

湘财证券研究所

医药行业研究小组

陈国俊 分析师

执业编号： S0500511010012

联系人：

陈国栋

Tel： 021-68634510-8721

Mail： cgd2854@xcsc.com

基础数据：

收盘价： 16.25 元
 流通 A 股市值： 49.90 亿元
 总市值： 67.54 亿元
 沪深 300 指数： 3229.76
 评级： 买入（维持）
 目标价： 21.70 元

一年内股价与大盘走势：



参加5月5日举行公司投资者交流会，与董事长等高管交流公司经营情况和研发动态。

投资要点：

- 研发一直是公司的强项，不少新药都在临床研究阶段，基于审慎原则，并未公布详细进展情况。银杏内酯是目前离最终拿到生产批件最近的品种，公司首先研发银杏内酯药物，在心脑血管方面有较好疗效。前期桂枝茯苓 FDA 二期临床结果不甚理想，其原因并不在于药物本身疗效不佳，关键还是临床试验方案设计有问题。通过聘用有经验人员，重新选择 CRO 公司，FDA 二期临床有望在年内重启。公司不拘泥于中药领域，化药和生物制药的新药研发也在尝试，未来有望带来惊喜。
- 重点对原有产品进行二次开发，例如热毒宁增加流感高热适应症，金振口服液在儿童手足口病的疗效要好于热毒宁。适应症的增加往往能取得花费小收益大的效果，在较大程度拓展原有品种市场空间。针对目前康缘药业的营销模式，能起到事半功倍的效果。
- 公司从去年下半年起整顿分销渠道，销售增速放缓，下半年随着渠道清理完毕，产品增速有望回升。为应对终端渠道下沉，公司努力争取让更多品种进入地方基药增补目录，以适应新医改的变化。

投资建议：

近期公布限制性股权激励修改稿，中高层销售和研发人员是此次激励重点，2011 年-2013 年净利润解锁条件分别为不低于 2.4 亿、3 亿、3.7 亿，对应每股收益 0.58、0.72、0.89 元。我们预测康缘药业 2011-2013 年每股收益分别为 0.62、0.76、0.99 元，继续给予“买入”评级，目标价调整至 21.70 元。

风险因素：中药材价格上涨；新药审批进度晚于预期

盈利预测

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入（百万元）	225.08	383.88	498.74	627.09	794.54
增长率	20.36%	70.55%	29.92%	25.73%	26.70%
净利润（百万元）	80.97	102.03	137.07	174.5	218.35
增长率	34.08%	26.01%	34.34%	27.31%	25.13%
摊薄后每股收益（元）	0.80	1.01	1.36	1.73	2.17

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1127	1278	1675	2150	营业收入	1358	1708	2092	2640
现金	152	399	624	855	营业成本	371	444	531	655
应收账款	458	278	287	311	营业税金及附加	20	23	30	38
其他应收款	48	66	78	100	营业费用	547	700	858	1082
预付账款	130	171	195	246	管理费用	217	239	303	383
存货	81	79	94	104	财务费用	19	20	12	10
其他流动资产	259	284	397	534	资产减值损失	3	0	0	0
非流动资产	861	824	780	735	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	4	4	4	投资净收益	2	2	3	3
固定资产	584	594	575	542	营业利润	184	284	361	475
无形资产	94	94	94	94	营业外收入	22	20	20	20
其他非流动资产	182	132	107	94	营业外支出	2	4	4	4
资产总计	1987	2101	2454	2885	利润总额	204	300	377	491
流动负债	682	556	644	723	所得税	20	36	53	71
短期借款	310	165	175	180	净利润	183	264	324	420
应付账款	132	188	230	290	少数股东损益	2	5	6	8
其他流动负债	239	203	239	253	归属母公司净利润	181	259	318	411
非流动负债	62	62	62	62	EBITDA	239	345	417	530
长期借款	58	58	58	58	EPS (元)	0.43	0.62	0.76	0.99
其他非流动负债	4	4	4	4	主要财务比率				
负债合计	743	617	706	785	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	35	40	47	55	成长能力				
股本	416	416	416	416	营业收入	40.2%	25.8%	22.5%	26.2%
资本公积	238	238	238	238	营业利润	15.3%	54.5%	27.1%	31.6%
留存收益	556	790	1048	1392	归属于母公司净利润	12.8%	43.1%	22.8%	29.5%
归属母公司股东权益	1209	1444	1702	2046	获利能力				
负债和股东权益	1987	2101	2454	2885	毛利率(%)	72.7%	74.0%	74.6%	75.2%
现金流量表					净利率(%)	13.3%	15.1%	15.2%	15.6%
单位:百万元					ROE(%)	14.9%	17.9%	18.7%	20.1%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	12.5%	20.5%	23.7%	28.1%
经营活动现金流	166	440	284	301	偿债能力				
净利润	183	264	324	420	资产负债率(%)	37.4%	29.4%	28.8%	27.2%
折旧摊销	36	41	44	45	净负债比率(%)	49.53%	36.12%	33.00%	30.33%
财务费用	19	20	12	10	流动比率	1.65	2.30	2.60	2.97
投资损失	-2	-2	-3	-3	速动比率	1.53	2.15	2.45	2.83
营运资金变动	-65	114	-94	-172	营运能力				
其他经营现金流	-5	3	0	0	总资产周转率	0.79	0.84	0.92	0.99
投资活动现金流	-356	-2	3	3	应收账款周转率	4	5	7	9
资本支出	285	0	0	0	应付账款周转率	3.78	2.78	2.54	2.51
长期投资	0	4	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-72	2	3	3	每股收益(最新摊薄)	0.43	0.62	0.76	0.99
筹资活动现金流	106	-190	-62	-73	每股经营现金流(最新摊薄)	0.40	1.06	0.68	0.72
短期借款	147	-145	10	5	每股净资产(最新摊薄)	2.91	3.47	4.09	4.92
长期借款	58	0	0	0					
普通股增加	96	0	0	0					
资本公积增加	-96	0	0	0					
其他筹资现金流	-100	-45	-72	-78					
现金净增加额	-85	248	225	231					

分析师说明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。