

康缘药业（600557） 中药

放宽帐期，强劲增长

投资评级 推荐 公司评级 A 收盘价 19.70 元

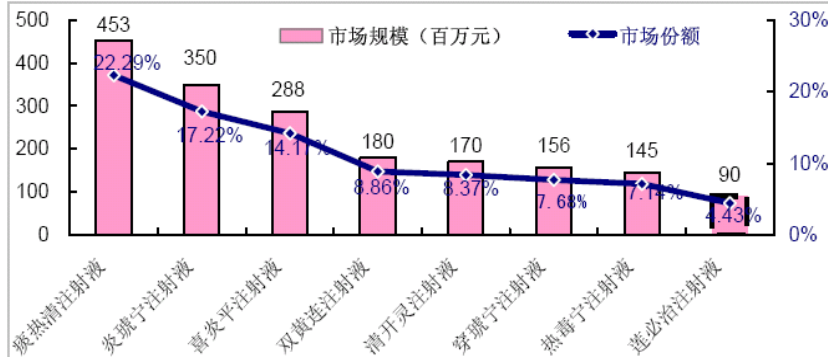
事件：公司10年中期实现营业收入增长43.53%，净利润同比增30.06%，实现每股收益0.29元，每股经营性现金净流入0.09元；

点评：

1、主导产品增长强劲

报告期桂枝茯苓胶囊与热毒宁增长分别达到30%和113%，给主业收入带来超预期的增长，主要得益于公司加强深度分销以及放宽帐期，公司应收款增速达到60%，显著快于收入增速，但在信用期放宽后，营运质量反而提升，说明公司产品具有较好的需求弹性，短期内信用政策的改变影响为偏正面；报告期热毒宁新增流感（高热）适应症，为该产品的后续销售提供了新的动力，市场担心在甲流驱动因素消失后，热毒宁是否能获得持续高增长？对这一问题的回答我们偏向乐观：1、在中药抗感染注射剂中，热毒宁为公司独家品种，目前市场份额仅为9%左右，不到处于第一的痰热清注射液一半，低于双黄连注射液占有率（多家）；2、热毒宁具有治疗感染后高热的优势，具有相对双黄连和清开灵的优势，且新进入09医保目录乙类。

图1、中药看感染注射液市场占有率



2、三七、金银花等原料涨价影响提升成本

报告期因为受到三七、金银花涨价影响，注射液毛利率降低12.76个百分点，母公司毛利率降低2.12个百分点。公司表示为应对药材涨价，公司加强了药材比价采购管理，而且就金银花5月份在东海县完成6000亩GAP种植基地，年底将达到1万亩，11年以后将能逐步支撑金银花的自给；

3、产品梯队

报告期获得了赖诺普利生产批件、热毒宁新增流感（高热）适应症、厄贝沙坦氢氯噻嗪片、吗替麦考酚酯临床批件、惊天宁和银杏内酯仍在行政审批过程中，预计11年应该可以上市；

4、投资建议

预计10、11、12年EPS分别为0.62、0.85、1.1元，热毒宁10年仍能保持80-100%的高增长，未来2-3年将有望达到近5亿销售产值，公司是中药行业研发领军企业，给予推荐评级。

2010 年 7 月 26 日

联系方式

研究员：刘斌
执业证书编号：S0020207080709
电 话：021-51097188-1859
电 邮：liubin@gyzq.com.cn
联系人：赵喜娟
电 话：(86-21) 51097188-1952
电 邮：zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址：中国安徽省合肥市寿春路179号(230001)

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责条款：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn