

**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: 17.08 元

评级调整: 维持

**基本资料**

|           |         |
|-----------|---------|
| 上证综合指数    | 2593.17 |
| 总股本(百万)   | 423     |
| 流通股本(百万)  | 307     |
| 流通市值(亿)   | 52      |
| EPS (TTM) | 0.43    |
| 每股净资产(元)  | 2.94    |
| 资产负债率     | 37.4%   |

**股价表现**

| (%)    | 1M    | 3M    | 6M    |
|--------|-------|-------|-------|
| 康缘药业   | 14.48 | 9.71  | 3.49  |
| 上证综合指数 | -5.86 | -8.82 | -8.28 |



**相关报告**

《康缘药业-积极加强研发, 夯实长期成长基础》2011-4-15

《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**

**600557**

**强烈推荐**

**下半年业绩有望恢复较好增长势头**

康缘药业 11 年上半年实现归属于母公司净利润约 9672 万, 同比增长 5.86%, 对应 EPS0.23 元。

**投资要点:**

- **11 年中期业绩相对稳定。**公司 1-6 月实现营收约 73655 万, 同比增长 17.83%, 归属于母公司净利润 9672 万, 同比增长约 5.86%, 扣除非经常性损益后净利润同比增长 10.94%。营收增长的主要原因是热毒宁销量较好增长和南星药业由参股变为控股, 营业成本增加较多使得净利润增速偏低。费用方面, 销售和管理费用率同比下降 4.55 个百分点, 财务费用率有所上升;
- **未来 2 个季度主导品种销量有望明显好转。**从 1-6 月情况来看, 医药工业销售收入达到 69252 万, 同比增长 17.37%, 毛利率有所减少。其中, 桂枝茯苓胶囊销售收入约 17732 万, 有一定幅度下降, 热毒宁注射液同比增长 29.27%至 17632 万。二线品种方面, 金振口服液、抗骨增生、腰痹通等销量有所调整, 但和桂枝茯苓胶囊一样, 2 季度终端消化开始趋好。通过不断加强营销整合, 我们预计 3、4 季度这些主要品种将会呈现较好的恢复增长势头;
- **新品有望取得突破。**银杏内酯 ABK 目前在补充材料中, 年内有获批的希望。其它上市药品再评价中心、中试研发平台、动物实验中心等多个项目在顺利建设中;
- **维持强烈推荐评级。**综合来看, 公司激励机制开始实施, 主导产品增速将触底回升, 银杏内酯注射剂年内仍有望获批, 下半年业绩实现较好增长在望。我们预计公司 11-13 年的 EPS 分别为 0.61、0.80 和 1.05 元 (按最新股本), 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**

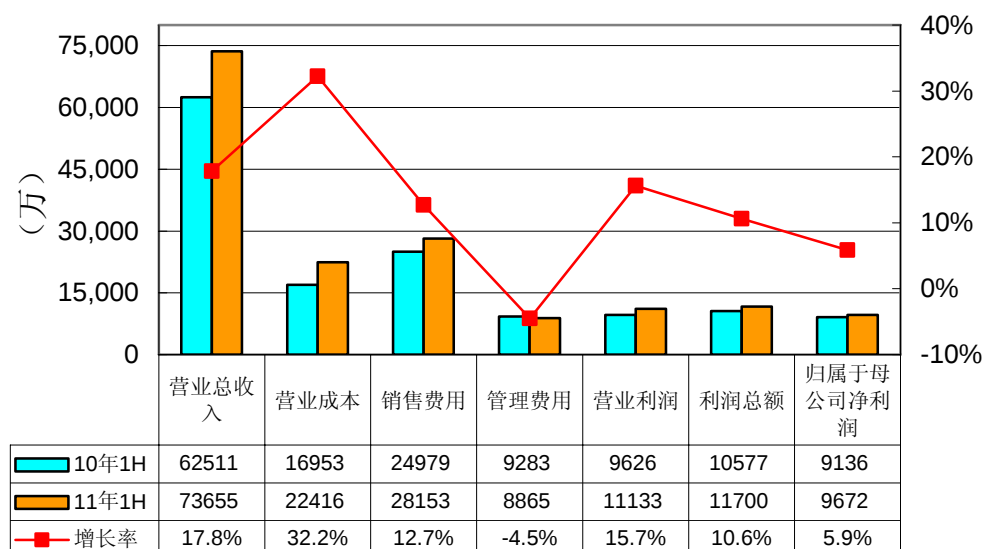
| 单位: 百万元       | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)     | 1358  | 1736  | 2189  | 2696  |
| 同比(%)         | 40%   | 28%   | 26%   | 23%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 181   | 258   | 340   | 442   |
| 同比(%)         | 13%   | 43%   | 32%   | 30%   |
| 毛利率(%)        | 72.7% | 72.6% | 72.8% | 72.9% |
| ROE(%)        | 14.9% | 17.8% | 19.6% | 21.1% |
| 每股收益(元)       | 0.43  | 0.61  | 0.80  | 1.05  |
| P/E           | 40.00 | 28.03 | 21.26 | 16.34 |
| P/B           | 5.98  | 4.98  | 4.18  | 3.44  |
| EV/EBITDA     | 31    | 21    | 16    | 13    |

资料来源: 中投证券研究所

## 一、主要财务数据的解读

康缘药业 11 年上半年合并报表实现营业收入同比增长约 18%，营业利润同比增长约 16%，归属于母公司净利润增长约 6%，业绩表现相对平缓。

图 1：康缘药业主要盈利性指标变化情况



数据来源：公司 11 年半年报 中投证券研究所

从分项指标来看：

营业收入同比增长 17.83%，主要原因是热毒宁注射液保持较好增长势头和合并了南星药业；

营业成本增速明显高于营收主要原因是药材价格同比出现较大幅度上涨及合并范围增加南星药业所致；

销售费用增速基本同步于营收，管理费用有所缩减，而财务费用明显增加；

所得税率有所上升使得归属于母公司净利润增速慢于利润总额；

经营性现金流同比减少 64.68%，是因为公司销售规模扩大，购买商品、支付劳务及应收账款增加较多。

从季度数据来看，康缘药业的 2 季度环比营业收入增长 12%，毛利率保持稳定，销售费用率控制较好同比下降 4.53 个百分点。归属于母公司净利润环比增 21.45%，单季 EPS.13 元，达到新高。

表 1：康缘药业的季度盈利性数据（单位：万）

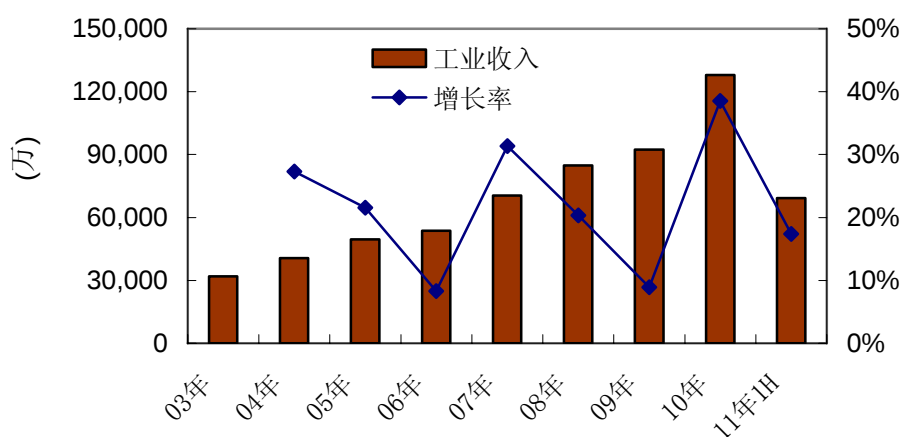
| 财务指标      | 10 年 1Q | 10 年 2Q | 10 年 3Q | 10 年 4Q | 11 年 1Q | 11 年 2Q | 112Q 环比 |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入      | 27226   | 35285   | 32542   | 40777   | 34742   | 38912   | 12.00%  |
| 营业成本      | 6459    | 10494   | 8516    | 11613   | 10579   | 11837   | 11.89%  |
| 营业费用      | 12157   | 12822   | 12834   | 16860   | 14110   | 14043   | -0.48%  |
| 管理费用      | 3255    | 6028    | 3953    | 8468    | 3873    | 4991    | 28.86%  |
| 财务费用      | 252     | 391     | 512     | 751     | 854     | 954     | 11.70%  |
| 营业利润      | 4731    | 4895    | 6210    | 2531    | 4835    | 6298    | 30.25%  |
| 利润总额      | 4829    | 5748    | 6247    | 3528    | 5223    | 6477    | 24.01%  |
| 所得税       | 726     | 698     | 927     | (321)   | 765     | 998     | 30.44%  |
| 归属于母公司净利润 | 4091    | 5045    | 5201    | 3736    | 4367    | 5304    | 21.45%  |
| EPS       | 0.10    | 0.12    | 0.12    | 0.09    | 0.10    | 0.13    | 0.02    |
| 毛利率       | 76.28%  | 70.26%  | 73.83%  | 71.52%  | 69.55%  | 69.58%  | 0.03%   |
| 营业费用率     | 44.65%  | 36.34%  | 39.44%  | 41.35%  | 40.61%  | 36.09%  | -4.53%  |
| 管理费用率     | 11.96%  | 17.08%  | 12.15%  | 20.77%  | 11.15%  | 12.83%  | 1.68%   |
| 实际所得税率    | 15.04%  | 12.15%  | 14.84%  | -9.09%  | 14.65%  | 15.41%  | 0.76%   |

资料来源：康缘药业历年报表 中投证券研究所

## 二、核心业务增长状况

作为公司的核心业务，11 年上半年康缘的工业产品销售同比增长 17.37%，稳步增长的原因是热毒宁销量保持较快增长和南星药业由参股变为控股，其它产品销售有所调整。

图 2：康缘药业历年工业业务的增长情况

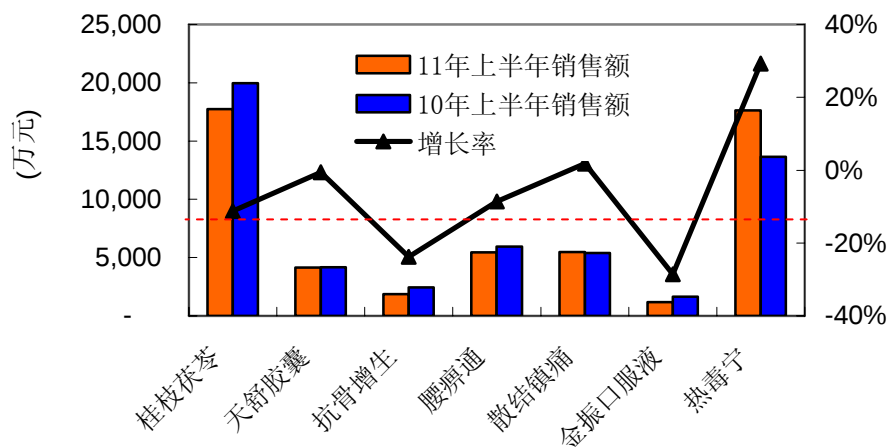


资料来源：公司历年报表 中投证券研究所

具体产品来看，上半年公司的主导品种热毒宁注射液销售增速接近 30%，桂枝茯苓胶囊有一定幅度调整，但 2 季度渠道消化开始转好。

二线品种方面，金振口服液、抗骨增生、腰痹通销量均有所调整，天舒胶囊和散结镇痛胶囊基本持平，但和桂枝茯苓胶囊一样，这些品种 3-6 月终端消化增速已有较好提升。

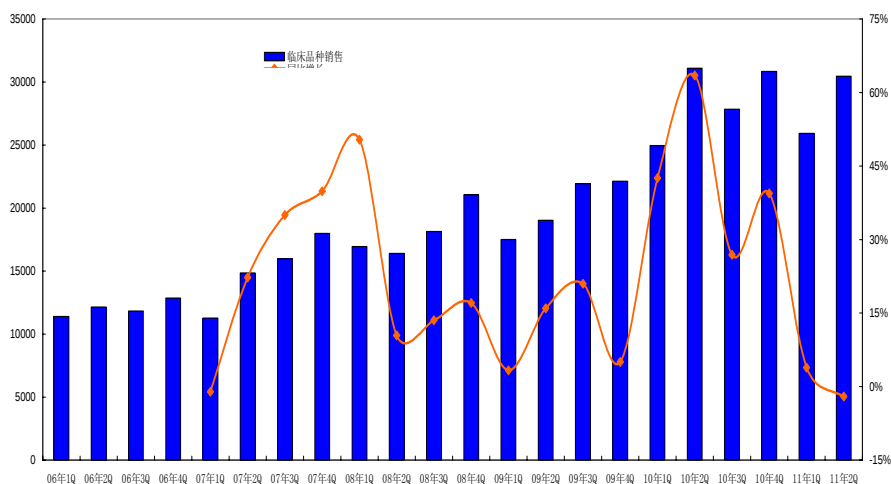
图 3：康缘药业主要产品的增长情况



资料来源：调研信息 中投证券研究所

从各季度销售情况来看，自 10 年 2 季度临床品种销售同比增速创下 63.5 % 的新高以来，增速有所下降，主要原因是公司对销售渠道进行了较大调整。11 年上半年销售量稍有下降，预计未来 2 个季度会有较好的恢复增长势头。

图 4：康缘药业临床产品分季度增长情况



资料来源：公司历年报表 中投证券研究所

### 三、盈利预测和投资评级

综合来看，公司激励机制开始实施，主导产品增速将触底回升，银杏内酯注射剂年内仍有望获批，下半年业绩恢复较好增长势头在望。

新品方面，银杏内酯注射剂正在补充材料中，年内有获批希望，其它新品种在加强研发中。

目前我们预计公司 11-13 年的 EPS 分别为 0.61、0.80 和 1.05 元（按最新股本），维持强烈推荐的投资评级。

表 2：康缘药业分业务预测（单位：万）

| 年度          | 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        |
| <b>流动资产</b>    | 1127 | 1391  | 1875  | 2261  | <b>营业收入</b>     | 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          | 27           | 34           | 38           |
| 其他             | 259  | 343   | 475   | 544   | 资产减值损失          | 3           | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动资产</b>   | 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   | <b>营业利润</b>     | 184         | 273          | 362          | 478          |
| 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            |
| <b>资产总计</b>    | 1987 | 2231  | 2765  | 3195  | <b>利润总额</b>     | 204         | 288          | 380          | 495          |
| <b>流动负债</b>    | 682  | 582   | 732   | 788   | 所得税             | 20          | 28           | 38           | 49           |
| 短期借款           | 310  | 269   | 334   | 319   | <b>净利润</b>      | 183         | 260          | 342          | 447          |
| 应付账款           | 132  | 119   | 173   | 219   | 少数股东损益          | 2           | 2            | 2            | 4            |
| 其他             | 239  | 193   | 226   | 251   | <b>归属母公司净利润</b> | 181         | 258          | 340          | 442          |
| <b>非流动负债</b>   | 62   | 162   | 262   | 262   | EBITDA          | 239         | 352          | 457          | 585          |
| 长期借款           | 58   | 158   | 258   | 258   | EPS (元)         | 0.43        | 0.61         | 0.80         | 1.05         |
| 其他             | 4    | 4     | 4     | 4     |                 |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 743  | 744   | 994   | 1050  | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| 少数股东权益         | 35   | 37    | 39    | 44    | <b>会计年度</b>     | <b>2010</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> |
| 股本             | 416  | 423   | 423   | 423   | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 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  | 789   | 1070  | 1440  | 营业利润            | 15.3%       | 48.8%        | 32.7%        | 31.9%        |
| 归属母公司股东权益      | 1209 | 1450  | 1731  | 2101  | 归属于母公司净利润       | 12.8%       | 42.7%        | 31.8%        | 30.1%        |
| <b>负债和股东权益</b> | 1987 | 2231  | 2765  | 3195  | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 毛利率             | 72.7%       | 72.6%        | 72.8%        | 72.9%        |
|                |      |       |       |       | 净利率             | 13.3%       | 14.9%        | 15.5%        | 16.4%        |
|                |      |       |       |       | ROE             | 14.9%       | 17.8%        | 19.6%        | 21.1%        |
|                |      |       |       |       | ROIC            | 12.5%       | 17.0%        | 18.0%        | 20.5%        |
|                |      |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 资产负债率           | 37.4%       | 33.3%        | 36.0%        | 32.9%        |
|                |      |       |       |       | 净负债比率           | 49.53       | 57.46%       | 59.53        | 54.93%       |
|                |      |       |       |       | 流动比率            | 1.65        | 2.39         | 2.56         | 2.87         |
|                |      |       |       |       | 速动比率            | 1.53        | 2.23         | 2.38         | 2.67         |
|                |      |       |       |       | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 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         |
|                |      |       |       |       | <b>每股指标 (元)</b> |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 每股收益(最新摊薄)      | 0.43        | 0.61         | 0.80         | 1.05         |
|                |      |       |       |       | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.39        | 0.44         | 0.21         | 0.73         |
|                |      |       |       |       | 每股净资产(最新摊薄)     | 2.86        | 3.43         | 4.09         | 4.96         |
|                |      |       |       |       | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | P/E             | 40.00       | 28.03        | 21.26        | 16.34        |
|                |      |       |       |       | P/B             | 5.98        | 4.98         | 4.18         | 3.44         |
|                |      |       |       |       | EV/EBITDA       | 31          | 21           | 16           | 13           |

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