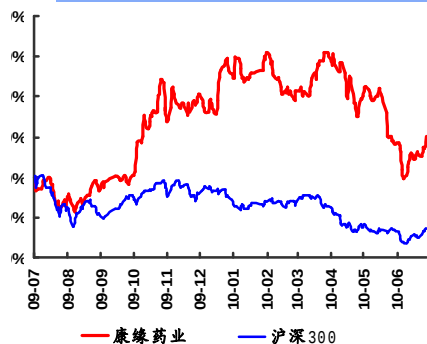
 E-Mail: yk2880@xcsc.com

王师

Tel: 021-68634510-8228

 E-Mail: ws2978@xcsc.com
基础数据:

上证指数:	2939.40
总股本(万股):	31972.8
流通股本(万股):	23623.6
总市值(亿元):	60.52
流通市值(亿元):	44.72
每股净资产(元):	3.50

市场表现:

相关报告:

湘财证券_公司调研简报_康缘药业(600557): 业绩平稳增长, 未来看点在于营销改善和新产品推出

康缘药业发布 2010 半年报, 归属股东的净利润为 0.91 亿元, 同比增长 30.08%, 实现每股收益 0.29 元。半年度分配方案为向全体股东拟以每 10 股转增 3 股的比例转增股本。

投资要点:

- q 上半年主要产品热毒宁注射液、桂枝茯苓胶囊的营收都保持较快增长, 基本符合预期, 其中以热毒宁为主的注射液品种销售额大幅增长 113.83%, 预计今年全年的销售额能达到约 3 亿元。但由于三七、金银花等中药材上半年较同期出现暴涨, 注射液产品的毛利率下滑至 68.67%, 而去年毛利率为 72.73%, 热毒宁成本大幅上升拉低医药工业的毛利率。考虑到中药材价格回落的因素, 下半年热毒宁毛利率将逐步回升。公司有 6000 多亩金银花种植基地, 未来能进一步锁定生产成本。热毒宁、桂枝茯苓胶囊等产品销量还会受到适应症扩大的刺激而继续快速增长。
- q 银行借款、票据提前贴现使得财务费用增加 173.31%, 研发投入增加也使得管理费用上升 78.97%。研发费用大量投入有利于公司长远发展, 也能部分抵扣公司所得税率。由于为开拓第三终端, 放宽回款周期应, 且销售收入增长较快, 应收账款较年初增长 87.13%, 账龄在 1 年以上的应收账款约为 1500 多万, 占 3.59%。
- q 6 月公司从金典科技和经略实业受让 33.13% 南星药业股权。南星药业是一家由南京中医药大学下属制药厂改制而来的中成药企业。公司优势产品有通塞脉片、复方南星止痛膏, 均进入国家医保目录。此次收购进一步丰富公司心血管产品系列, 并增加骨伤科产品比重。
- q 公司专注于推进中药现代化发展, 目前在研中药注射液项目有银杏内酯、藤黄酸、惊天宁等品种。这些品种均属于中药注射液具有优势的心血管、抗肿瘤等领域, 市场容量较大。

投资建议: 我们预测康缘药业 2010 年、2011 年、2012 年 EPS 分别为 0.61 元、0.82 元、1.06 元。公司的主要产品仍保持较快增长势头, 毛利率继续下行的风险不大, 且中期分配方案较为优厚。继续维持“买入”评级。

风险因素: 原药材成本上升; 新药审批进程放缓

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%
归属母公司净利润(百万元)	141.94	160.27	194.90	262.37	337.92
增长率	12.63%	12.91%	21.61%	34.62%	28.80%
摊薄后每股收益(元)	0.44	0.50	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%	70.50%	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

三张表预测

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	922	1172	1478	1839
现金	236	536	660	803
应收账款	228	285	331	427
其他应收款	40	36	47	57
预付账款	102	84	125	136
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	1659	1926	2246
流动负债	363	424	475	526
短期借款	163	165	175	180
应付账款	64	131	161	201
其他流动负债	136	128	139	145
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	428	479	531
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	570	786	1055
归属母公司股东权益	1072	1224	1440	1709
负债和股东权益	1445	1659	1926	2246

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	346	165	211
净利润	160	195	263	338
折旧摊销	35	37	39	40
财务费用	7	8	7	6
投资损失	-3	-2	-2	-3

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	310	361	442
营业税金及附加	14	15	19	25
营业费用	403	490	601	750
管理费用	145	167	191	229
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	206	290	381
营业外收入	21	19	20	20
营业外支出	3	4	5	5
利润总额	177	222	305	395
所得税	17	27	43	57
净利润	160	195	263	338
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	160	195	262	338
EBITDA	201	252	336	427
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%	29.6%	40.4%	31.5%
归属于母公司净利润	12.9%	21.6%	34.6%	28.6%
获利能力				
毛利率(%)	74.8%	74.1%	75.4%	75.9%
净利率(%)	16.5%	16.3%	17.9%	18.4%
ROE(%)	15.0%	15.9%	18.2%	19.8%
ROIC(%)	15.4%	22.7%	27.3%	31.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	25.4%	25.8%	24.9%	23.6%
净负债比率(%)	44.39%	38.53%	36.54%	33.93%
流动比率	2.54	2.76	3.11	3.49

营运资金变动	-220	100	-144	-174	速动比率	2.37	2.58	2.91	3.29
其他经营现金									
流	-2	7	4	4	营运能力				
投资活动现金流	-32	4	2	3	总资产周转率	0.70	0.77	0.82	0.88
资本支出	33	0	0	0	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	3.17	2.47	2.44
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)	-0.07	1.08	0.52	0.66
短期借款	-7	2	10	5	每股净资产(最新摊薄)	3.35	3.83	4.50	5.34
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	53	0	0	0	P/E	28.67	23.57	17.51	13.61
资本公积增加	-53	0	0	0	P/B	4.29	3.75	3.19	2.69
其他筹资现金					EV/EBITDA	22	18	13	11
流	-44	-52	-53	-75					
现金净增加额	-105	300	124	143					

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	195	262	338
净利润同比(%)	13%	22%	35%	29%
毛利率(%)	74.8%	74.1%	75.4%	75.9%
ROE(%)	15.0%	15.9%	18.2%	19.8%
每股收益(元)	0.50	0.61	0.82	1.06
P/E	28.67	23.57	17.51	13.61
P/B	4.29	3.75	3.19	2.69
EV/EBITDA	22	18	13	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。