

中药III

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 余方升

S0960110030152

0755-82026844

yufangsheng@cjis.cn

6-12个月目标价: 24.80元

当前股价: 18.36元

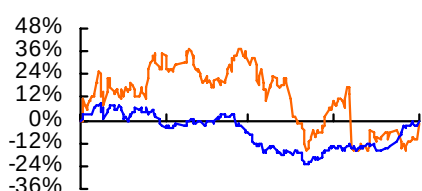
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3054.02
总股本(百万)	416
流通股本(百万)	307
流通市值(亿)	56
EPS (TTM)	0.47
每股净资产(元)	2.59
资产负债率	25.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
康缘药业	5.40	16.28	-2.15
上证综合指数	14.68	15.79	6.39



2009/11 2010/2 2010/5 2010/8

— 康缘药业 — 上证综合指数

相关报告

《康缘药业-产品增速加快, 成长前景值得期待》2010-7-26

《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

600557

强烈推荐

股权激励方案出台, 长期良好成长趋势可期

11月2日康缘药业公布了股权激励方案。

投资要点:

■ **股权激励的方案如下:**

激励对象: 5名高管和70名核心技术业务人员;

股票来源: 向激励对象授予974万股, 其中首次授予894万股;

股票价格: 《激励计划》首次公告前20个交易日均价16.77元的50%;

股权解锁: 自授予日起12个月后、24个月后、36个月后各申请解锁授予限制性股票总量的30%、30%和40%, 解锁条件为自授予日起3年的净利润分别不低于2.4亿、3.0亿和3.7亿, 营业收入分别不低于16亿、20亿和25亿。

■ **我们的看法:**

■ **股权激励有利于吸引和稳定核心骨干, 调动公司管理层积极性。**尽管本次股权激励股份占公司股本比例不多, 但从价值来看, 974万股目前总市值仍高达17883万, 获得激励的75人每人约238万, 预计将会取得较好的激励效果;

■ **增发股份和激励成本对公司利润稀释有限。**本次激励定增股份占公司股本总额约2.34%, 对每股收益的稀释相对有限。激励成本预计股权激励授予后3年分别为2272万、2678万和3300万, 对利润影响并不大;

■ **维持强烈推荐评级。**综合来看, 公司股权激励的实施将有利于公司加快销售渠道的拓展, 未来银杏内酯等中药注射剂陆续获批值得期待, 长期成长趋势良好。我们预计公司10-12年的EPS分别为0.47、0.62和0.80元(不考虑激励费用分别为0.47、0.67和0.86元), 维持强烈推荐的投资评级。

风险提示: 中药注射剂获批进度可能较慢。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	969	1325	1707	2168
同比(%)	-14%	37%	29%	27%
归属母公司净利润(百万元)	160	196	257	333
同比(%)	13%	22%	31%	30%
毛利率(%)	74.8%	73.7%	73.9%	74.1%
ROE(%)	15.0%	16.0%	17.3%	18.3%
每股收益(元)	0.39	0.47	0.62	0.80
P/E	47.62	38.93	29.77	22.95
P/B	7.12	6.23	5.15	4.21
EV/EBITDA	37	30	24	18

资料来源: 中投证券研究所

附录 1: 2009 年以来中投证券康缘药业报告汇总

报告类型	报告名称	日期
公司点评	康缘药业-产品增速加快，成长前景值得期待	2010-07-26
公司点评	康缘药业-渠道调整初现成效，未来增速将明显回升	2010-03-28
行业深度报告	中药 II-中药注射剂新药将陆续上市，行业重大拐点来临	2010-01-19
公司点评	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
公司点评	康缘药业-业绩将逐季提高，维持强烈推荐评级	2009-07-25
公司点评	康缘药业-二线品种增长迅速，快速增长态势仍将延续	2009-03-18

资料来源：中投证券研究所 截止到 10 年 11 月 2 日

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	1271	1635	2075	营业收入	969	1325	1707	2168
现金	236	323	416	529	营业成本	244	348	446	563
应收账款	228	312	401	510	营业税金及附加	14	19	25	31
其它应收款	40	55	70	89	营业费用	403	543	691	867
预付账款	102	146	187	236	管理费用	145	205	273	350
存货	61	87	112	141	财务费用	7	7	6	5
其他	254	348	448	569	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	205	269	355
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	1825	2274	2787	利润总额	177	217	284	368
流动负债	363	419	464	527	所得税	17	21	27	35
短期借款	163	182	187	206	净利润	160	196	257	333
应付账款	64	91	117	148	少数股东损益	0	0	0	0
其他	136	146	160	174	归属母公司净利润	160	196.03	256.33	332.56
非流动负债	4	4	4	4	EBITDA	201	248	319	414
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.39	0.47	0.62	0.80
其他	4	4	4	4					
负债合计	367	423	467	531	主要财务比率				
少数股东权益	6	7	7	7	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	320	416	540	540	成长能力				
资本公积	334	238	114	114	营业收入	-14.4%	36.8%	28.8%	27.0%
留存收益	418	571	827	1160	营业利润	6.1%	28.5%	31.2%	32.0%
归属母公司股东权益	1072	1225	1481	1814	归属于母公司净利润	12.9%	22.3%	30.8%	29.7%
负债和股东权益	1445	1655	1956	2352	获利能力				
					毛利率	74.8%	73.7%	73.9%	74.1%
					净利率	16.5%	14.8%	15.0%	15.3%
					ROE	15.0%	16.0%	17.3%	18.3%
					ROIC	17.1%	17.2%	17.8%	18.9%
					偿债能力				
					资产负债率	25.4%	25.6%	23.9%	22.6%
					净负债比率				
					流动比率	2.54	3.03	3.53	3.93
					速动比率	2.37	2.82	3.28	3.66
					营运能力				
					总资产周转率	0.70	0.81	0.83	0.86
					应收账款周转率	5	5	5	5
					应付账款周转率	4.00	4.48	4.28	4.25
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.39	0.47	0.62	0.80
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.05	0.03	0.17	0.26
					每股净资产(最新摊薄)	2.58	2.95	3.56	4.36
					估值比率				
					P/E	47.62	38.93	29.77	22.95
					P/B	7.12	6.23	5.15	4.21
					EV/EBITDA	37	30	24	18

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

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

研究团队简介

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, 8 年证券行业从业经验, 2006 年、2007 年和 2009 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, 医药行业研究助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 负责中药行业研究;

余文心, 医药行业研究助理, 北京大学药学、经济学双学士, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药及医药政策研究;

江琦, 医药行业研究助理, 上海交大生物工程学士, 经济学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药行业研究;

王威, 医药行业研究助理, 工学硕士, 5 年医疗器械行业从业经验, 2010 年加入中投证券研究所, 负责医疗器械行业研究。

管猛, 医药品牌销售经理, 复旦大学硕士, 2008 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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

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