

中药 III

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 余方升

S0960110030152

021-52288047

yufangsheng@cjis.cn

6-12 个月目标价:

当前股价: 15.91 元

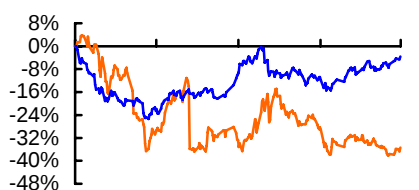
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3050.40
总股本(百万)	416
流通股本(百万)	307
流通市值(亿)	49
EPS (TTM)	0.62
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	-4.79	-8.88	-0.44
上证综合指数	3.97	7.88	6.61



2010/4 2010/7 2010/10 2011/1

—— 康缘药业 —— 上证综合指数

相关报告

《康缘药业-股权激励方案出台, 长期良好成长趋势可期》2010-11-2

《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

600557

强烈推荐

积极加强研发, 夯实长期成长基础

康缘药业 10 年归属于母公司净利润同比增长 12.77%, 对应 EPS0.43 元, 公司拟每 10 股派 0.6 元。

投资要点:

- **10 年业绩增速较为平缓。**公司 1-12 月实现营收约 13.58 亿, 同比增长 40.24%, 归属于母公司净利润 1.81 亿, 同比增长约 12.77%。热毒宁等主导品种销售收入大幅增加和南星药业由参股变为控股是营收增速较快的主要原因, 而净利润增速偏低主要系营业成本和研发费用增幅较大所致。经营性现金流净额状况良好, 达到 1.66 亿;
- **医药工业快速增长, 大品种战略取得进展。**10 年桂枝茯苓胶囊销售收入约 3.63 亿, 同比增长接近 15%; 热毒宁注射液同比增长 64%至 3.34 亿。二线品种方面, 除金振口服液有所调整外, 天舒胶囊、散结镇痛胶囊增速都在 50%以上, 腰痹通胶囊和抗骨增生胶囊超过 20%。随着优势营销资源的充分整合, 预计 11 年上述重点品种将可延续较好增势;
- **预计未来 3 个季度销售形势趋好。**今年 1 季度由于控货, 理清渠道, 估计营收同比持平。调整到位后, 未来 9 个月将持续向好;
- **研发方面继续大力加强。**10 年公司扎实推进研发工作, 获得热毒宁增加流感高热适应症等 3 个临床批件, 中药新品种参乌益肾片生产批件等。未来计划投资 1 亿多建设上市药品再评价中心、中试放大平台、动物实验中心、合作研发 LWDH 苷糖片等多个项目;
- **维持强烈推荐评级。**整体来看, 公司重点品种营销战略进展良好, 激励机制逐渐改善, 银杏内酯等新品年内有望获批, 成长前景仍可期待。我们预计公司 11-13 年的 EPS 分别为 0.62、0.82 和 1.07 元, 维持强烈推荐的投资评级。

风险提示: 中药注射剂审批进度较慢。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1358	1736	2189	2696
同比(%)	40%	28%	26%	23%
归属母公司净利润(百万元)	181	258	342	445
同比(%)	13%	43%	32%	30%
毛利率(%)	72.7%	72.6%	72.8%	72.9%
ROE(%)	14.9%	17.6%	19.4%	20.7%
每股收益(元)	0.43	0.62	0.82	1.07
P/E	36.59	25.58	19.36	14.85
P/B	5.47	4.50	3.75	3.07
EV/EBITDA	29	20	15	12

资料来源: 中投证券研究所

附表 1: 康缘药业分业务预测 (单位: 万)

	2009 年	2010 年	2011E	2012E	2013E
营业收入:	96396	135554	173551	218901	269649
工业合计	92351	127945	164420	207944	256500
出口贸易	4045	7609	9131	10957	13149
妇科用药:桂枝茯苓胶囊	31654	36323	43588	52305	62766
散结镇痛胶囊	8288	12777	16354	20933	26167
骨科用药:抗骨增生胶囊	3889	4814	5536	6090	6699
腰痹通胶囊	8677	11306	14133	17666	21199
抗感染:热毒宁注射液	19760	32361	42069	52587	63104
金振口服液	3271	2920	3212	3533	3887
心脑血管:天舒胶囊	5058	8190	10647	13841	17993
银杏内酯等注射液	0	0	0	2000	4000
其他产品	11754	19254	28881	38989	50685
总体毛利率:	74.96%	72.92%	72.63%	72.80%	72.88%
工业毛利率	77.69%	76.56%	76.00%	76.00%	76.00%
出口贸易	12.62%	11.67%	12.00%	12.00%	12.00%
营业成本:	24135	36711	47496	59549	73131
工业成本	20601	29990	39461	49907	61560
出口贸易	3534	6721	8035	9642	11571

数据来源: 公司历年年报 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	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1127	1391	1875	2261	营业收入	1358	1736	2189	2696
现金	152	325	375	450	营业成本	371	475	595	731
应收账款	458	431	600	773	营业税金及附加	20	26	32	40
其它应收款	48	61	82	97	营业费用	547	677	832	998
预付账款	130	141	212	244	管理费用	217	261	336	414
存货	81	91	131	153	财务费用	19	26	32	35
其他	259	343	475	544	资产减值损失	3	0	0	0
非流动资产	861	840	890	934	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	2	3	2	2
固定资产	584	690	761	812	营业利润	184	274	364	481
无形资产	94	99	103	109	营业外收入	22	20	21	21
其他	182	51	26	13	营业外支出	2	5	3	3
资产总计	1987	2231	2765	3195	利润总额	204	289	382	499
流动负债	682	564	701	733	所得税	20	28	38	49
短期借款	310	251	302	264	净利润	183	260	344	449
应付账款	132	119	173	219	少数股东损益	2	2	2	4
其他	239	193	226	251	归属母公司净利润	181	258	342	445
非流动负债	62	162	262	262	EBITDA	239	352	457	585
长期借款	58	158	258	258	EPS (元)	0.43	0.62	0.82	1.07
其他	4	4	4	4					
负债合计	743	726	963	995	主要财务比率				
少数股东权益	35	37	39	44	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	416	416	416	416	成长能力				
资本公积	238	238	238	238	营业收入	40.2%	27.8%	26.1%	23.2%
留存收益	556	814	1108	1502	营业利润	15.3%	49.1%	33.0%	32.1%
归属母公司股东权益	1209	1468	1762	2156	归属于母公司净利润	12.8%	43.0%	32.2%	30.3%
负债和股东权益	1987	2231	2765	3195	获利能力				
					毛利率	72.7%	72.6%	72.8%	72.9%
					净利率	13.3%	14.9%	15.6%	16.5%
					ROE	14.9%	17.6%	19.4%	20.7%
					ROIC	12.5%	17.0%	18.0%	20.5%
					偿债能力				
					资产负债率	37.4%	32.5%	34.8%	31.1%
					净负债比率	49.53	56.41%	58.21	52.44%
					流动比率	1.65	2.47	2.67	3.08
					速动比率	1.53	2.31	2.48	2.87
					营运能力				
					总资产周转率	0.79	0.82	0.88	0.90
					应收账款周转率	4	4	4	4
					应付账款周转率	3.78	3.78	4.08	3.73
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.43	0.62	0.82	1.07
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.40	0.45	0.21	0.75
					每股净资产(最新摊薄)	2.91	3.53	4.24	5.19
					估值比率				
					P/E	36.59	25.58	19.36	14.85
					P/B	5.47	4.50	3.75	3.07
					EV/EBITDA	29	20	15	12

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

中投医药团队荣誉：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 2 名，2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名；2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 名；2010 年财经风云榜最佳证券分析师（医药行业唯一一个）。

中投医药团队成员：

周锐，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，整体负责中投医药团队研究工作；

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、医疗服务及政策研究；

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，负责生物制药及医药流通研究；

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，负责医疗器械及境外上市中资医药股研究。

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	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	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：518000	邮编：100032	邮编：200041
传真：(0755) 82026711	传真：(010) 63222939	传真：(021) 62171434