

2011 年 11 月 14 日

A
未有评级

600557.SS - 人民币 16.10

胡文洲, CFA*

(8621) 6860 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

股价相对指数表现


资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(16)	9	(10.2)	(21.0)
相对新华富时 A50 指数(%)	(6)	3	(7.0)	0.4

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	423
流通股(%)	72.57
流通股市值(人民币 百万)	4,944
3 个月日均交易额(人民币 百万)	43
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
江苏康缘集团有限责任公司	25.64

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*寇嘉烨是本报告重大贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

康缘药业

销售逐步好转, 静待新品获批

随着营销改革的逐步到位, 公司主导产品销售正在回暖。公司妇科用药与骨科用药销售额逐步好转, 全年销售额预计将与去年持平或略有增长。热毒宁注射液将继续保持高速增长。我们预计公司潜在重磅品种银杏内酯注射液最早将于明年一季度获批。

要点

- 2011 年前 3 季度公司营业收入同比增长 21.9%, 其中第 3 季度同比增长 29.6%。前 3 季度净利润同比增长 13.5%, 第 3 季度净利润同比增长 27.0%。随着公司营销改革的逐步到位, 公司业绩增长有望恢复。
- 妇科用药与骨科用药在经历了上半年的短期下滑后, 下半年销售逐步好转, 预计全年销售额将与去年持平或略有增长。
- 受终端覆盖增加、试点代理销售等因素驱动, 热毒宁注射液将持续放量并保持高速增长。
- 中药材价格下降将有效的缓解公司的成本压力。
- 公司现金流压力较大, 短期难以改善。

主要风险

- 热毒宁代理模式大面积推广可能不顺利。
- 新产品获批慢于预期。

图表 1. 投资摘要 (市场一致预期)

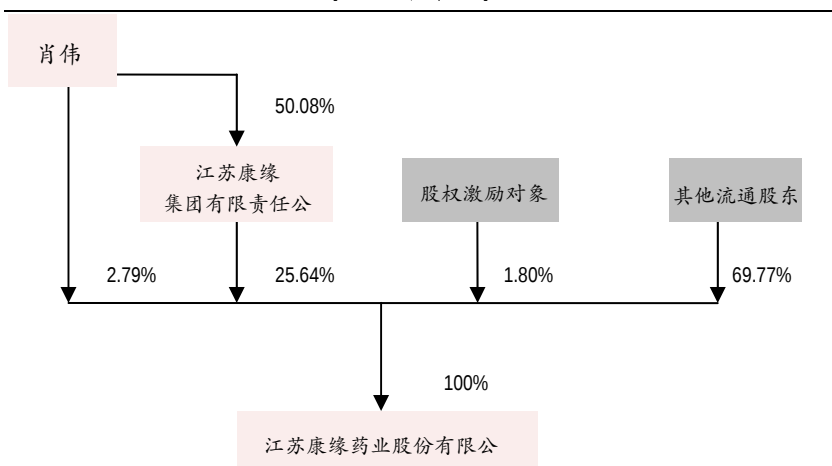
年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万元)	969	1,358	1,633	2,011	2,474
变动(%)	(14.4)	40.2	20.2	23.1	23.1
归属母公司的股东净利润(百万元)	160	181	242	316	405
变动(%)	12.9	12.8	34.1	30.2	28.5
每股收益(元)	0.50	0.43	0.57	0.75	0.96
市盈率(倍)	41.8	43.0	26.2	20.1	15.6
每股经营现金流(元)	(0.06)	0.40	0.42	0.47	0.51

资料来源: 公司数据及万得资讯

公司简介

公司为主营中成药制剂企业，前身为成立于1975年的连云港中药厂，后改名为连云港康缘制药有限公司，2000年整体变更为江苏康缘药业股份有限公司，2002年在A股上交所上市。肖伟先生直接控股2.79%，并通过控股江苏康缘集团有限责任公司间接控股12.84%，为公司实际控制人。

图表2.康缘药业股权结构(2011年中报)



资料来源：公司资料及中银国际研究

公司产品线涵盖妇科、抗感染、骨科、心脑血管等多个领域。妇科用药和抗感染用药是公司的传统优势领域，其中主导产品桂枝茯苓胶囊和热毒宁注射液占公司营业收入的50%以上。公司产品结构合理，研发能力较强，新药储备品种丰富，潜在重磅产品银杏内酯注射液正在申报新药注册，明年有望获批。

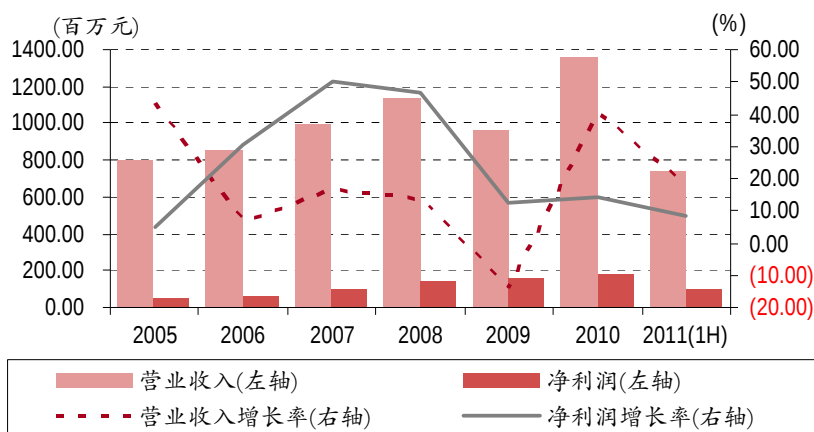
图表3.康缘药业主要产品线

治疗领域	产品	上市时间	适应症	药品生产批文数目	医保情况
妇科	桂枝茯苓胶囊	1995年	血瘀证	独家(剂型)	乙类
	散结镇痛胶囊	2003年	子宫内膜异位症	独家	乙类
抗感染	热毒宁注射液	2005年	外感风热所致感冒、咳嗽、上呼吸道感染、急性支气管炎等症	独家	乙类
	金振口服液	1997年	小儿急性支气管炎等痰热咳嗽症状	独家	乙类
骨科	抗骨增生胶囊	1998年	增生性椎炎(肥大性胸椎炎, 肥大性腰椎炎)、颈椎综合症、骨刺	2家	乙类
	腰痹通胶囊	2001年	血瘀气滞, 脉络闭阻所致腰痛	独家	乙类
心脑血管	复方南星止痛膏	2010年收购南星获得	寒湿瘀阻所致的关节疼痛, 肿胀	独家	乙类
	天舒胶囊	1995年	血管神经性头痛	独家	乙类
	复方丹参颗粒	1994年	心绞痛	2家	乙类
	通塞脉片	2010年收购南星获得	轻中度动脉粥样硬化性血栓性脑梗死恢复期气虚血瘀证	独家	乙类
抗肿瘤	银杏内酯注射液	新药注册报批阶段	缺血性中风	--	--
	痛安注射液	2005年	放化疗或非放化疗的肺癌、肝癌、胃癌等肿瘤属血瘀引发的癌性中度疼痛	独家	--
其他	六味地黄软胶囊	2005年	滋阴补肾	多家	甲类

资料来源：公司资料与中银国际研究

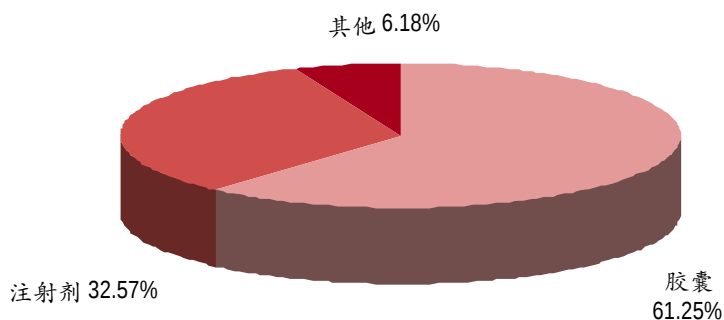
2010 年公司实现营业收入 13.6 亿，同比增长 40.2%；净利润 1.8 亿，同比增长 14.2%。2011 年上半年，公司营业收入 7.4 亿，同比增长 17.8%，净利润 1.0 亿，同比增长 8.6%；其中以妇科、骨科、抗感染药品为主的胶囊和注射剂型占营业收入比重达到 83.8%，毛利率均在 70%以上。第 3 季度公司营业收入达到 4.2 亿元，同比增长 29.6%，净利润同比增长 27.0%，明显提速。

图表 4.康缘药业各年营业收入与净利润情况



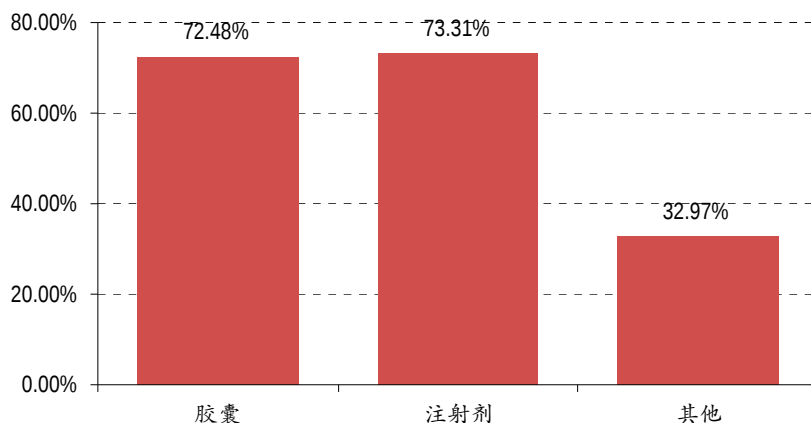
资料来源：公司资料及中银国际研究

图表 5.康缘药业营业收入分板块列示(2011 年中报)



资料来源：公司资料及中银国际研究

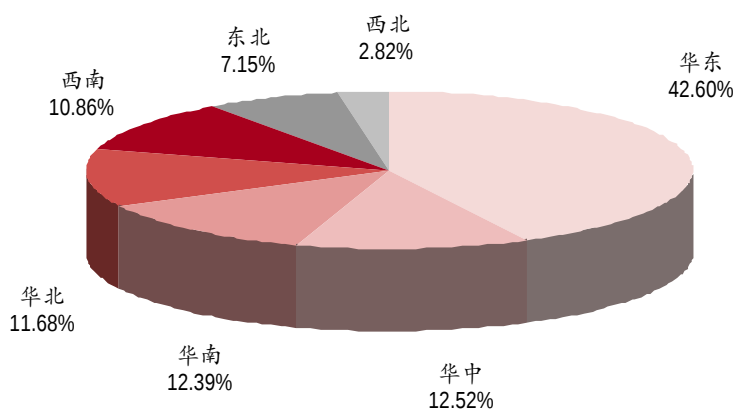
图表 6.康缘药业各板块毛利率列示(2011 年中报)



资料来源：公司资料及中银国际研究

从区域分布来看，华东地区是公司产品销售的传统优势区域，2011 年上半年占比 42.6%，东北和西北地区占公司总体销售的比例较小。

图表 7.康缘药业销售额分地区列示(2011 年中报)



资料来源：公司资料及中银国际研究

公司自 2010 年下半年开展营销改革，重点加强对分销渠道终端的整顿和监控，这使得公司期间销售业绩略有下滑。随着今年 3 季度渠道清理和终端整顿的逐步完成，公司销售业绩正在逐步回升。

妇科用药产品

公司的妇科用药主要品种为桂枝茯苓胶囊和散结镇痛胶囊。两个品种学术推广基础良好，面向市场略有不同。

桂枝茯苓胶囊属于独家剂型品种，其胶囊处方来源于汉代张仲景《金匱要略》中的桂枝茯苓丸方，适用于妇女瘀血阻络所致癥块、闭经、痛经、子宫肌瘤、卵巢囊肿、子宫内膜异位症治疗等。桂枝茯苓胶囊是公司销售额最大的品种之一，2010 年已超过 3.6 亿。从销售渠道上看，桂枝茯苓胶囊县级以上医院销售增长缓慢，但在县级以下医院增长迅速，目前占比已超过 50%。乡镇农村妇女由于卫生条件和生活习惯等原因，妇科疾病发病率相对较高，因此我们认为基层市场是桂枝茯苓胶囊重要发展方向。

散结镇痛胶囊属于独家品种，适应症为子宫内膜异位症及其并发症。散结镇痛胶囊市场定位高端，主要面向城市二级以上医院终端，销售模式以学术推广为主。该品种 2009 年进入国家乙类医保后增长较快，2010 年销售额已突破 1.2 亿，现在仍保持快速增长。

公司推行的分销渠道终端改革短期内对妇科产品销售的负面影响较大，今年上半年产品销售额有所下滑；但随着改革逐步到位，销售情况逐渐好转。我们预计 2011 年公司妇科业务营业收入将与去年基本持平。我们认为借助于良好的品牌，出众的疗效和相对低廉的价格，基层市场销售将推动桂枝茯苓胶囊等产品保持平稳增长态势。考虑分销渠道改革的逐步到位和医保等因素的驱动，未来 2 年公司妇科业务将保持 20% 左右的增长。

抗感染用药产品

热毒宁注射液是公司抗感染业务的主打品种，其主要成分金银花、青蒿与栀子，有效成份为绿原酸、青蒿素等，适用于外感风热所致感冒、咳嗽、上呼吸道感染、急性支气管炎等症。热毒宁为 2010 版《手足口病诊疗指南》和《甲型 H1N1 流感诊疗方案》的推荐中药注射剂品种，具有良好的学术推广基础。

对比中药注射剂主要品种痰热清注射液，两者在上市时间和销售模式上较为接近，但热毒宁进入医保时间较晚、覆盖医院及科室较少，因此其销售额与痰热清有一定差距。

图表 8. 热毒宁注射液与痰热清注射液对比

品种	热毒宁注射液	痰热清注射液
销售额/人民币 (2010 年)	约 3-3.5 亿	约 5.5-6 亿
主要成分	金银花、栀子、青蒿	金银花、黄芩、连翘、熊胆粉、山羊角
上市时间	2005 年	2003 年
卫生部推荐情况	2010 版《手足口病诊疗指南》和《甲型 H1N1 流感诊疗方案》的推荐中药注射剂品种	2010 版《手足口病诊疗指南》推荐中药注射剂品种
是否独家品种	是	是
医保	乙类 (2009 年起)	乙类 (2005 年起)
销售模式	自主承担 (2011 年下半年在部分省区开始试点代理)	自主承担
终端覆盖医院	约 2,200 家 (其中约 1,200 家为 2011 年新增)	2,500 家以上
中标价格/人民币 (10ml/支)	36-40	29-32
主要覆盖科室	儿科为主	内科、外科、儿科、呼吸科、职业病、肿瘤科

资料来源：公司资料与中银国际研究

我们认为热毒宁注射液产品成长性良好。第一，独家品种将有力支撑产品价格；第二，终端覆盖医院的快速增长以及新适应症的拓展将推动产品放量；第三，临床抗生素使用的限制性政策将促进清热解毒类中药注射液的销售；第四，公司新建 5,000 万支产能已于去年完工，足够保证产能供应。我们认为热毒宁将分享行业性的加速增长，预计公司 2011 年产品销售收入增长在 50% 左右，未来 2 年仍将保持 40% 以上的增速。

与热毒宁有关的金银花 GAP 种植基地项目也在有条不紊的推行。预计未来公司金银花种植基地面积将达到 1 万亩，并带动周边农户种植 2 万亩，可基本保证主要原材料的品质和供应，同时可以抵御原料价格波动的影响。

此前热毒宁注射液销售的优势地域主要是华东区域。自今年三季度起公司开始在安徽、福建等既往销售力量薄弱省区试点热毒宁注射液的代理销售。从新增医院覆盖和销售增长等方面来看，该项工作进展较为顺利。我们认为代理销售有利于提升公司的综合销售能力，未来其他品种也有可能逐步开展代理销售。

骨科产品

此前公司的骨科产品主要以抗骨增生胶囊、腰痹通胶囊为主。2010年6月，公司完成了江苏南星药业63.21%的股权收购，获得了南星药业骨科独家医保产品复方南星止痛膏。公司以江苏南星作为旗下的骨科药平台，将腰痹通胶囊和抗骨增生胶囊等骨科用药整合纳入南星，以实现资源的优化配置。目前两者的相关销售人员已合并。

与妇科产品相似，上半年营销改革也使得骨科产品销售短期下滑。但随着公司分销渠道和终端改革的逐步到位，我们估计第3季度相应产品均开始恢复性增长。我们预计公司骨科品种今年销售额将略有增长，未来2年将保持15-20%左右的增速。

新产品报批情况

公司潜在重磅品种银杏内酯注射液已通过临床试验，目前处于技术审评阶段。银杏叶制剂主要适用于中风和冠心病治疗，是心脑血管中成药临床应用的重大品种，现阶段市场规模不低于20亿元。传统银杏注射液品种主要有舒血宁注射液和银杏达莫注射液，其有效成分为银杏总黄酮等。银杏内酯已成为抗中风和冠心病治疗的当代研究热点。目前银杏内酯类注射液申报的主要品种有公司和成都百裕的银杏内酯注射液以及多家在研的单组份银杏内酯B注射液等。考虑到公司银杏内酯注射液的本轮国家评审已开始，且与之类似的成都百裕产品已经获批，我们预计公司的银杏内酯注射液最早将于2012年1季度末获批。

考虑到公司在学术推广、品牌运作、资金渠道等方面的系统性优势，我们预计未来公司的银杏内酯注射液成长空间巨大，将成为公司的重磅品种。

图表9.银杏类注射液几大品种对比

品种	银杏内酯注射液	银杏内酯注射液	银杏内酯B注射液	舒血宁注射液	银杏达莫注射液
生产厂家	康缘药业	成都百裕	多家在研	神威药业，双鹤药业等	益佰制药等
主要有效成分	银杏总内酯 ABK		单组分银杏内酯 B	银杏总黄酮等	
所处阶段	报批阶段	刚获批	刚获批	2002年获批	2002年获批
医保	--	--	--	乙类	乙类

资料来源：公司资料与中银国际研究

营销改革情况

长期以来，公司的营销模式为学术推广下的医院直销，并辅以一定的基层渠道分销，同时对不同产品进行分产品线营销管理。这种营销模式树立了公司在中成药领域的专业形象，保证了桂枝茯苓胶囊等产品在高市场占有率情况下的持续增长，并促进了散结镇痛胶囊、腰痹通胶囊等二线产品纷纷成为过亿品种。

但随着公司的发展，营销方面的弊端也逐渐显现。一是县级以下医院终端管理跟踪不足，串货和回款周期长等现象时有发生；二是公司对终端销售人员驱动不利，考核指标更多的是与工作量相关，与公司效益的关联度很弱；三是分线运作导致各产品销售团队各自为战，品牌树立方面合力不足；四是自主营销为主形成了一些长期空白的市场，产品进行深度市场拓展较为困难。

针对营销方面存在的问题，公司主动控制分销渠道的扩展，并将销售人员与基层终端对接逐步转入1对1的模式，进行精细化管理，并专门成立稽查部对回款、库存消化等指标严格监管。公司还转变了销售人员考核机制，提升效益产出指标的比重。为了增强市场推广的合力，公司根据产品和市场特点逐步调整了相关销售管理人员的配置和职能。为了进一步拓展产品的终端覆盖，今年3季度开始公司在福建、安徽等省试点热毒宁的代理销售，从新增医院覆盖和销售增长等方面来看，该项工作进展较为顺利，未来代理销售可能向其他产品拓展。

现金流情况

公司在拓展基层销售渠道时，对下游客户采取了延长回款周期、以票据代替现金结算等较为宽松的信用政策，一定程度上造成了公司的现金流状况恶化。从桂枝茯苓胶囊的销售情况来看，基层销售渠道具有很好的商业价值，公司较为宽松的信用政策对现金流的不利影响短期内仍将持续，但长期来看公司仍可以保持健康的经营现金流。

股权激励情况

为加强公司激励机制，建立股东与公司主要经营团队利益共享与约束机制，增强核心竞争力，公司于 2011 年 4 月公布了股权激励方案；拟以限制性股票向高管与核心团队定向发行 A 股普通股。在解锁条件方面，公司以 2009 年业绩为基期，对 2011-13 年业绩作了设定。根据解锁条件，预计公司 2011-13 年营业收入复合增长率不低于 27%，净利润复合增长率不低于 26%。

目前，首次股权激励共授予 62 名激励对象 760 万股限制性股票已完成。由于 3 季度开始公司的增长已有所恢复，我们预计公司 2011 年业绩达到解锁要求的可能性很大。

图表 10. 康缘药业首次授予限制性股票解锁条件

时间	营业收入条件	净利润条件
2011 年	不低于 16.0 亿	不低于 2.4 亿
2012 年	不低于 20.0 亿	不低于 3.0 亿
2013 年	不低于 25.0 亿	不低于 3.7 亿

资料来源：公司资料与中银国际研究

风险

公司热毒宁产品的代理销售试点工作开展较为顺利，但未来大面积推广代理销售模式仍然存在不确定性。

由于 SFDA 药物审批进度存在一定的不确定性，公司重磅品种银杏内酯注射液新产品获批时间可能慢于预期。

基本结论

公司营销改革的逐步到位，销售增长逐步好转。公司妇科用药与骨科用药已有恢复性增长；热毒宁注射液在终端覆盖增加、试点代理销售等多因素驱动下将持续高速增长。我们预计公司潜在重磅品种银杏内酯注射液最早将于明年一季度获批，该品种市场空间巨大，未来销售值得期待。我们认为公司的基本面正在发生好转，未来增长有望提速，建议予以关注。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括: 1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告, 具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户; 2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队, 其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础, 整合形成证券投资顾问服务建议或产品, 提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的, 亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策; 需充分咨询证券投资顾问意见, 独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息, 仅供收件人使用。阁下作为收件人, 不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人, 或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的, 中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施, 追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司(统称“中银国际集团”)的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用, 并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要, 不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请, 亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议, 阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前, 就该投资产品的适合性, 包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到, 但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人(包括其关联方)都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外, 中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告, 亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问, 本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料, 中银国际集团未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的, 纯粹为了阁下的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状, 不构成任何保证, 可随时更改, 毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证, 也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断, 可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现, 可能在出售或变现投资时存在难度。同样, 阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述, 阁下须在做出任何投资决策之前, 包括买卖本报告涉及的任何证券, 寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371