



医药/必需消费

康缘药业 (600557)

主要品种增速较快

易镜明

021-38676779

yijingming@gtjas.com

S0880208080357

本报告导读:

中报点评: 桂枝和热毒宁增速很快, 研发取得进展

投资要点:

- 10 年半年报: 主营收入为 6.25 亿元, 同比上升 43.5%; 营业利润为 0.97 亿元, 同比上升 29.8%, 净利润 0.91 亿元, 同比增长 30.1%。EPS 0.29 元(单季度分别是 0.13、0.16 元)。ROE 8.28%, 每股经营性现金流 0.08 元。公司中报披露将按每 10 股转增 3 股的比例转增股本。
- 公司主要盈利品种是临床品种, 从整体增速上看, 临床品种上半年增速为 40%, 主要是盈利能力较强的桂枝茯苓和热毒宁增速较快, 10H 桂枝收入达到 2 亿元, 增速 32%; 热毒宁 1.24 亿元, 增速 100%; 其他品种腰痛通胶囊、散结镇痛胶囊、金振口服液增速分别达到 23%、22%、21%。
- 研发进展: 获得赖诺普利片生产批件; 获得热毒宁注射液增加流感(高热)适应症、厄贝沙坦氢氯噻嗪片、吗替麦考酚酯胶囊临床批件; 完成国家科技部国家重点实验室建设方案可行性通过专家论证; 完成产学研联盟、热毒宁注射液安全性关键技术研究等“十一五”第三批重大新药创制项目申报。
- 财务指标: 资产负债率 33.75%、流动比、速动比分别为 2.02、1.89; 存货周转天数为 68 天(快于 09H 83 天)、应收账款周转天数 94 天(同比持平)。
- 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 0.68 元、0.88 元。目前股价 18.9 元, 对应 10 年倍 PE 27 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	1,199	1,500	1,790
(+/-)%	13.4%	-14.4%	23.8%	25.0%	19.4%
经营利润(EBIT)	168	167	221	285	346
(+/-)%	25.2%	-0.8%	32.5%	28.8%	21.7%
净利润	142	160	219	281	341
(+/-)%	47.3%	12.9%	36.4%	28.4%	21.6%
每股净收益(元)	0.44	0.50	0.68	0.88	1.07
每股股利(元)	0.15	0.14	0.07	0.09	0.11

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率(%)	14.8%	17.2%	18.4%	19.0%	19.3%
净资产收益率(%)	14.9%	15.0%	17.5%	18.6%	18.8%
投入资本回报率(%)	22.3%	17.1%	20.7%	23.6%	25.4%
EV/EBITDA	28.5	29.6	22.9	18.2	15.2
市盈率	42.6	37.8	27.7	21.6	17.7
股息率(%)	0.8%	0.7%	0.4%	0.5%	0.6%

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: 18.93

2010.07.26

交易数据

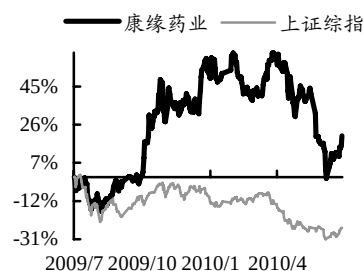
52 周内股价区间(元)	12.80-26.44
总市值(百万元)	6,052
总股本/流通 A 股(百万股)	320/236
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0
流通股比例	74%
日均成交量(百万股)	3
日均成交值(百万元)	64

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	1,120
每股净资产	3.50
市净率	5.4
净负债率	27%

EPS(元)	2009A	2010
Q1	0.10	0.13
Q2	0.12	0.16
Q3	0.16	0.20
Q4	0.12	0.19
全年	0.50	0.68

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	2%	-25%	25%
相对指数	2%	-12%	49%

相关报告

《上半年业绩增长有望提速》	2010.06.24
《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

模型更新时间: 2010.07.25

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

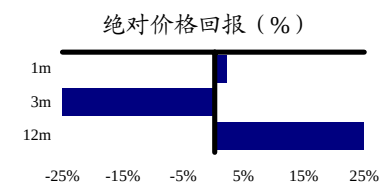
当前价格: 18.93

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。



52 周价格范围

12.80-26.44

市值 (百万)

6,052

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

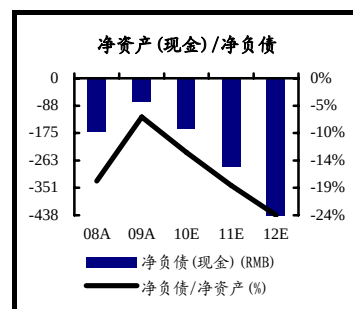
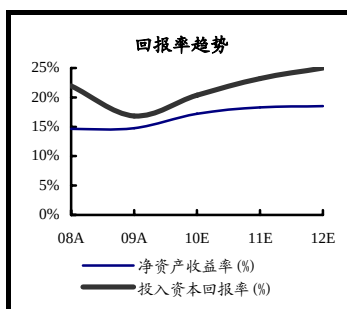
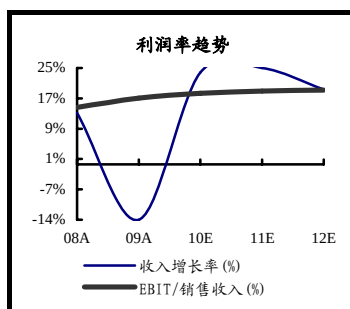
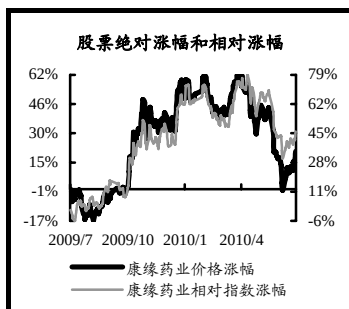
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,132	969	1,199	1,500	1,790
营业成本	431	244	334	409	481
税金及附加	15	14	18	22	26
营业费用	382	403	456	570	680
管理费用	139	145	172	214	256
EBIT	168	167	221	285	346
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	4	3	0	0	0
财务费用	18	7	0	-5	-10
营业利润	150	159	221	290	357
所得税	13	17	23	30	36
少数股东损益	1	0	0	0	0
净利润	142	160	219	281	341
货币资金、交易性金融资产	341	236	293	408	586
其他流动资产	479	686	816	1,015	1,209
长期投资	27	28	25	25	25
固定资产合计	329	337	379	387	393
无形资产及其他资产	81	74	63	50	38
资产合计	1,311	1,445	1,602	1,884	2,250
流动负债	351	363	348	371	423
长期负债	5	4	0	0	0
股东权益	955	1,078	1,254	1,513	1,826
投入资本(IC)	755	975	1,067	1,205	1,364
NOPLAT	154	151	200	257	313
折旧与摊销	41	35	39	43	46
流动资金增量	155	193	96	171	165
资本支出	(21)	39	10	10	40
自由现金流	328	418	345	481	564
经营现金流	46	11	141	148	212
投资现金流	(5)	(38)	(9)	(10)	(40)
融资现金流	210	(54)	(76)	(23)	7
现金流净增加额	252	(81)	56	116	178
收入增长率	13.4%	-14.4%	23.8%	25.0%	19.4%
EBIT 增长率	25.2%	-0.8%	32.5%	28.8%	21.7%
净利润增长率	47.3%	12.9%	36.4%	28.4%	21.6%
利润率					
毛利率	61.9%	74.8%	72.2%	72.7%	73.1%
EBIT 率	14.8%	17.2%	18.4%	19.0%	19.3%
净利润率	12.5%	16.5%	18.2%	18.7%	19.1%
净资产收益率(ROE)	14.9%	15.0%	17.5%	18.6%	18.8%
总资产收益率(ROA)	10.8%	11.1%	13.6%	14.9%	15.2%
投入资本回报率(ROIC)	22.3%	17.1%	20.7%	23.6%	25.4%
存货周转天数	41	79	77	78	80
应收账款周转天数	70	79	78	78	79
总资产周转天数	372	512	457	418	416
净利润现金含量	0.32	0.07	0.65	0.53	0.62
资本支出/收入	-1.86%	4.06%	0.83%	0.67%	2.23%
资产负债率	27.2%	25.4%	21.7%	19.7%	18.8%
净负债率	-18.0%	-6.8%	-13.0%	-18.8%	-24.0%
PE	42.6	37.8	27.7	21.6	17.7
PB	6.4	5.6	4.9	4.0	3.3
EV/EBITDA	28.5	29.6	22.9	18.2	15.2
P/S	4.46	6.25	5.05	4.04	3.38
股息率	0.8%	0.7%	0.4%	0.5%	0.6%



1. 半年报分析

10 年半年报: 主营收入为 6.25 亿元, 同比上升 43.5%; 营业利润为 0.97 亿元, 同比上升 29.8%, 净利润 0.91 亿元, 同比增长 30.1%。EPS 0.29 元(单季度分别是 0.13、0.16 元)。ROE 8.28%, 每股经营性现金流 0.08 元。

表 1: 利润表分析 (万元)

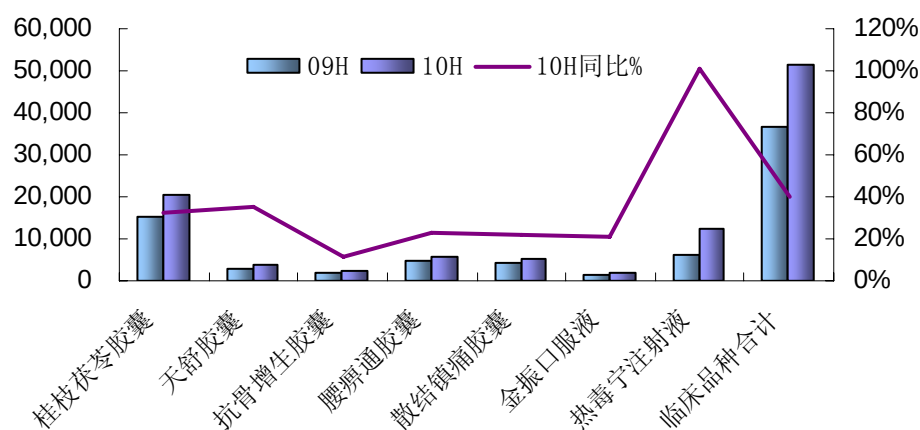
	09H	10H	增量	09-1Q	09-2Q	09-3Q	09-4Q	10-1Q	10-2Q
主营收入	43,553	62,511	18,958	20,923	22,629	25,843	27,458	27,226	35,285
同比 %	-24.0%	43.5%		-25.7%	-22.4%	-9.2%	0.1%	30.1%	55.9%
环比 %				-23.7%	8.2%	14.2%	6.3%	-0.8%	29.6%
毛利率	75.62%	72.88%		76.2%	75.1%	76.5%	71.8%	76.3%	70.3%
主营毛利	32,935	45,558	12,622	15,941	16,994	19,768	19,722	20,767	24,791
同比 %	-2.8%	38.3%		-3.6%	-2.1%	19.1%	0.6%	30.3%	45.9%
环比 %				-18.7%	6.6%	16.3%	-0.2%	5.3%	19.4%
主营税金/收入	1.49%	1.47%		1.5%	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%	1.5%
销售费用	19,369	24,979	5,610	9,446	9,923	9,738	11,174	12,157	12,822
销售费用/收入	44.5%	40.0%		45.1%	43.8%	37.7%	40.7%	44.7%	36.3%
管理费用	5,187	9,283	4,096	2,399	2,788	3,593	5,718	3,255	6,028
管理费用/收入	11.9%	14.9%		11.5%	12.3%	13.9%	20.8%	12.0%	17.1%
财务费用/收入	0.5%	1.0%		0.5%	0.6%	0.7%	1.2%	0.9%	1.1%
期间费用率	56.9%	55.8%		57.1%	56.7%	52.3%	62.7%	57.5%	54.5%
营业利润	7,498	9,735	2,237	3,633	3,772	5,851	2,415	4,702	4,776
营业利润率	17.2%	15.6%		17.4%	16.7%	22.6%	8.8%	17.3%	13.5%
同比 %	-4.13%	29.84%		-0.4%	-8.2%	14.5%	39%	29.4%	26.6%
环比 %				108.7%	3.8%	55.1%	-59%	94.7%	1.6%
公允价值变动	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	105	149	44	27	78	35	126	30	119
营业外收支净额	754	951	197	32	722	57	998	98	853
(公允价值 + 投资收益 + 营业外收支)/利润总额	10.39%	10.40%		1.6%	17.5%	1.5%	31.8%	2.6%	16.9%
利润总额	8,263	10,577	2,315	3,691	4,571	5,943	3,539	4,829	5,748
税前利润率	19.0%	16.9%		17.6%	20.2%	23.0%	12.9%	17.7%	16.3%
同比 %	14.16%	28.01%		-3.5%	34.0%	7.7%	22.2%	30.8%	25.7%
环比 %				27.5%	23.8%	30.0%	-40.5%	36.5%	19.0%
实际税率	14.83%	13.47%		14.9%	14.7%	15.0%	-11.7%	15.0%	12.1%
少数股东损益/利润总额	0.17%	0.16%		0.2%	0.1%	0.1%	-0.2%	0.2%	0.1%
净利润	7,023	9,136	2,113	3,131	3,893	5,045	3,959	4,091	5,045
同比 %	29.5%	30.1%		10.5%	50.3%	22.2%	-14.8%	30.7%	29.6%
环比 %				-32.6%	24.3%	29.6%	-21.5%	3.3%	23.3%
EPS	0.22	0.29		0.10	0.12	0.16	0.12	0.13	0.16

数据来源: 国泰君安证券

1.1. 主业展望

公司主要盈利品种是临床品种，从整体增速上看，临床品种上半年增速为 40%，主要是盈利能力较强的桂枝茯苓和热毒宁增速较快，10H 桂枝收入达到 2 亿元，增速 32%；热毒宁 1.24 亿元，增速 100%；其他品种腰痛通胶囊、散结镇痛胶囊、金振口服液增速分别达到 23%、22%、21%。

图 1：主要品种收入金额比较（万元）



数据来源：国泰君安搜集整理

桂枝增速快的原因：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。我们认为商务分销线给桂枝带来了二次成长的空间。

热毒宁增速快的原因：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。10 年增速快主要原因在于：

1、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。

2、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。

3、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。

毛利率：因为三七、金银花等部分原药材价格上涨，造成公司合并报表毛利率与上年同期相比下降 2.74 个百分点，其中以热毒宁注射液为主导品种的注射液剂型毛利率下降 12.76 个百分点。（热毒宁 10H 的毛利率 68.6%），但目前这些原料的价格已经处于高位，公司预计毛利率不会

再下降了。

研发进展及产能扩张:

公司新建的小容量注射剂车间通过了国家 GMP 认证; 获得赖诺普利片生产批件; 获得热毒宁注射液增加流感 (高热) 适应症、厄贝沙坦氢氯噻嗪片、吗替麦考酚酯胶囊临床批件; 获得中国发明专利 2 件, 国外发明专利 2 件, 香港专利 3 件; 完成国家科技部国家重点实验室建设方案可行性通过专家论证; 完成产学研联盟、热毒宁注射液安全性关键技术研究等 “十一五” 第三批重大新药创制项目申报。

其他事项:

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。(33.13% 股权对应 09 年净利润为 405 万, 所以落实到 11 年业绩预测上, 我们预计能增加 560 万左右, 对应股本 3.19 亿, 增加 0.017 元)

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, 主要用于寒湿痹阻所致的关节疼痛、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。

1.2. 资产负债表等

财务指标: 资产负债率 33.75%、流动比、速动比分别为 2.02、1.89; 存货周转天数为 68 天 (快于 09H 83 天)、应收账款周转天数 94 天 (同比持平)。

表 2: 财务指标

康缘药业	08H	09H	10H
资产负债率(%)	37.00	25.00	33.75
流动比率	1.77	2.51	2.02
速动比率	1.63	2.35	1.89
存货周转天数(天)	46.95	83.85	68.69
应收账款周转天数(天)	82.15	94.40	94.18
总资产周转率(次)	0.47	0.33	0.40
净资产收益率(摊薄)(%)	6.26	7.15	8.16
销售毛利率(%)	59.14	75.62	72.88
每股经营活动产生的现金流量净额(元)	0.19	-0.14	0.09

数据来源: 国泰君安证券

2. 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 0.68 元、0.88 元。目前股价 18.9 元，对应 10 年倍 PE 27 倍，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		