

中药 III

周锐

执业资格证书编号: S0960207090141
0755-82026719
zhourui@cjis.cn

余方升

执业资格证书编号: S0960110030152
0755-82026844
Yufangsheng@cjis.cn

6-12 个月目标价: 29.10 元

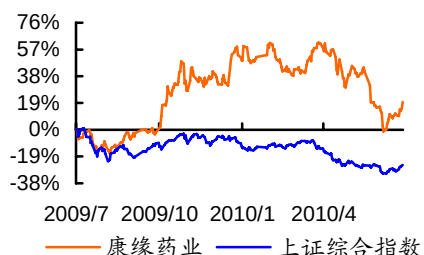
当前股价: 18.93 元
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2572.03
总股本(百万)	320
流通股本(百万)	236
流通市值(亿)	45
EPS (TTM)	0.53
每股净资产 (元)	3.37
资产负债率	25.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
康缘药业	2.10	-25.39	-21.29
上证综合指数	0.08	-13.79	-17.79



相关报告

《康缘药业-渠道调整初现成效, 未来增速将明显回升》2010-3-28
《康缘药业-3 季度业绩环比大幅增长, 未来受益基本药物目录扩展板》2009-10-21
《康缘药业-业绩将逐季提高, 维持强烈推荐评级》2009-7-25

康缘药业

600557

强烈推荐

产品增速加快, 成长前景值得期待

近日康缘药业公布 10 年半年报, 归属于母公司净利润同比增长 30.08%, 实现每股收益 0.29 元, 公司拟每 10 股转增 3 股。

投资要点:

- **上半年营收增速较快, 经营质量稳健。**1-6 月公司实现营收 62511 万, 同比增长 43.5%, 归属于母公司净利润 9136 万, 同比增长约 30%。主导品种和分销业务快速增长是营收增速较快的主要原因。经营性现金流同比大幅增长 164%, 说明公司产品销售状况良好;
- **2 季度成本费用增加较多。**公司 2 季度的营业成本和管理费用率较 1 季度有明显提高, 这主要是因为金银花、三七等原材料价格同比明显上涨导致成本上升, 同时研发投入增加所致。预计未来 2 个季度仍会面临一定成本压力;
- **主导品种销售势头良好, 其它品种增速有明显回升。**前 6 月桂枝茯苓胶囊销售收入约 2 亿, 同比增长接近 30%; 热毒宁注射液受益于手足口病同比增长 100%以上至超过 1.3 亿, 预计下半年仍可保持快速增长势头; 二线品种经过渠道调整销售增速出现明显恢复, 其中天舒胶囊、腰痹通胶囊和散结镇痛胶囊增速都在 30% 以上, 其它比较平稳;
- **下半年业绩实现较快增速可期。**随着去年公司销售渠道的调整到位, 中小终端分销开始明显见效, 上半年公司临床品种的销售增速同比有较大增长, 超过 40%, 预计全年增幅会比较快;
- **维持强烈推荐的评级。**总体来看, 公司主导品种增速较快, 其它品种经过渠道调整也恢复了良好增长势头。新品方面, 银杏内酯等中药注射剂年内获批的希望还是比较大的, 未来增长前景值得期待。我们预计公司 10-12 年的 EPS 分别为 0.69、0.95 和 1.23 元, 维持强烈推荐的评级。

主要财务指标

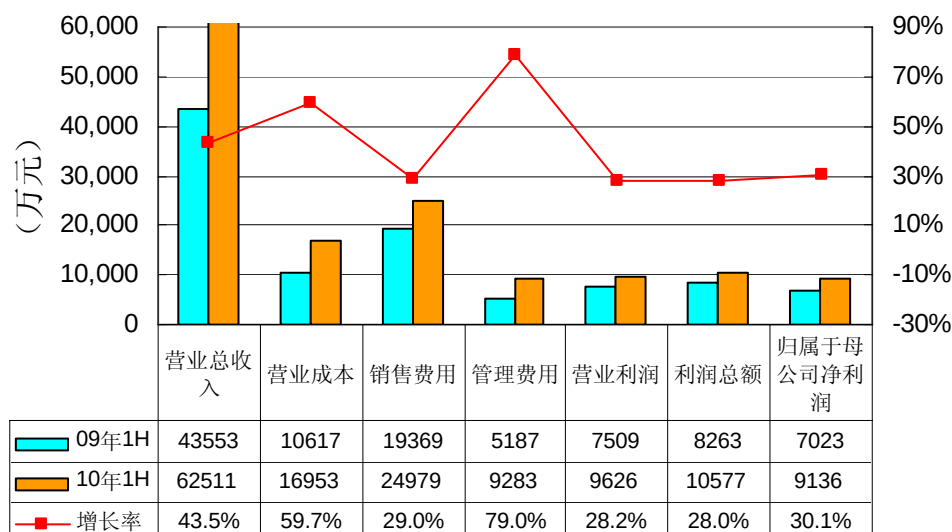
单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	969	1320	1735	2198
同比(%)	-14%	36%	31%	27%
归属母公司净利润(百万元)	160	220	302	395
同比(%)	13%	37%	38%	30%
毛利率(%)	74.8%	73.7%	73.9%	74.1%
ROE(%)	15.0%	17.6%	19.5%	20.3%
每股收益(元)	0.50	0.69	0.95	1.23
P/E	37.86	27.43	19.93	15.39
P/B	6.75	5.79	4.66	3.72
EV/EBITDA	35	26	19	15

资料来源: 中投证券研究所

一、主要财务数据的解读

康缘药业 10 年上半年合并报表实现营业收入同比增长 43.53%，营业利润同比增长 28.19%，归属于母公司净利润增长 30.08%，较去年同比有所加快。

图 1：康缘药业主要盈利性指标变化情况



数据来源：公司 10 年半年报 中投证券研究所

从分项指标来看：

营业收入同比增长 43.53%，主要是桂枝茯苓胶囊和热毒宁注射液及分销业务增长较快所致；

营业成本增速高于营收增速主要原因是三七、金银花等中药材价格同比出现较大幅度上涨；

销售费用因为对终端分销投入加大而增加较多；

管理费用同比增长 78.97%，研发投入增加是主要因素；

利润总额增长明显低于营收，主因是原材料涨价、研发费用增加等；

所得税率有所下降使得归属于母公司净利润增速稍快于利润总额；

经营性现金流同比大幅增长 163.39%，是因为公司销售规模扩大，销售商品提供劳务收到的现金增加较多。

从季度数据来看，康缘药业的 2 季度环比营业收入增长 29.60%。原材料价格明显上涨使得毛利率出现一定程度下降，研发费用支出增加以及加大基层市场投入导致利润增速稍慢。

表 1：康缘药业的季度盈利性数据

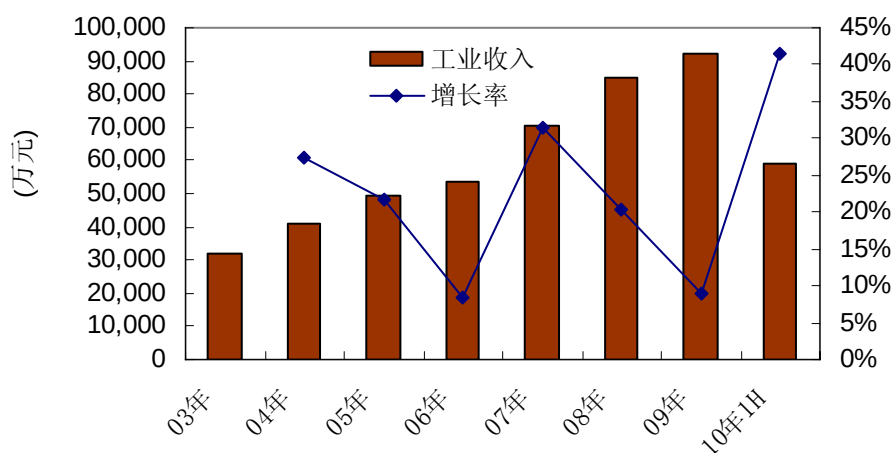
财务指标	09年1Q	09年2Q	09年3Q	09年4Q	10年1Q	10年2Q	2Q 环比
营业收入	20923	22629	25843	27458	27226	35285	29.60%
营业成本	4982	5635	6074	7736	6459	10494	62.48%
营业费用	9446	9923	9738	11174	12157	12822	5.47%
管理费用	2399	2788	3593	5718	3255	6028	85.19%
财务费用	104	131	176	322	252	391	55.18%
营业利润	3660	3849	5886	2541	4731	4895	3.47%
利润总额	3691	4571	5943	3539	4829	5748	19.03%
所得税	552	673	893	-414	726	698	-3.84%
归属于母公司 净利润	3131	3893	5045	3959	4091	5045	23.32%
毛利率	76.19%	75.10%	76.49%	71.83%	76.28%	70.26%	-6.02%
营业费用率	45.15%	43.85%	37.68%	40.69%	44.65%	36.34%	-8.31%
管理费用率	11.47%	12.32%	13.90%	20.83%	11.96%	17.08%	5.13%
实际所得税率	14.95%	14.73%	15.03%	-11.70%	15.03%	12.15%	-2.89%

资料来源：公司历年报表 中投证券研究所

二、核心业务增长状况

作为公司的核心业务，10年上半年康缘的工业产品销售同比增长41.53%，增速较快的原因是主导品种桂林茯苓胶囊和热毒宁注射液增幅较大，以及分销业务快速发展。

图 2：康缘药业历年工业业务的增长情况



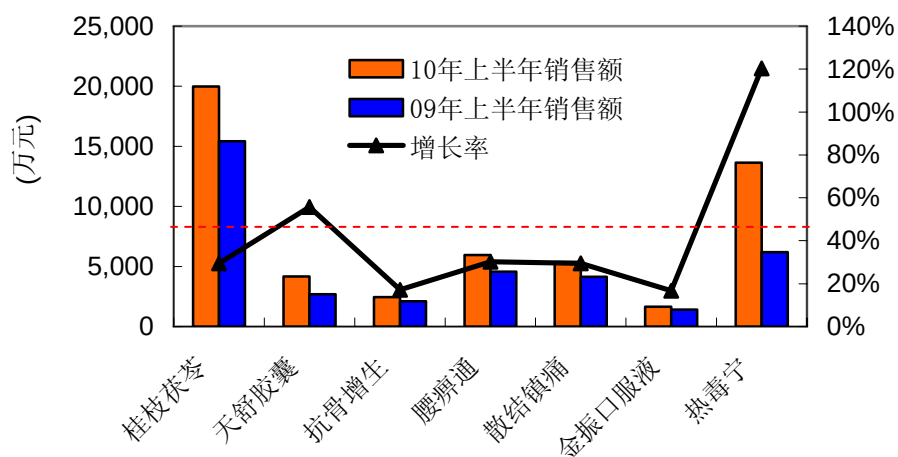
资料来源：公司历年报表 中投证券研究所

具体产品来看，上半年公司的主导品种桂枝茯苓胶囊销售增速接近30%，

而热毒宁注射液受益于手足口病等疫情同比大幅增长超过 100%;

二线产品增速基本上都有明显回升。其中，天舒胶囊表现最为突出，增幅超过 50%。腰痛通胶囊和散结镇痛胶囊销售同比增长约 30%，而抗骨增生胶囊和金振口服液比较平稳，但也均在 15% 以上。

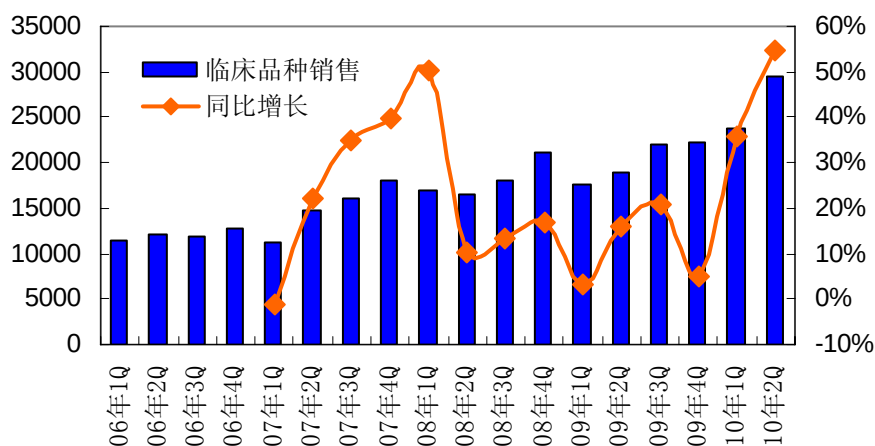
图 3：康缘药业主要产品的增长情况



资料来源：调研信息 中投证券研究所

从各季度销售情况来看，07 年初开始临床品种销售状况逐渐变好，但 08 年 2 季度开始放缓，09 年因销售渠道整理导致增速不快，调整到位后终端分销拉动成效显著。10 年 1 季度临床品种销售同比增速约 36%，2 季度同比增速进一步加快超过 50%，创下近年增速新高。预计 10 年整体增速会比较快。

图 4：康缘药业临床产品分季度增长情况



资料来源：公司历年报表 中投证券研究所

三、盈利预测和投资评级

总体来看，公司产品梯队丰富，成长趋势良好。预计下半年热毒宁注射液仍将高速增长，桂枝茯苓胶囊保持较快增速。其它品种经过渠道调整恢复了良好增长势头，未来增速有望继续回升。

新品方面，银杏内酯等中药注射剂年内获批的希望还是比较大的，未来增长前景值得期待。

目前我们预计公司 10-12 年的 EPS 分别为 0.69、0.95 和 1.23 元，维持强烈推荐的投资评级。

表 2：康缘药业分业务预测

产品分类	2009	2010E	2011E	2012E
工业合计:	92351	127176	167690	213005
毛利率	77.69%	76.00%	76.00%	76.00%
妇科用药: 桂枝茯苓胶囊	31654	41150	51438	61725
散结镇痛胶囊	8288	11189	14322	18332
骨科用药: 抗骨增生胶囊	3889	4356	4791	5270
腰痹通胶囊	8677	11280	14100	17625
抗感染: 热毒宁注射液	19760	32999	44549	57914
金振口服液	3271	3664	4030	4433
心脑血管: 天舒胶囊	5058	7334	9534	12395
银杏内酯注射液	0	800	5000	10000
惊天宁注射液	0	300	3000	5000
其他产品	11754	14105	16926	20311
出口贸易	4045	4854	5824	6814
毛利率	12.62%	14.00%	14.00%	14.00%
合计	92351	127176	167690	213005
毛利率	74.96%	73.72%	73.92%	74.08%

数据来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	922	1266	1662	2103	营业收入	969	1320	1735	2198
现金	236	322	423	536	营业成本	244	347	453	570
应收账款	228	311	408	517	营业税金及附加	14	19	25	32
其它应收款	40	54	71	91	营业费用	403	522	675	842
预付账款	102	146	190	239	管理费用	145	198	260	330
存货	61	87	114	143	财务费用	7	7	6	5
其他	254	346	455	577	资产减值损失	-2	0	0	0
非流动资产	524	554	639	713	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	28	28	28	28	投资净收益	3	3	3	3
固定资产	337	405	511	600	营业利润	159	231	319	423
无形资产	74	66	58	50	营业外收入	21	19	20	20
其他	84	56	42	35	营业外支出	3	7	5	6
资产总计	1445	1820	2300	2815	利润总额	177	243	335	436
流动负债	363	407	466	530	所得税	17	23	32	42
短期借款	163	170	187	206	净利润	160	220	302	395
应付账款	64	91	119	150	少数股东损益	0	0	0	0
其他	136	146	161	175	归属母公司净利润	160	219	302	394
非流动负债	4	4	4	4	EBITDA	201	273	369	482
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.50	0.69	0.95	1.23
其他	4	4	4	4	主要财务比率				
负债合计	367	411	470	534	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	6	7	7	7	成长能力				
股本	320	320	320	320	营业收入	-14.4%	36.3%	31.4%	26.7%
资本公积	334	334	334	334	营业利润	6.1%	44.8%	38.4%	32.4%
留存收益	418	595	897	1291	归属于母公司净利润	12.9%	37.0%	37.7%	30.5%
归属母公司股东权益	1072	1249	1551	1945	获利能力				
负债和股东权益	1445	1666	2028	2486	毛利率	74.8%	73.7%	73.9%	74.1%
现金流量表					净利率	16.5%	16.6%	17.4%	17.9%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	15.0%	17.6%	19.5%	20.3%
经营活动现金流	-22	39	98	168	ROIC	17.1%	19.3%	20.8%	22.3%
净利润	160	220	302	395	偿债能力				
折旧摊销	35	36	44	54	资产负债率	25.4%	24.6%	23.2%	21.5%
财务费用	7	7	6	5	净负债比率				
投资损失	-3	-3	-3	-3	流动比率	2.54	3.11	3.56	3.97
营运资金变动	-220	-223	-254	-285	速动比率	2.37	2.90	3.32	3.69
其它	-2	3	2	2	营运能力				
投资活动现金流	-22	-64	-126	-125	总资产周转率	0.70	0.81	0.84	0.86
资本支出	33	67	129	128	应收账款周转率	5	5	5	5
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	4.00	4.47	4.31	4.25
其他	11	3	3	3	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-51	-43	11	14	每股收益(最新摊薄)	0.50	0.69	0.95	1.23
短期借款	-7	7	17	19	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.07	0.12	0.31	0.52
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.35	3.90	4.85	6.08
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	37.86	27.43	19.93	15.39
其他	-44	-50	-6	-5	P/B	6.75	5.79	4.66	3.72
现金净增加额	-105	-69	-17	56	EV/EBITDA	35	26	19	15

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

周锐, 中投证券研究所医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 5 年证券行业从业经验, 2006 年和 2007 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖” 医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名。

余方升, 医药行业研究员助理, 药学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434