

新产品有望验证公司核心优势

事件

公司公告：经测算，2010 年实现净利润约 14650 万元，实现每股收益 1.46 元左右，同比增长范围在 40–60%。实现增长主要原因是 2010 年 1–12 月公司主营业务收入比上年同期大幅提高，实现的主营业务利润有较大增长；管理费用和销售费用得到有效控制。

研究结论

公司的业绩虽然略低于我们的预期，但仍然实现了高速的增长。在 2010 年瑞芝清基数变大，缺乏新产品上市的情况下，实现 50% 的增长实属不易，也充分体现了公司的销售能力和规模优势。根据公告，公司在四季度应实现净利润 5200 万元左右，同环比均有较大增长；我们判断这与公司四季度新产能投放，度来林、乳酸菌素颗粒开始投放市场有关；利息收入也贡献了增长；同时公司在第三季度计提了新厂投产的相关费用，压低了第三季度的业绩。

新产品有望验证公司核心优势。市场对公司的疑虑最主要集中在康芝能否利用销售优势再造一个类似瑞芝清的增长点，因此度来林的成功与否将影响公司的价值判断。考虑公司的渠道优势，我们认为 2010 年四季度开始的铺货量将会很大很快；同时公司在推广前进行了详尽的前期调查，市场反馈较好，相信该产品持续增长也有较大概率。预计度来林第一阶段将在公司的优势渠道进行推广；我们估计在明年春节后，央视和地方卫视的空中广告就有望播出，届时在公司营销会议和广阔渠道铺垫带动下，度来林的收入仍有望突破我们预测的 8500 万元，至少在销售收入方面，度来林将不会低于预期。氨金黄敏颗粒也是公司已经进行多年培育的品种，2011 年也有望作为重点进行推广，增速或能超过我们的预期。

市场担忧的另一点是基药改革对公司的影响。我们认为至少目前仍未显现，而且，目前康芝的营销重点已经向 OTC 转移，且在产品启动后，患者的自主采购将会是公司产品销售的主要推动力量，可以有效规避风险。

盈利预测：

我们认为，康芝药业是一个专注主业，长期发展前景看好的公司。就短期来看，2011 年将会是康芝药业尝试提升品牌形象，突破增长瓶颈的关键一年，新产品将成为公司渠道验证、产品复制能力和管理层战略的试金石，如果 2011 年新产品贡献的收入能够快速增长，其发展瓶颈就有望获得突破，中长期发展空间将被打开。虽然近期股价跌幅较大，但我们认为公司基本面没有出现重大问题，一旦新品推广得到数据验证，其估值水平将得到有效修复，而目前的业务亦将对现有股价形成有力的支撑。我们维持公司 2011 年–2012 年 2.17, 3.10 的业绩预测，仍然建议投资者积极关注，维持买入投资评级。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

庄琰

医药行业分析师

8621–63325888 × 6069

zhuangyan@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210030004

李淑花

医药行业首席分析师

8621–63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 1 月 18 日) 71.16 元

目标价格 91.00 元

总股本/A 股 (亿股) 1

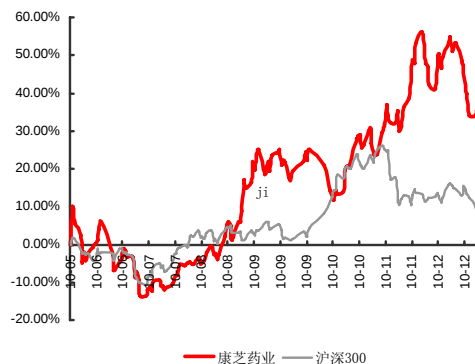
A 股市值 (亿元) 71

国家/地区 中国

行业 医药

报告发布日期 2011 年 1 月 19 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测	单位：百万元			
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	219	338	503	712
同比(%)	61%	54%	49%	41%
净利润	98	147	217	310
同比(%)	97%	51%	47%	43%
毛利率(%)	71.6%	68.8%	70.8%	70.2%
ROE(%)	40.6%	8.0%	10.8%	13.8%
每股收益(元)	1.30	1.47	2.17	3.10
P/E (倍)	54.57	48.34	32.79	22.90
P/B (倍)	22.14	3.88	3.55	3.16

相关报告

时间

稳定上游 扩充产品

2010-12-13

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	177	1669	1817	2062	营业收入	219	338	503	712
现金	101	1586	1698	1891	营业成本	62	105	147	212
应收账款	24	37	55	78	营业税金及附加	2	3	5	7
其它应收款	2	3	5	7	营业费用	22	32	70	88
预付账款	37	21	29	42	管理费用	20	32	44	59
存货	13	21	29	42	财务费用	-1	-6	-18	-19
其他	0	0	0	0	资产减值损失	-0	1	1	1
非流动资产	117	232	279	310	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	43	122	196	241	营业利润	114	170	254	364
无形资产	26	26	26	26	营业外收入	2	4	2	2
其他	48	84	58	43	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	294	1901	2096	2372	利润总额	116	173	255	365
流动负债	53	71	93	124	所得税	18	26	38	55
短期借款	9	9	9	9	净利润	98	147	217	310
应付账款	16	26	37	53	少数股东损益	0	0	0	0
其他	29	36	48	62	归属于母公司净利润	98	147	217	310
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	114	178	270	386
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.30	1.47	2.17	3.10
其他	0	0	0	0					
负债合计	54	71	94	124	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	75	100	100	100	成长能力				
资本公积	41	1458	1458	1458	营业收入	61.0%	54.3%	49.0%	41.5%
留存收益	113	245	396	610	营业利润	97.1%	48.6%	49.4%	43.4%
归属母公司股东权益	240	1830	2003	2248	净利润	97.0%	50.5%	47.4%	43.2%
负债和股东权益	294	1901	2096	2372	获利能力				
					毛利率	71.6%	68.8%	70.8%	70.2%
					净利率	44.6%	43.5%	43.0%	43.6%
					ROE	40.6%	8.0%	10.8%	13.8%
					ROA	33.2%	7.7%	10.3%	13.1%
					偿债能力				
					资产负债率	18.2%	3.7%	4.5%	5.2%
					净负债比率				
					流动比率	3.32	23.63	19.47	16.64
					速动比率	3.07	23.33	19.16	16.30
					营运能力				
					总资产周转率	0.74	0.18	0.24	0.30
					应收账款周转率	-	-	-	-
					应付账款周转率	3.91	4.00	4.00	4.00
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.30	1.47	2.17	3.10
					每股经营现金流	0.88	1.60	2.01	2.92
					每股净资产	3.21	18.30	20.03	22.48
					估值比率				
					P/E	54.57	48.34	32.79	22.90
					P/B	22.14	3.88	3.55	3.16

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn