

康缘药业 (600557.sh)

经营逐季好转，有重拾快速增长的潜力

葛峰 分析师

电话: 0755-23480370

eMail: gz2@gf.com.cn

执业编号: S0260511010015

业绩符合预期，成本压力稍缓解，费用控制良好

今年 1~9 月份，公司实现营收和净利润为 11.58 亿元和 1.66 亿元，分别同比增长 21.9%和 14.7%，每股收益 0.39 元，业绩基本符合预期。报告期间原材料价格、人工、动力费用上涨及合并范围增加江苏南星药业，导致成本上升，综合毛利率由去年三季度的 73.2%下降到 71.6%，是利润增速低于收入增速的主要原因。三项费用率为 54.72%，与去年中期基本持平。

热毒宁依旧增长亮丽，其他品种表现平平，环比经营有所好转

1~9 月份，我们预计一线品种热毒宁收入超过 3 亿元，同比增长 40%，三季度单季同比增速超过 55%；桂枝茯苓胶囊销售收入超过 2.5 亿元，同比下降不到 10%，三季度单季实现超过 5%的正增长。二线品种虽然同比表现平平，但与第二季度相比，公司环比经营指标有所好转。

产品梯队完善，新品储备丰富，有快速增长的潜力

一线品种有望继续做大做强：桂枝茯苓胶囊将继续受益于公司商务分销的加强；热毒宁新进入 09 版医保目录，今年对销售的拉动作用将逐步体现，未来有望继续保持快速增长，成为超过 10 亿元的大品种。

二线品种有增长潜力：散结镇痛胶囊新进医保目录，今明两年销量开始体现；抗骨增生胶囊恢复性增长；随着公司加强医院市场覆盖，深入和细化第三终端，有望给老产品注入新的增长活力。

新品种获批在望：随着国家对中药注射剂审批的开闸，银杏内酯注射液有望成为第一批上市的品种，成为心脑血管用药领域的重磅产品。

维持盈利预测与“买入”投资评级

维持 2011~2013 年 0.577 元、0.725 元和 0.979 元的盈利预测。公司产品丰富，营销和业绩调整消化历史遗留问题，股权激励有望推动公司重回快速增长轨道。

风险提示 营销调整效果慢于预期；新药审批慢于预期。
预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	968.53	1358.31	1487.92	1746.99	2147.55
增长率(%)	-14.44%	40.24%	9.54%	17.41%	22.93%
EBITDA(百万元)	196.76	239.61	325.82	394.68	521.20
净利润(百万元)	160.27	180.73	244.04	307.02	414.26
增长率(%)	12.91%	12.77%	35.03%	25.81%	34.93%
每股收益(元)	0.501	0.435	0.577	0.725	0.979
市盈率	41.79	42.96	29.62	23.55	17.45
市净率	6.25	6.42	4.97	4.11	3.32
EV/EBITDA	33.67	33.31	22.70	18.66	14.02

数据来源:江苏康缘药业股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	13.38 元
合理价值	18.00 元
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-17.81	-15.16	-19.35
沪深 300	-9.50	-18.02	-25.69

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

423/307

主要股东:

江苏康缘集团有限责任公司

主要股东持股比例 25.64%

流通 A 股比例 72.58%

财务比率

ROE 14.95%

ROA 10.53%

资产负债率 37.39%

2010 年报数据

资产负债表

单位：百万元

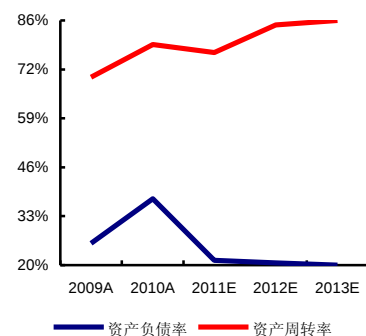
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	922	1,127	882	1,111	1,429
货币资金	236	152	-109	-77	-18
应收及预付	624	895	880	1,034	1,269
存货	61	81	91	104	129
其他流动资产	0	0	20	50	50
非流动资产	524	861	1,002	1,146	1,332
长期股权投资	28	0	4	4	4
固定资产	337	584	613	674	760
在建工程	84	100	150	228	327
无形资产	74	175	231	235	234
其他长期资产	1	2	5	5	6
资产总计	1,445	1,987	1,884	2,257	2,761
流动负债	363	682	334	396	480
短期借款	163	310	0	0	0
应付及预收	183	345	334	396	480
其他流动负债	17	27	0	0	0
非流动负债	4	62	58	58	58
长期借款	0	58	58	58	58
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4	4	0	0	0
负债合计	367	743	392	454	538
股本	320	416	423	423	423
资本公积	334	238	231	231	231
留存收益	418	556	800	1,107	1,521
归属母公司股东权益	1,072	1,209	1,454	1,761	2,175
少数股东权益	6	35	38	43	48
负债和股东权益	1,445	1,987	1,884	2,257	2,761

利润表

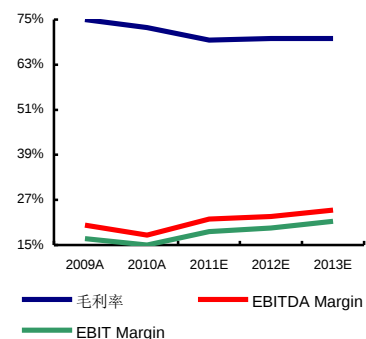
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	969	1358	1488	1747	2148
营业成本	244	371	455	528	649
营业税金及附加	14	20	22	26	32
销售费用	403	547	565	660	795
管理费用	145	217	170	192	215
财务费用	7	19	26	18	15
资产减值损失	-2	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	2	3	3	2
营业利润	159	184	253	325	445
营业外收入	21	22	22	22	22
营业外支出	3	2	2	2	2
利润总额	177	204	273	345	465
所得税	17	20	26	33	45
净利润	160	183	247	311	420
少数股东损益	0	2	3	4	6
归属母公司净利润	160	181	244	307	414
EBITDA	197	240	326	395	521
EPS (元)	0.50	0.43	0.58	0.73	0.98

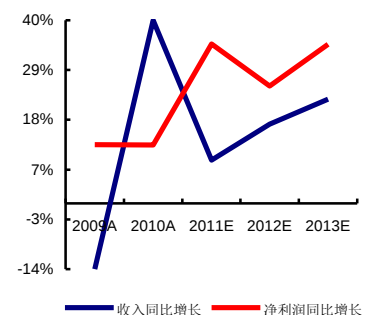
资产负债率趋势



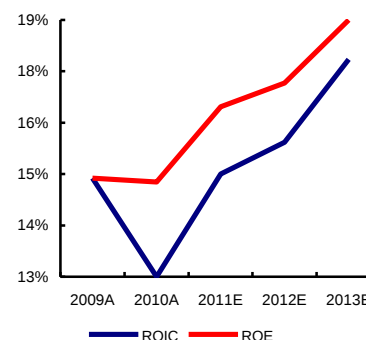
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

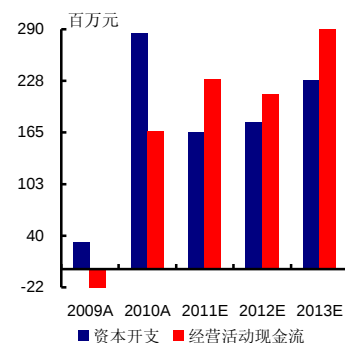
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-22	166	227	207	284
净利润	160	183	247	311	420
折旧摊销	35	36	50	54	63
营运资金变动	-220	-65	-53	-135	-176
其它	3	12	-17	-23	-23
投资活动现金流	-32	-356	-166	-175	-226
资本支出	-32	-285	-165	-177	-228
投资变动	0	-72	-1	3	2
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-51	105	-321	0	0
银行借款	353	504	-310	0	0
债券融资	-360	-344	-4	0	0
股权融资	3	0	0	0	0
其他	-47	-55	-8	0	0
现金净增加额	-105	-85	-261	33	58
期初现金余额	341	236	152	-109	-77
期末现金余额	236	152	-109	-77	-18

主要财务比率

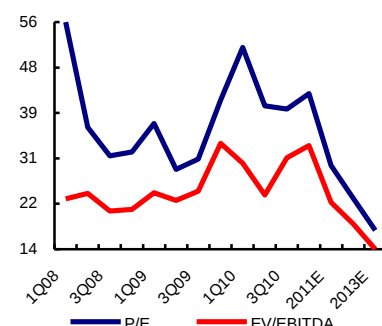
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	-14.4%	40.2%	9.5%	17.4%	22.9%
营业利润	6.1%	15.3%	37.9%	28.2%	37.1%
归属于母公司净利润	12.9%	12.8%	35.0%	25.8%	34.9%
获利能力					
毛利率	74.8%	72.7%	69.4%	69.8%	69.8%
净利率	16.6%	13.5%	16.6%	17.8%	19.6%
ROE	15.0%	14.9%	16.8%	17.4%	19.0%
ROIC	15.0%	12.5%	15.1%	15.9%	18.0%
偿债能力					
资产负债率	25.4%	37.4%	20.8%	20.1%	19.5%
净负债比率	-6.8%	17.4%	11.2%	7.5%	3.4%
流动比率	2.54	1.65	2.64	2.81	2.98
速动比率	2.09	1.34	1.91	2.07	2.24
营运能力					
总资产周转率	0.70	0.79	0.77	0.84	0.86
应收账款周转率	4.63	3.96	4.16	4.09	4.12
存货周转率	4.59	5.22	4.99	5.07	5.04
每股指标 (元)					
每股收益	0.50	0.43	0.58	0.73	0.98
每股经营现金流	-0.07	0.40	0.54	0.49	0.67
每股净资产	3.35	2.91	3.43	4.16	5.14
估值比率					
P/E	41.8	43.0	29.6	23.5	17.5
P/B	6.2	6.4	5.0	4.1	3.3
EV/EBITDA	33.7	33.3	22.7	18.7	14.0

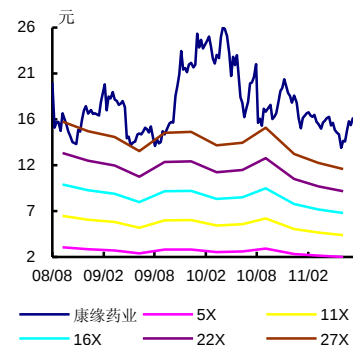
资本支出与经营活动现金流



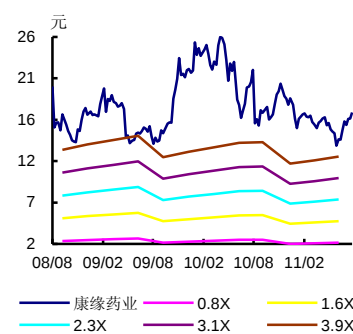
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发医药行业研究小组

贺菊颖，分析师，复旦大学管理学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。

葛峥，分析师，广州中医药大学方剂学硕士，2006 年进入广发证券发展研究中心。

杨挺，分析师，天津大学制药工程硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

吴雅春，研究助理，浙江大学内科学博士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wyc2@gf.com.cn，020-87555888-8404。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。