

评级：强烈推荐

医药/中药

公司研究报告

第一创业研究所

吕丽华 S1080510130003

联系人：于洋 S0020109021253

电 话：0755-82485014

邮 件：yuyang2@fcsc.cn

交易数据

52 周内股价区间（元）	13-21.87
总市值（百万元）	6471.44
流通股本（百万股）	307.11
流通股比率（%）	72.6%

资产负债表摘要(09/11)

股东权益	1406.94
每股净资产	3.32
市净率	4.6
资产负债率	40%

公司与行业指数比较



相关报告

2011 年 10 月 26 日：康缘药业 2011 三季报点评：营销调整结束，三季报略超预期

康缘药业（600557）

—2012 年：热毒宁销售放量、业绩释放双重时点

摘要：

- **2012 年：热毒宁销售放量、业绩释放双重时点。**（1）2011-2012 年，热毒宁在医保效应的作用下将迎来新一波的放量周期，销售收入增速区间 40%-60%。（2）热毒宁的增收不增利的现状将会改变。金银花价格下跌促使毛利润回升，销售规模扩大促使销售费用率下降。预计 2011、2012 年热毒宁销售收入增速分别为 50%、40%，贡献净利润分别约为 4000 万元、8300 万元。
- **桂枝茯苓胶囊远未到天花板，考虑到基数效应，胶囊线（除热毒宁外产品）2012 年有望实现 20%-25% 增长。**（1）我们测算桂枝茯苓胶囊的天花板在 20 亿以上，市场的年均增速可以保持在 10% 以上；（2）临床/分销销售比已经降到“铸铅行动”前水平，表明营销调整基本结束。虽然胶囊线的整体增速仅有 3% 左右，但是其中临床线增速达到 20%，增速强劲；分销线恢复增长值得期待；（3）低基数效应不可忽视。即使不考虑环比增长，2012 年一季度增速也将达 20%。
- **中药材价格下跌缓解成本压力。**（1）金银花供大于求，仍有下跌空间。以平邑 09 年的 42 万亩种植规模，13 年盛产，亩产 50kg，平邑占全国产量 60% 计算，13 年全国的金银花保守供给可达 35000 吨以上，高于全国 2 万吨-3 万吨的需求。而目前金银花价格 100 元/kg，实际种植成本 50 元/kg，仍有下行空间。（2）10 月份桃仁、茯苓价格同比下跌 50% 以上，考虑到公司中报期中药材 3000 万的存货，三季度中药材价格的下跌还没有完全反应在毛利率上，今年四季度以及明年的毛利率有望提升到 75% 以上的水平，同比上升 2 个百分点以上百分点。
- **现有产品线靓丽，产品储备卓越。**公司产品种类众多，涉及妇科、抗感染、骨科等多个疾病领域，给人以多而杂的印象。但是公司的产品基本围绕这样的一个主线：中药有绝对治疗优势且同质产品少，保证公司在妇科这样的细分领域具有绝对优势且避免了与优势企业的正面竞争。未来的产品线储备中银杏内酯注射液（预计 12 年底上市）和惊天宁大输液都是市场容量 10 亿以上的品种，值得期待。
- **给予“强烈推荐”的投资评级。**预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.57、0.82、1.07 元，复合增速 35.5%，对应当前股价 2011-2013 年 PE 分别是 28.5、19.7、15.1 倍。基于对于公司业绩释放的判断以及产品线的优势，我们给予公司一线中药股的估值，12 年 30 倍 PE，维持“强烈推荐”评级。



投资要点

■ 关键词：40%，热毒宁增速

热毒宁贡献了公司近年来的主要销售增量。2010年热毒宁销售收入3.2亿，占母公司销售收入比重为28.5%。2008-2010年，其收入年均复合增速82%，2011年上半年，热毒宁同比增长仅为29%。增速放缓导致部分投资者认为热毒宁销售增速下滑是必然的趋势。而我们认为，2011-2012年热毒宁在医保效应的作用下将迎来新一波的放量周期，医保效应足以保证热毒宁2012年销售收入获得40%以上增速。例如，2010年底热毒宁仅覆盖1200家医院，而到11年9月份已经覆盖2200多家医院。

■ 关键词：8300万元，热毒宁净利润贡献

公司2009、2010年连续两年利润增速低于收入增速。我们在分析收入增速与利润增速倒挂的原因时发现：热毒宁在过去几年中一直是增收不增利，在2010年时基本达到盈亏平衡。2011年起，金银花价格逐步回落，热毒宁毛利率回升；随着热毒宁销售规模的扩大，其销售费用也将由09年的60%的水平下降到12年的50%，预计2011年热毒宁贡献4000万净利润，2012年在40%的增速下，净利润率12%，贡献净利润8300万。

■ 关键词：20%，老产品增速

市场对于桂枝茯苓胶囊为代表的老产品的成长性存在质疑。我们认为公司这条线产品今年增速下滑甚至负增长的主要原因是分销线的营销调整造成的增速下滑，而临床线增速却十分强劲。我们认为三季度分销线的调整已经结束，其在四季度的增长将恢复。基数效应也是我们在盈利预测中给老产品20%增速的重要逻辑之一。以桂枝茯苓胶囊为例，其销售没有明显的季节性，即使不考虑环比增长，以今年三季度的销售额代表明年一季度的话增速也高达19.4%。

■ 关键词：10亿元，未来产品储备

- 银杏内酯注射液是国家863攻关项目，在07年时就已完成全部临床实验，预计于11年底到12年初获得批文。目前银杏提取物注射液市场规模约为30亿人民币，康缘银杏内酯注射液的疗效要远好于舒血宁等同类产品，预计银杏内酯注射液销售规模超过10亿。
- 惊天宁大输液采用指纹图谱技术全过程控制产品质量，目前处于技术材料补充阶段，预计于2013年获批上市。惊天宁主要治疗急性脑出血，同类产品主要是醒脑静。10年醒脑静年销售额超过10亿，疗效上惊天宁大输液优于醒脑静，预计惊天宁大输液同样是销售规模10亿元以上的大品种。

■ 关键词：30X，估值

公司股价在过去两年中表现落后于中药板块，估值也从历史上大多时候相对于行业的溢价变成折价。2009、2010年估值变为折价主要原因为业绩释放不出，我们认为随着2011年起热毒宁业绩的释放将会推动估值提升；加之，公司产品线优势也将逐步得到体现，特别是银杏内酯注射剂即将获批将进一步提升估值。因此，我们给予康缘一线中药股2012年30倍PE。



目录

投资要点	2
第一部分 2012 年：热毒宁销售放量、业绩释放双重时点	5
1.1 2012 年，热毒宁的放量时点	5
1.2 2012 年，热毒宁业绩释放时点	9
第二部分 老产品仍有空间，2012 年收入增速 20%-25%	11
2.1 桂枝茯苓胶囊的天花板是 20 亿，复合增长率 10%	11
2.2 2012 年，胶囊线销售收入增速有望达到 20%-25%	12
第三部分 中药材价格仍有下行空间，成本压力缓解	14
第四部分 重新审视康缘的产品线优势	16
4.1 现有产品线靓丽，产品储备卓越	16
4.2 中药注射剂的未来就是康缘的未来	18
第五部分 盈利预测及投资建议	21
5.1 股权激励	21
5.2 盈利预测	22
5.3 投资建议及风险	23

图表目录

图表 1 热毒宁销售收入及增速情况	5
图表 2 热毒宁单季度销售收入情况	9
图表 3 金银花价格走势与热毒宁毛利率走势	10
图表 4 痰热清销售费用率随销售规模扩大而下降	10
图表 5 北京地区 93-04 年子宫肌瘤增长情况	12
图表 6 热毒宁销售收入变动情况	13
图表 7 除热毒宁外主要产品销售收入增长情况	13
图表 8 平邑县金银花种植规模与产量	15
图表 9 桃仁（山）价格走势	15
图表 10 茯苓价格走势	15
图表 11 康缘母公司毛利率变动情况	16
图表 12 2000-2010 年中药新药申请数量	17
图表 13 银杏黄酮（左）和银杏内酯（右）结构比较	17
图表 14 康缘药业上市以来营业收入与利润增速	24



表格目录

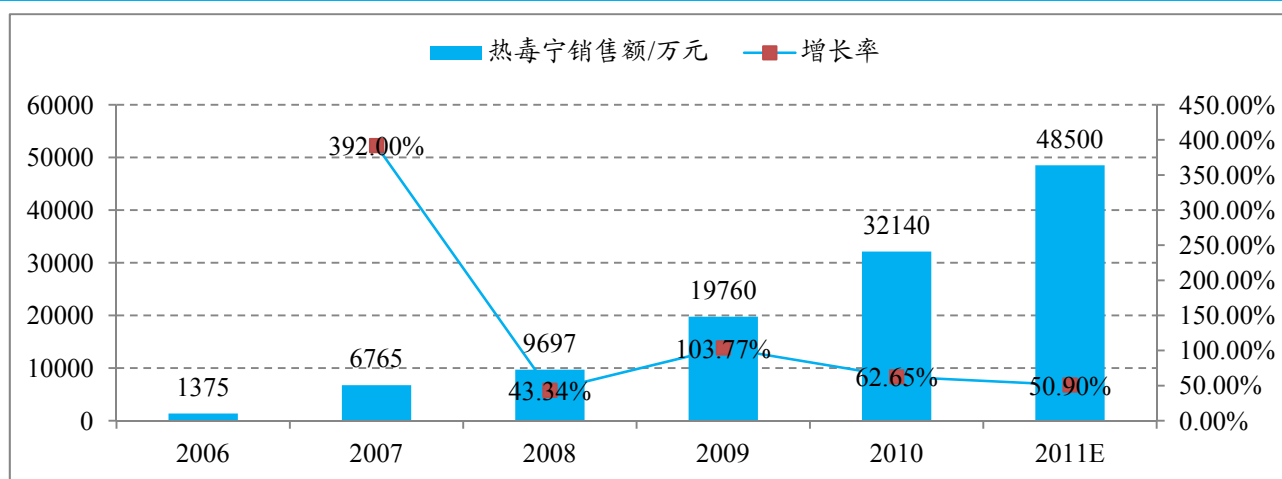
表格 1 喜炎平 09 年之前仅进入 13 个省市的地方医保	6
表格 2 喜炎平进地方医保前后销量比较	6
表格 3 各省医保目录颁布及执行时间表	6
表格 4 热毒宁与痰热清不良反应例数比较	7
表格 5 清热解毒类中药注射剂占比及价格情况	8
表格 6 分产品及销售渠道销售费用预测表	9
表格 7 关于子宫肌瘤患病率的报道	11
表格 8 南京大学 93-00 年已婚妇女疾病普查	12
表格 9 散结痛 09 年之前进入地方医保情况	14
表格 10 中药材占公司营业收入比	14
表格 11 金银花简介	15
表格 12 康缘药业公司产品线	16
表格 13 银杏提取物注射剂比较	18
表格 14 惊天宁疗效与醒脑静比较	18
表格 15 2010 医院采购金额前十大品种	19
表格 16 中药注射剂主要治疗领域销售及增速情况	19
表格 17 2010 年发改委《药品价格管理办法》(征求意见稿)对不同类型药物销售利润率的规定	20
表格 18 自 1996 年起国家对中药的扶持政策一览	20
表格 19 已发布 39 期药品不良反应信息通报涉及中药品种汇总	21
表格 20 各版本药典收录中药注射剂情况	21
表格 21 公司股权激励业绩要求	22
表格 22 中药材价格变动对净利润的影响	22
表格 23 康缘药业盈利假设	23
表格 24 康缘药业盈利预测	23



第一部分 2012 年：热毒宁销售放量、业绩释放双重时点

热毒宁贡献了公司近年来的主要销售增量。2010年热毒宁销售收入3.2亿，占母公司销售收入比重为28.5%。2008-2010年，热毒宁销售收入年均复合增速82%，2011上半年，热毒宁销售收入同比增长仅29%，增速放缓导致部分投资者认为热毒宁销售增速下滑是必然的趋势，而我们认为，2011-2012年热毒宁在医保效应的作用下将迎来新一波的放量周期，并且热毒宁的增收不增利的现状将会改变，2010年热毒宁基本实现盈亏平衡，2011年约贡献净利润4000万元，2012年约贡献净利润8300万元。

图表 1 热毒宁销售收入及增速情况



数据来源：公司公告，第一创业证券研究所

1.1 2012 年，热毒宁的放量时点

- 我们对于热毒宁放量判断的逻辑主要是基于热毒宁09年新进医保的判断。
 - 热毒宁主要竞争品种如痰热清、清开灵（甲类）、双黄连等在2005年就进入国家医保目录，喜炎平未进05版国家医保目录，但是进入13个省市的地方医保。
 - 从时点上来说，09版国家医保目录于2009年11月份颁布出台，各省医保目录方案一般在2010年下半年及2011年上半年颁布出台，考虑其招标的进度，医保拉动的效应在2011年下半年到2012年将逐步体现。以喜炎平为例，09年前未进北京、上海、重庆地方医保，而进入09版国家医保后，2011上半年销售收入同比分别增长16倍、5倍、6倍。
 - 热毒宁05年上市，未能进入05版国家及地方医保目录，09年新进国家医保目录，医保效应将逐步体现，促使热毒宁新一轮放量。



表格 1 喜炎平 09 年之前仅进入 13 个省市的地方医保

医保类别	乙类	乙类	乙类	乙类	乙类	乙类	乙类	乙类	乙类	乙类	乙类	乙类	乙类
省份	湖南	海南	河北	黑龙江	吉林	江苏	江西	辽宁	四川	山西	天津	新疆	云南

数据来源：各省社保局网站，第一创业研究所

表格 2 喜炎平进地方医保前后销量比较

(单位/元)	2010 上半年	2011 上半年	增长率	09 版医保施行日期
南京	3910289	5562110	42.24%	
北京	13102	227008	1632.62%	2011 年 3 月
上海	102956	637132	518.84%	2010 年 12 月 20 日
珠三角	1242124	1621910	30.58%	
重庆	345502	2470662	615.09%	2010 年 11 月 1 日
郑州	4985152	6452893	29.44%	
天津	7275991	10408774	43.06%	

数据来源：PDB 数据库，第一创业研究所

表格 3 各省医保目录颁布及执行时间表

是否结束	地区	目录公布时间	目录执行时间	方案公布时间
是	国家	2009-11-27	2009-12-1	2009-11-27
是	北京	2011-3-7	2011-7-1	2010-2-12
是	上海	2010-12-1	2010-12-20	2010-1-5
是	天津	2010-8-3	2011-5-16	2010-4-27
是	重庆	2010-10-27	2010-11-1	2010-3-8
是	新疆维吾尔自治区	2010-11-30	2011-1-1	2010-5-14
甲类结束	宁夏回族自治区			2010-1-5
是	青海	2011-2-24	2010-9-1	2010-3-30
调整阶段	甘肃			2009-12-23
是	四川	2010-9-30	2010-10-1	2010-1-25
是	陕西	2010-9-7	2010-10-1	2010-9-7
是	山西	2010-7-15	2010-7-	2010-1-6
是	吉林	2010-9-29	2010-10-1	2010-3-11
是	辽宁	2010-7-27	2010-10-1	2010-1-19
是	黑龙江	2010-7-27	2010-8-1	2009-12-21
是	河北	2010-7-2	2010-8-1	2010-1-20
是	河南	2010-9-8	2010-10-1	2009-12-15
是	山东	2010-8-18	2010-9-1	
是	湖北	2010-9-12	2010-10-1	2009-12-29
是	湖南	2011-3-9	2011-4-1	2010-2-16
是	贵州	2010-12-16		2010-2-11
是	江苏	2011-1-5	2010-10-1	2010-2-28



是	浙江	2010-8-5	2010-10-1	2010-2-24
是	福建	2010-6-7	2010-7-1	2010-1-8
是	广西壮族自治区	2010-11-14	2010-12-1	2010-3-8
是	广东	2010-12-7	2010-12-1	2010-1-8
是	安徽	2010-10-15	2010-11-1	2010-2-1
是	江西	2010-7-6	2010-9-1	2009-12-31
是	云南	2010-5-19	2010-7-1	2010-2-5
调整阶段	海南			2010-1-13
是	内蒙古自治区	2010-10-29	2010-10-1	
无	西藏自治区			

数据来源：海虹招标网，第一创业研究所

- 内在品质上，我们认为热毒宁的标准高于痰热清、喜炎平，具有相对竞争优势。长远来看，热毒宁、痰热清、喜炎平对清开灵、双黄连等品种的替代是必然的趋势，对应市场容量在12亿支以上。
 - 热毒宁的质量标准是目前中药注射剂最高，符合新的中药注射剂“689”标准。总固体中结构明确成份的含量应不少于60%；所测成份应大于总固体量的80%；经质量研究明确结构的成份，应当在指纹图谱中得到体现，一般不低于已明确成份的90%。该标准为历年来中药注射剂的最高。为了确保热毒宁的质量，公司在国家标准上制定了包括13张指纹图谱在内的质量控制标准，是我国中药注射剂生产厂家中唯一一家实现全过程指纹图谱的生产企业。极高的标准有助于降低不良反应率。在2007年，江苏省不良反应检测中心对热毒宁进行12427例的临床观察实验，不良反应率仅为0.38%，且大多为轻度不适，无生命危险。和痰热清相比，从文献所查的不良反应例数上，热毒宁也远远低于痰热清。
 - 安全性角度上，根据《2010年SFDA不良反应监测报告》，双黄连，清开灵注射液不良反应排名前三；价格上，热毒宁的终端销售价45元/10m左右l，而清开灵仅为2元/10ml，热毒宁、痰热清等的可操作空间更大。
 - 我们认为从安全性及价格角度上，热毒宁等品种对清开灵的替代是必然的趋势。而市场容量上，2010年，神威药业清开灵销售额6.36亿，对应销量6亿支。目前清开灵生产厂家有9个，其中神威占比53%，整个清开灵的市场容量在12亿支左右。

表格 4 热毒宁与痰热清不良反应例数比较

品种	热毒宁	痰热清
时间区间	2000-2010	上市至 2007
ADR 例数	28	107
文献篇数	11	60

数据来源：CNKI，第一创业研究所



表格 5 清热解毒类中药注射剂占比及价格情况

排名	产品	市场份额	批文数量	代表规格	主要成份	2009 医保备注	最低中标价	2010 销售量
1	痰热清注射液	22.29%	独家	10ml	金银花		28.88	2500 万支
2	炎琥宁注射液	17.22%	11	40ml	穿心莲		15	
3	喜炎平注射液	14.11%	独家	5ml	穿心莲		49.8	
4	双黄连注射液	8.86%	19	20ml	金银花		0.85	
5	清开灵注射液	8.37%	21	10ml	金银花	限二级以上医院	1.79	12 亿支
6	穿琥宁注射液	7.68%	45	10ml	穿心莲		3.6	
7	热毒宁注射液	7.14%	独家	10ml	金银花		34.82	1200 万支
8	莲必治注射液	4.43%	7	10ml	穿心莲	限二级以上医院	33.38	

数据来源：SFDA 南方所，第一创业研究所

● 抗菌新政是热毒宁放量的催化剂。

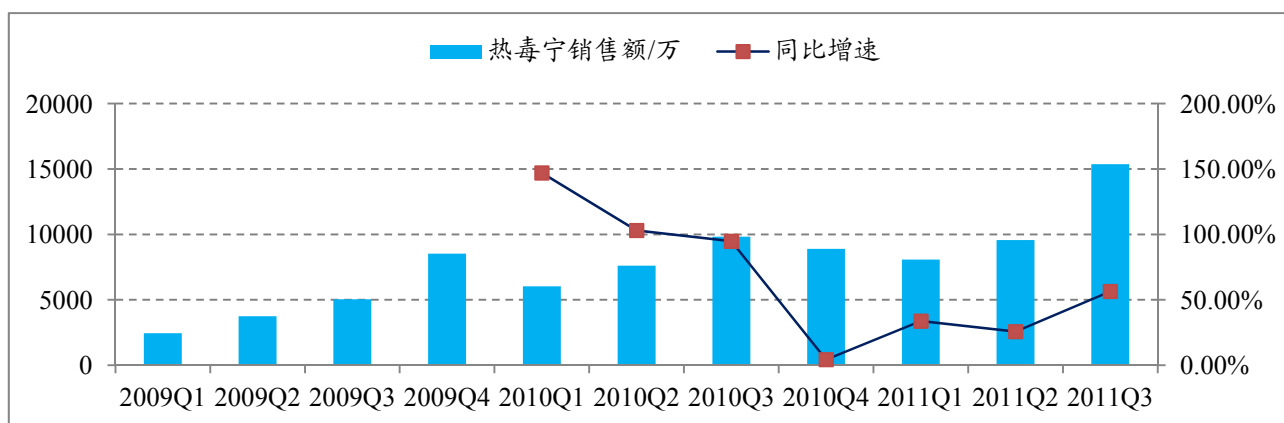
- 2011年初，卫生部在《2011年全国抗菌药物临床应用专项整治活动方案》中明确提出：三级医院的抗菌药物品种原则上不超过50种，二级医院的抗菌药物品种原则上不超过35种。《抗菌药物临床应用管理办法》数个版本的征求意见稿也强调对临床使用抗生素种类、数量和金额的限制，被视为“史上最严”的抗菌药物管理办法。
- 8月5日，国务院法制办公布最新版本的征求意见稿，将原本由国家主导制定的分级管理目录权责下放到省市，但是并不意味着主管部门对抗菌药物的管理有所松动。
- 目前抗生素占三级医院用药金额26%左右，是第一大用药类别，我们认为清热解毒类中药注射剂的适用范围与抗生素有一定重叠，将会受益抗菌药物整治，而这也给热毒宁的放量提供了催化剂。

● 数据说话，热毒宁上半年增速29%，三季度同比增长56%；2012年，40%-60%。

- 考虑到基数效应，热毒宁四季度增速有望达到100%。2009年下半年因甲流疫情爆发，热毒宁大量进入渠道，形成较大的库存。2010年下半年，渠道和终端以消化库存为主，2010年四季度几乎没有增长；我们判断2011年上半年热毒宁的库存基本消化完毕，下半年恢复正常增长状态。我们预计2011年四季度单季度贡献1.7亿收入，同比增速有望达到100%。
- 2010年底热毒宁覆盖医院为1200家左右二级医院，而2011三季度热毒宁已经覆盖2200多家医院。医保导致的成长以及覆盖医院扩张的成长是热毒宁的主要增长动力。对应明年的增速，保持在40%以上是大概率事件，我们判断的区间是在40%-60%。



图表 2 热毒宁单季度销售收入情况



数据来源：公司公告，第一创业证券研究所

1.2 2012 年，热毒宁业绩释放时点

分产品线来看，我们认为热毒宁在过去几年中一直是增收不增利，在 2010 年时基本达到盈亏平衡。2011 年起，金银花价格逐步回落，热毒宁毛利率回升；随着热毒宁销售规模的扩大，其销售费用也将由 09 年的 60% 的水平下降到 12 年的 50%，我们判断 2012 年是热毒宁业绩释放的最佳时点。

表格 6 分产品及销售渠道销售费用预测表

	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2012E
热毒宁占母公司销售收入比	24.52%	25.67%	35.51%	29.19%	31.17%	31.84%	43.95%	42.76%
其他产品占母公司销售收入比	75.48%	74.33%	64.49%	70.81%	68.83%	68.16%	56.05%	57.24%
其他产品中临床占比	53.04%	54.43%	58.18%	56.25%	62.06%	63.50%	63.97%	60.00%
其他产品中分销占比	46.96%	45.57%	41.82%	43.75%	37.94%	36.50%	36.03%	40.00%
其他产品临床费用率	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%
其他产品分销费用率	25.00%	25.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
估算：热毒宁销售费用率	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	55.00%	53.00%	52.00%	50%
母公司销售费用实际值	40.77%	34.75%	36.01%	40.67%	38.76%	33.75%	39.12%	
销售费用率估算	37.59%	38.03%	38.48%	39.20%	37.32%	37.00%	39.44%	37.98%
热毒宁毛利率	68.67%	68.67%	75.80%	75.80%	73.37%	73.37%	76%	78%
估算：热毒宁销售费用率	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	55.00%	53.00%	52.00%	50%
估算：热毒宁管理费用率	12%	19%	13%	23%	11%	12%	14%	14%
估算：热毒宁利润率	-3.33%	-10.33%	2.80%	-7.20%	7.37%	8.37%	10.00%	14.00%

数据来源：公司公告，公司调研，第一创业证券研究所

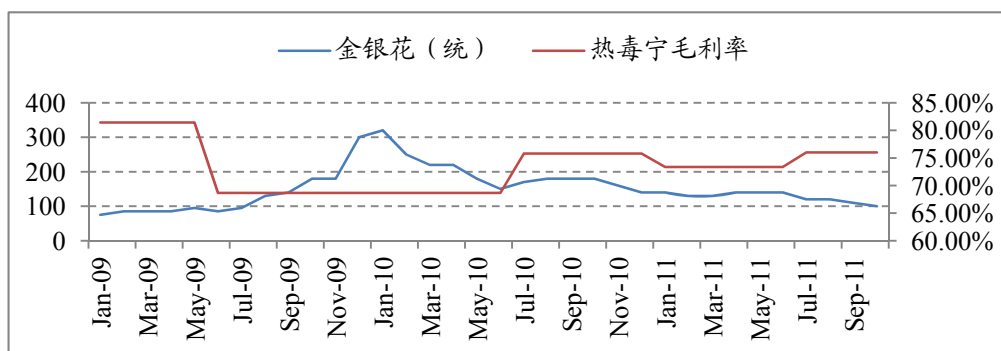
● 金银花价格回落，热毒宁毛利率上升。

- 09 年受益甲流，热毒宁销售放量。但是金银花价格同时也高企，09 年上半年热毒宁毛利率 81.43%，下半年下滑到 68.67%。10 年下半年起，金银花价格逐步回落，到 11 年 10 月份已经下滑到 09 年初水平，11 年上半年热毒宁毛利率也回升到 73.4%。另外集团自种金银花面积达到 1 万亩，实行“公司+农户”模式，公司在采购上具有主导地



位，采购价格略低于市场价。我们预计12年热毒宁毛利率可以回升到78%以上的水平。

图表 3 金银花价格走势与热毒宁毛利率走势

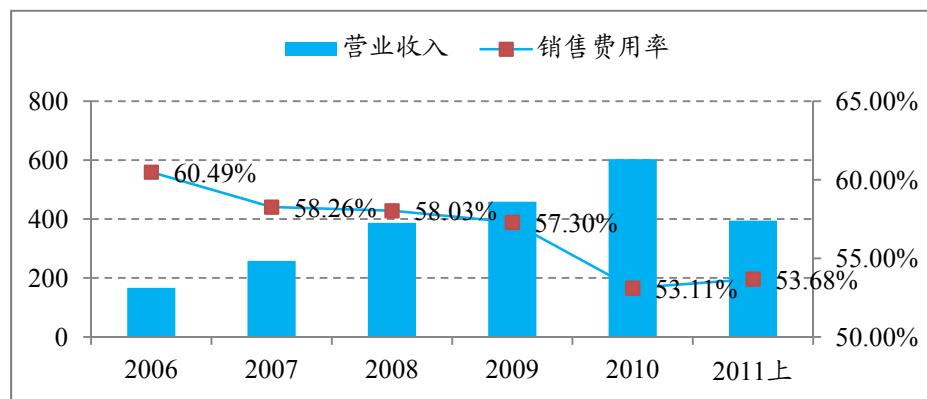


数据来源：中药材天地网，公司公告，第一创业证券研究所

● 随着销售规模扩大，热毒宁销售费用率将下降到50%左右。

- 我们对于热毒宁销售费用率的推算采用倒推的方法：根据公式 $\text{整体销售费用率} = \text{热毒宁销售收入占比} * \text{热毒宁销售费用率} + \text{热毒宁外产品临床线占比} * \text{临床销售费用率} + \text{热毒宁外产品分销线占比} * \text{分销销售费用率}$ ，热毒宁外的分销费用率出现下降，主要是2010年下半年起分销线作营销调整，以去库存为主，因此将分销费用率下调至20%。以此来推算，今年上半年热毒宁的销售费用率在55%左右，12年费用率将下降到50%。
- 作为我们逻辑的佐证，以上海凯宝为例，随着销售规模的扩大，痰热清的销售费用率从60.5%下降到53%。热毒宁销售费用率的下限可以低一点，逻辑是热毒宁与其他产品有一定的协同性，如在运输、人员培训上，所以销售费用率下限要低一点。

图表 4 痰热清销售费用率随销售规模扩大而下降



数据来源：中药材天地网，公司公告，第一创业证券研究所

- 逻辑的进一步验证，2011上半年桂枝茯苓为代表的胶囊线产品销售收入及毛利率双降，但净利润依然出现正增长。推算热毒宁今年上半年贡献净利润1100万元，以上半年1.76亿销售额计算，净利率



6.25%，与我们推算基本吻合（考虑所得税）。预计2011年热毒宁贡献净利润4000万元，2012年若收入增速达到40%，净利率12%，则贡献净利润8300万元。

第二部分 老产品仍有空间，2012 年收入增速 20%-25%

2.1 桂枝茯苓胶囊的天花板是 20 亿，复合增长率 10%

- 桂枝茯苓胶囊的天花板是20亿元。
 - 临床上，桂枝茯苓胶囊主要适应症为子宫肌瘤，痛经，卵巢囊肿等。根据早期卫生部妇幼保健司等部门在全国15个省，50个市的流行病学调查结果表明，我国城市妇女已婚女性妇科常见病患病率顺序依次为生殖道感染42.9%，月经紊乱34.5%和痛经15.5%，盆腔肿物3.9%，子宫脱垂/阴道壁膨出1.1%。其中盆腔肿物以子宫肌瘤为主，患病率为3.4%。
 - 随着诊断学的进步以及子宫肌瘤实际患病人数的增加，我们以目前育龄妇女子宫肌瘤的患病率5%计算。目前全国总女性64445万人，占总人口的48.37%。15-49的育龄妇女37961.4万人，占女性人口的62%。假设子宫肌瘤的治疗比率达到50%，目前桂枝茯苓胶囊市场占有率36%，以桂枝茯苓胶囊3个月一个疗程，每日用药金额6.5元计算，桂枝茯苓胶囊的市场容量是20亿以上，对应目前终端销售量依然有4倍以上空间。

表格 7 关于子宫肌瘤患病率的报道

关于子宫肌瘤患病率的报道	数据来源
妇女总人数中 4%~11% 的妇女患有子宫肌瘤	张惜阴，1992 年
根据著名的妇科病理送检标本统计 20%~25% 的患者被诊断为子宫肌瘤	ACOG，1994 年
根据女性绝育术回顾性合作研究报告，由于非恶性肿瘤指征施行子宫切除术病例中 30%术前诊断为子宫肌瘤，最后 42%经病理诊断为子宫肌瘤	
成年女性尸体解剖证实，子宫肌瘤的发病率高达 50%。	
国内妇科住院病例统计，子宫肌瘤的患病率为 3.3%~13.5% 不等，此与不同医院(妇科专科医院与普通综合医院)收治患者不同有关。1994 年美国报道子宫肌瘤住院治疗的临床统计，其发病率占育龄妇女的 20%~25%	
有症状子宫肌瘤为 10%~40%	ACOG，1994 年
美国通过盆腔检查、B 超和子宫切除或肌瘤剔除术而诊断子宫肌瘤者的概率，大约为每年 2 / 1 000 妇女	MarshaU LM 和 Brett KM，1997 年
20 世纪 70 年代，我国各地开展妇科病普查，25~30 岁妇女子宫肌瘤的普查发病率为 0.16%~2.72%，普查中 B 超发现子宫肌瘤为 5.1%	
Navak 等尸体解剖资料，30 岁或 30 岁以上女性，约 20%有大小不等的子宫肌瘤，每 5 个成年妇女中即有 1 个人患子宫肌瘤	

数据来源：CNKI，第一创业研究



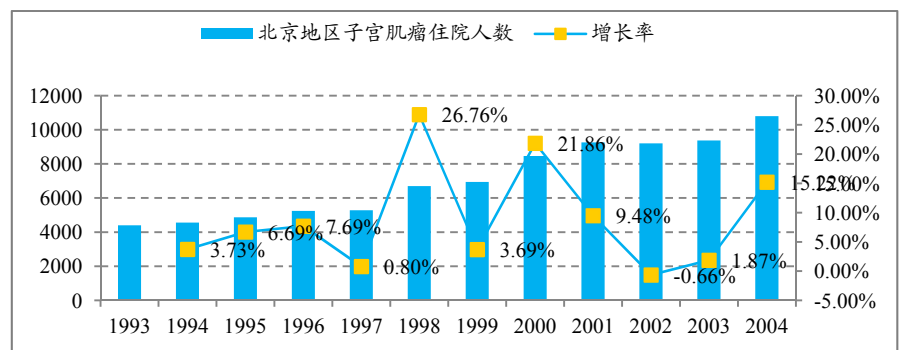
- 预计桂枝茯苓2012年销售收入增速15%，年均增速有望保持10%以上。
 - 南京大学1993-2000年做过4次妇女病普查，结果表明，子宫肌瘤的患病率从93年的5%上升到2000年的7.15%， 年均增速5.24%。
 - 从北京地区1993-2004年子宫肌瘤住院人数来看，整个市场增速在10%左右。
 - 07年底，国家药监局新批桂枝茯苓胶囊前列腺增生、乳腺小叶增生等适应症。公司在08年起开始大规模推广，但是效果并不理想，10年公司定为于重点市场、重点医院作以点带面的销售，其新适应症推广所带来的效应将会在11年及12年逐步得到体现。

表格 8 南京大学 93-00 年已婚妇女疾病普查

年度	实查人数	子宫肌瘤 人数	患病率
93-94	1198	64	5.34%
95-96	1212	48	3.96%
97-98	1100	64	5.82%
99-2000	1147	82	7.15%

数据来源：南京大学图书馆，第一创业研究所

图表 5 北京地区 93-04 年子宫肌瘤增长情况



数据来源：CNKI，第一创业证券研究所

2.2 2012 年，胶囊线销售收入增速有望达到 20%-25%

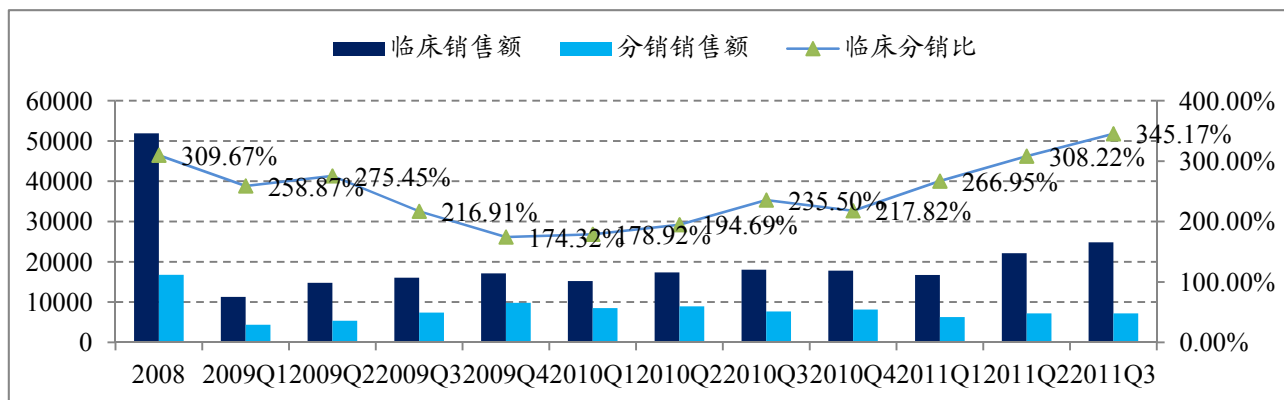
- 临床分销销售额比率已经回到“铸铅行动”之前水平，分销线营销调整接近尾声，主要产品出现恢复性增长。
 - 公司自2010年下半年起针对分销渠道中出现的压货、串货等现象做出调整，影响了公司今年上半年的业绩。从三季度销售额来看，公司主要产品的临床分销销售额比率已经回到“铸铅行动”之前水平，分销线营销调整接近尾声。
 - 胶囊线产品（除热毒宁外的产品）在上半年同比负增长7%的



情况下，三季度实现同比3.24%增速，表面公司营销调整告一段落，增长恢复。

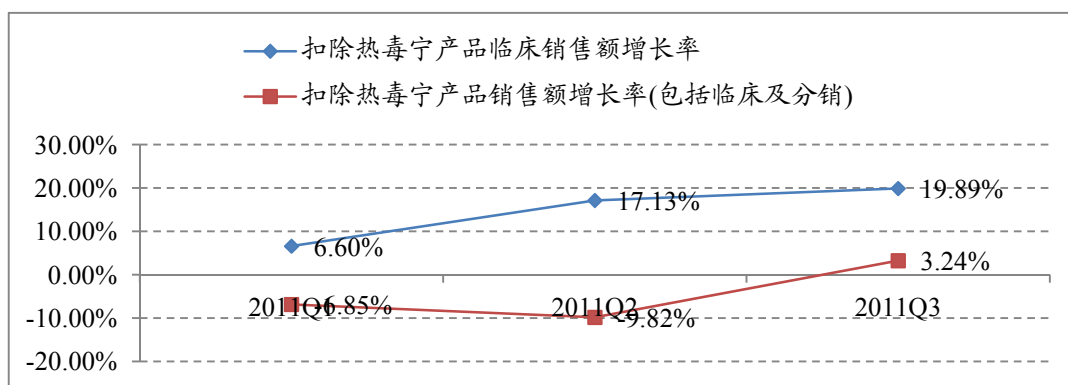
- **临床线增长强劲，除热毒宁外主要产品三季度同比增长19.89%。**
 - 胶囊线三季度同比增长3.24%。但是分销售渠道来看，临床线同比增长19.89%，增长强劲。

图表 6 热毒宁销售收入变动情况



数据来源：公司调研，第一创业证券研究所

图表 7 除热毒宁外主要产品销售收入增长情况



数据来源：公司调研，第一创业证券研究所

- **二线产品具备强烈的内生增长动力。**
 - 散结镇痛胶囊在09年前未能进入国家医保目录，进入15个省的地方医保目录，但是未进入北京、上海这样的用药大省市。热毒宁放量的逻辑在散结镇痛胶囊上同样成立，预计2012年散结镇痛销售额同比25%-30%。
 - 2010年公司并购江苏南星后，骨科线销售合并，目前有销售人员800多人，高于妇科和抗感染，看好骨科线销售效率的提升。
 - 从数据上看腰痹通销售增长也在提速。预计腰痹通胶囊与抗骨增生胶囊2012年销售收入同比增长30%-35%。



表格 9 散结痛 09 年之前进入地方医保情况

宁夏	浙江	江苏	黑龙江	安徽	江西	广西	甘肃	重庆	河北	河南	贵州	新疆	吉林	山东
乙类	乙类	乙类	乙类	乙类	乙类	乙类	乙类	乙类	乙类	乙类	乙类	乙类	乙类	乙类

数据来源：各省社会保障局网站，第一创业研究所

- 2011年的低基数效应是我们给予胶囊线产品（除热毒宁外）2012年20%-25%增速的重要原因。
 - 桂枝茯苓胶囊为例，其销售没有明显的季节性，即使不考虑环比的增长，以今年三季度销化金额9200万元代表明年一季度的话，对应增速也高达19.5%（今年Q1：7700万元）。
 - 考虑到临床线强劲的增长，分销线的营销调整结束后反转。我们预计公司2012年除热毒宁外产品同比增长20%-25%。

第三部分 中药材价格仍有下行空间，成本压力缓解

表格 10 中药材占公司营业收入比

	2004 年	2005 年	2006 年
工业收入	37314.4	42251.9	49031.3
中药材采购额	4012.89	5777.45	6365.88
中药材所占销售收入比	10.75%	13.67%	12.98%

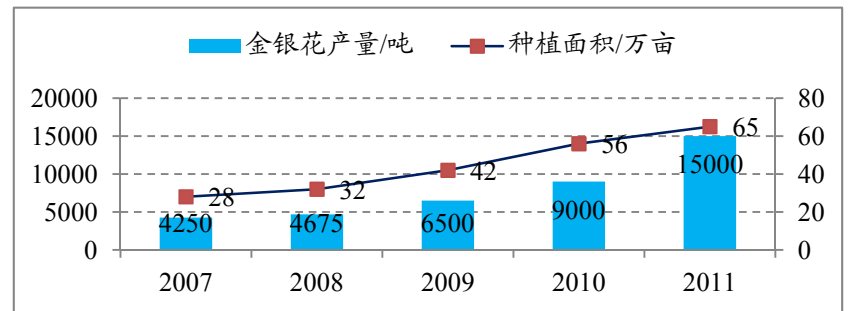
数据来源：公司公告，第一创业研究所

公司中药材采购金额占营业收入比重在13%左右，以2011年16亿销售规模计算，中药材价格下跌20%，将贡献公司（ $16 \times 0.13 \times 0.2$ ）4160万元的利润增量。

- 金银花供大于求是未来三年内的必然趋势，价格仍有下跌空间。
 - 金银花为多年生小灌木，主要靠无性繁殖扩大种植面积，寿命一般为30年左右，栽种3年后就可以产生效益，至第5年能达到盛产，亩产干花50-100公斤。根据金银花的生长周期和特性，种植和管理都比较容易。
 - 平邑县是中国金银花之乡，占全国总产量的60%。2009年起金银花价格暴涨，平邑县的种植规模从08年的32万亩激增到2011年的65万亩，产量也从6500吨跃升到15000吨。尽管金银花的需求量持续扩大，但是据统计，全国的金银花需求量也仅在20000-30000吨之间。以平邑09年的42万亩种植规模，预计到13年可达盛产，亩产50kg，平邑占全国产量60%计算，全国的金银花保守供给量可达35000吨以上，高于需求量。而目前金银花价格100元/kg，实际种植成本50元/kg，下行仍有空间。



图表 8 平邑县金银花种植规模与产量



数据来源：平邑县统计年鉴，第一创业研究所

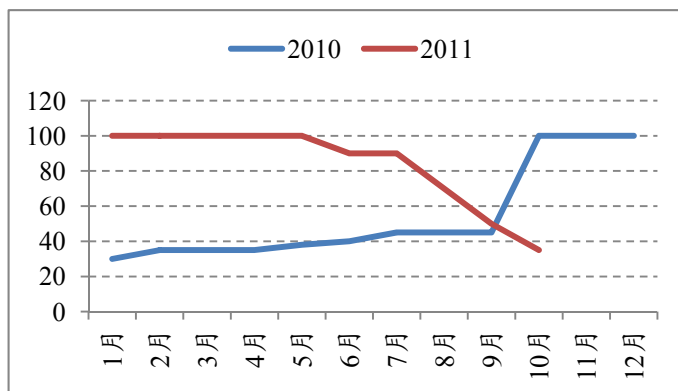
表格 11 金银花简介

生长周期	移栽后第二年可开花，每年 5-6 月及 8-10 月采收一次
生长环境要求	喜阳光温和、湿润的环境,生活力强,适应性广,耐寒,耐旱
主要产地	全国均有栽培，主产区包括山东平邑、河南封丘、河北巨鹿。
功效	清热解毒，凉散风热
收获期	5-6 月及 8-10 月

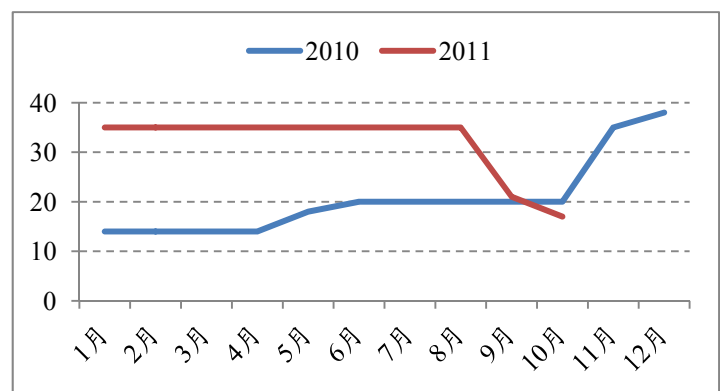
数据来源：中药材天地网，第一创业研究所

- 11年10月份桃仁、茯苓价格同比下跌50%以上，预计12年主要中药材价格同比下跌20%。
 - 桂枝茯苓胶囊销售占比30%。由于金银花在前面已作讨论，我们在这里主要关注桂枝茯苓胶囊的主要原材料：桃仁、桂枝和茯苓。从我们跟踪的中药材价格走势上来看，三季度茯苓、桃仁的下跌幅度都超过50%。
 - 由于金银花、桃仁、茯苓使用量占中药材使用量60%以上，以这三种中药材的价格走势来推断12年的中药材价格同比下跌20%，这个逻辑可以确立。

图表 9 桃仁（山）价格走势



图表 10 茯苓价格走势



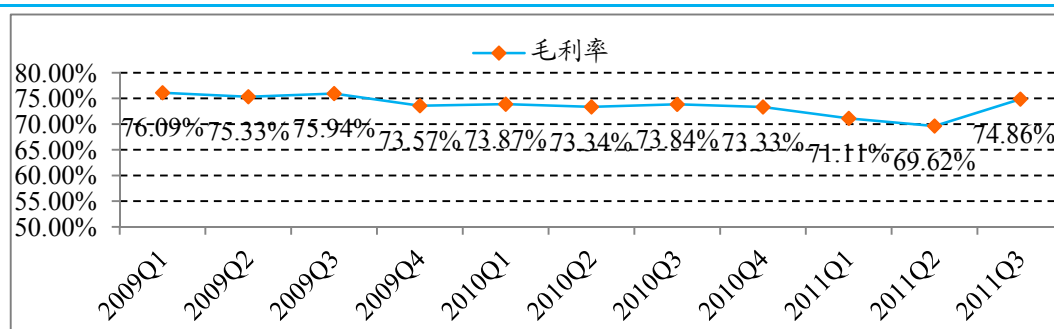
数据来源：中药价格信息网，第一创业研究所

- 毛利率来看，母公司三季度毛利率达到74.86%，同比上升1个百分点，环比上升5.24个百分点。
 - 如果考虑到公司中报期中药材3000万的存货，三季度中药材价



格下跌还没有完全反应在毛利率上,今年四季度以及明年的毛利率有望维持在75%以上的水平。

图表 11 康缘母公司毛利率变动情况



数据来源: 公司调研, 第一创业证券研究所

第四部分 重新审视康缘的产品线优势

表格 12 康缘药业公司产品线

治疗领域	产品	上市时间	2010 销售额	适应症	Rx/OTC	生产商数	医保
妇科	桂枝茯苓胶囊	1995	3.6 亿	血瘀症	Rx	1	乙
	散结镇痛胶囊	2003	1.3 亿	子宫内膜异位症	Rx	2	乙
骨科	抗骨增生胶囊	1998	约 4800 万	骨性关节炎	Rx	2	乙
	腰痹通胶囊	2001	1.1 亿	血瘀气滞所致疼痛, 腰椎间盘突出	Rx	1	乙
感染	热毒宁	2005	3.2 亿	呼吸道感染	Rx	1	乙
	金振口服液	1997	2900 万	小儿急性支气管炎、痰热咳嗽	OTC	1	乙
心脑血管	天舒胶囊	1995	约 8200 万	血管神经性头痛	OTC	1	乙
	丹参颗粒	1994		心绞痛	Rx	2	乙
	银杏内酯	新药审评 2011E		缺血性中风	Rx	1	/
	惊天宁	新药审评 2013E		急性脑出血	Rx	尚无	/
癌症	痛安注射液	2005		癌性中度疼痛	Rx	1	/
其他	六味地黄软胶囊	2002		滋补	OTC	众	甲

数据来源: 公司公告, 第一创业研究所

4.1 现有产品线靓丽, 产品储备卓越

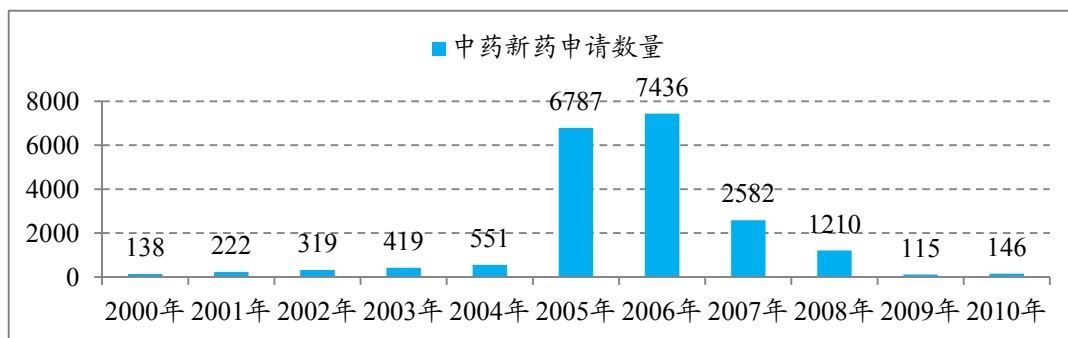
- 公司产品种类众多, 且涉及妇科、抗感染、骨科等多个疾病领域, 给人以多而杂的印象。但是公司的产品基本围绕这样的一个主线: 中药有绝对治疗优势且同质产品少, 保证公司在妇科这样的细分领域具有绝对优势且避免了与优势企业的正面竞争。

➤ 妇科领域: 公司桂枝茯苓胶囊为独家品种, 在妇科血瘀症市场占有率高达30%以上; 散结阵痛胶囊年均销售额过亿。



- 骨科领域：腰痹痛胶囊销售规模1亿左右，抗骨增生胶囊销售规模4000-5000万元，皆为独家品种。
- 总体来说，虽然妇科、骨科这样的细分领域市场容量增速不快，但是竞争品种相对较少，因此公司能够迅速占领市场，做大做强。

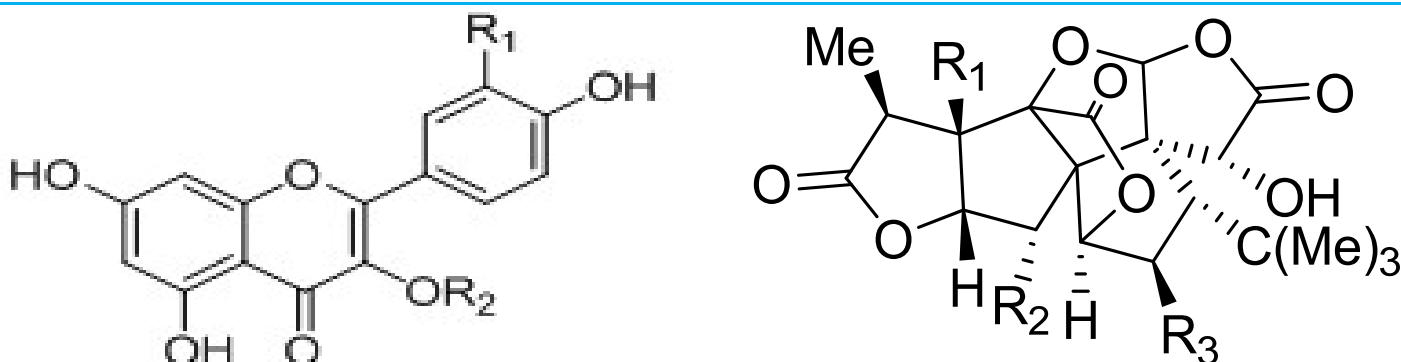
图表 12 2000-2010 年中药新药申请数量



数据来源：SFDA，第一创业证券研究所

- 相对于康缘目前丰富的已有产品线，公司的新药储备和研发能力更为突出。近年，公司优势产品的领域逐步从妇科、骨科等中成药的小领域用药市场市场拓展至感染、心脑血管、抗肿瘤等大市场。
- 银杏内酯注射液是国家863攻关项目，在07年时就已完成全部临床实验，但是07年底SFDA停止中药注射剂审批。今年4月份天士力注射用丹参多酚酸获批，10月底的成都百裕银杏内酯注射液获批进一步增大了康缘获批的可能性，公司预计于11年底到12年初获得批文。目前银杏提取物注射液市场规模约为30亿人民币，银杏提取物主要活性成份为银杏黄酮（黄酮类）和银杏内酯（二萜类），其中银杏内酯为特异的血小板活化因子（PAF）抑制剂，可阻止PAF引起的血小板聚集相对于银杏黄酮来说作用机制更为确切，疗效更好。康缘的银杏内酯注射液的银杏内酯含量高达95%，而现存银杏提取物注射液如舒血宁的银杏内酯含量仅为6%。从临床数据上看，康缘银杏内酯注射液的疗效要远好于舒血宁等同类产品。预计银杏内酯注射液市场容量超过10亿。

图表 13 银杏黄酮（左）和银杏内酯（右）结构比较



数据来源：银杏化学，第一创业研究所



表格 13 银杏提取物注射剂比较

	银杏内酯注射液	舒血宁注射液	金纳多注射液	银杏达莫注射液
制剂所用原料	银杏内酯	银杏叶提取物	同舒血宁	银杏叶提取物、双嘧达莫
原料成份组成	含银杏内酯 A、B 大于 95%，成分组成明确。	含银杏总黄酮约 24%、银杏总内酯约 6%，尚有 70% 的成分不明确。	同舒血宁	含银杏总黄酮约 24%、银杏总内酯约 6%，双嘧达莫约 10%。
制剂成份组成	注射液为每支（25mg/5 ml）含银杏内酯 A、B 等成分为 20.5 ~ 24.5mg。	注射液为每支（5ml）含银杏总黄酮≥4.2mg，银杏总内酯≥0.3mg	同舒血宁	注射液为每支（5ml）含银杏总黄酮 4.5 ~ 5.5mg、双嘧达莫 1.8 ~ 2.2mg
作用机理研究	银杏内酯为特异的血小板活化因子（PAF）抑制剂，可阻止 PAF 引起的血小板聚集。	银杏黄酮具有扩血管作用，对血管紧张素转化酶具有一定的抑制作用。银杏黄酮类成分	同舒血宁	在银杏叶提取物的基础上加入西药成分双嘧达莫，具有抗血小板凝集作用，可抑制血小板释放，降低血液黏度。
脑梗临床总效率	85.39%	73.27%	同舒血宁	
腔梗临床总效率	89.42%	68.93%	同舒血宁	
脑梗临床显效率	48.05%	24.75%	同舒血宁	
脑梗临床显效率	52.88%	34.95%	同舒血宁	
生产厂家	康缘药业、成都百裕	神威药业、双鹤药业	德国威玛舒培博士、台湾济川	益佰制药、博安兄弟制药、上海新先锋药业、民康制药、普德药业
销售额		10 亿	6 亿	8 亿
市场占有率		50%	20%	30%
是否医保		乙类	乙类	乙类

数据来源：公司公告，第一创业研究所

- 惊天宁大输液采用指纹图谱技术全过程控制产品质量，原药材指纹图谱6张、中间体5张、半成品5张、成品5张，目前处于技术材料补充阶段，预计于2013年获批上市。惊天宁主要治疗急性脑出血，同类品种主要是醒脑静。10年醒脑静年销售额超过10亿，疗效上惊天宁大输液优于醒脑静，预计惊天宁大输液同样是销售规模10亿以上的大品种。

表格 14 惊天宁疗效与醒脑静比较

	惊天宁大输液	醒脑静注射液
基本痊愈率	5.40%	3.00%
总显著进步率	46.80%	35.60%
总进步率	87.90%	84.20%

数据来源：公司公告，第一创业研究所

4.2 中药注射剂的未来就是康缘的未来

● 中药注射剂是大品种的摇篮。

- 2010年医院采购前十大品种，血栓通、丹红注射液、疏血通注射液分别排名2、3、4位；销售增速上看，2006-2009年心脑血管、清热解毒、



抗肿瘤年均增速分别55.3%、58.4%、25.7%，远高于医药行业平均20%的增速；2006-2009年全国医院市场份额排名前20位中成药中，16席被中药注射剂所占，可以说中药注射剂是天生的大品种的摇篮。

- 我们认为中药注射剂市场迅速增长背后是传统西药在某些治疗领域确实有其局限性。西药讲究成分明确，便于质量及药物作用机制的控制，一般作用于单靶点。但是很多疾病比如心脑血管疾病、肿瘤等的都是多基因、多因素导致的疾病，仅根据单一作用靶点难以达到良好治疗的效果，而中药一般复方制剂，其特征就是作用多靶点，能够系统的作用于病理的多个环节。中药注射剂快速增长也反应了其疗效也是逐步得到医患认可。

表格 15 2010 医院采购金额前十大品种

排名	产品	企业	采购金额（亿元）	增速（%）
1	氯比格雷	赛诺菲	18.75	40%
2	血栓通注射液	中恒集团	16.25	56%
3	丹红注射液	步长制药	15.38	33%
4	疏血通注射液	友博药业	14.16	16%
5	单唾液酸四己糖神经节苷脂	齐鲁药业	13.45	24%
6	马来酸桂哌齐特	四环制药	13.44	14%
7	奥美拉唑	阿斯利康	12.82	22%
8	阿卡波糖	拜耳	12.75	26%
9	头孢唑林钠	九新药业	11.9	34%
10	前列地尔	泰德制药	11.4	46%

数据来源：IMS，第一创业研究所

表格 16 中药注射剂主要治疗领域销售及增速情况

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	CAGR
心脑血管	133.6	266.5	382.2	500.5	55.30%
清热解毒	10.5	18.3	28.9	41.7	58.40%
抗肿瘤	110.7	149.1	164.9	220.1	25.70%
其他	3.3	8.7	13.5	18.6	77%
合计	258.1	442.5	589.4	780.9	44.60%

数据来源：IMS，第一创业研究所

● 国家对中药政策明显倾斜。

- 价格端，发改委2010年颁布的《药品价格管理办法》讨论稿中对于各类型中药的利润率，期间费用率的限制明显要宽松于化学药和生物药；政策上，自1996年几乎在所有的医药行业政策中都能看到国家对于中药行业的政策倾斜。对于中药注射剂一度停止审批，我们认为国家提升行业标准，加强对中药注射剂的监管与引导更是体现了对它的关爱。



表格 17 2010 年发改委《药品价格管理办法》（征求意见稿）对不同类型药物销售利润率的规定

分类	化学药		生物制品		中成药、天然药及民族药	
	期间费用率	销售利润率	期间费用率	销售利润率	期间费用率	销售利润率
普通药品	≤30%	≤8%	≤30%	≤10%	≤30%	≤12%
有效成分创新	≤45%	≤18%	≤45%	≤20%	≤45%	≤23%
制剂创新	≤40%	≤15%	≤40%	≤16%	≤40%	≤18%
工艺技术创新	≤35%	≤12%	≤35%	≤13%	≤35%	≤15%

数据来源：发改委网站，第一创业研究所

表格 18 自 1996 年起国家对中药的扶持政策一览

时间	出台政策	主要内容
1996 年	《中药现代化发展战略》	指出了中医药产业存在的问题，分析了中医药所面临的机遇，并提出了中药现代化的目标与对策。
2002 年	《中药现代化发展纲要》	通过若干政策支持，把中药产业作为我国重大战略产业加快发展。
2003 年	《中华人民共和国中医药条例》	明确了未来中医药现代化的发展方向。
2006 年 2 月	《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006-2020 年）》	加强中医药继承和创新，推进中医药现代化和国际化，促进中医药产业的健康发展。
2006 年 8 月	《中医药事业发展“十一五”规划》	在进一步提高中医药防治常见病、多发病能力的基础上，重点加强心脑血管病等重大慢性病的中医药防治，初步完成综合防治方案，建立有中医药特点的疗效评价标准。
2007 年 1 月	《中医药创新发展规划纲要（2006-2020 年）》	坚持“继承与创新并重，中医中药协调发展，现代化与国际化相互促进，多学科结合”的基本原则，推动中医药传承与创新。
2009 年 3 月	《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》	充分发挥中医药（民族医药）在疾病预防控制、应对突发公共卫生事件、医疗服务中的作用。采取扶持中医药发展政策，促进中医药继承和创新。
2009 年 4 月	《关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见》	充分认识扶持和促进中医药事业发展的重要性和紧迫性，采取有效措施全面加强中医药工作，推动中医药走向世界；完善中医药事业发展保障措施。
2009 年 7 月	《关于巩固和发展新型农村合作医疗制度的意见》	调整新农合补偿方案，该方案要重点提高在县、乡、村级医疗机构医药费用和使用中医药有关费用的补偿比例，引导农民在基层就医和应用中医药适宜技术等。
2009 年 8 月	《国家基本药物目录》基层版	首次将中药饮片列为国家基本药物。
2009 年 10 月	《国家基本药物目录指导价格》	多种中药独家产品价格不变或上调。
2009 年 11 月	《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》	西药、中成药品种分别增加 113、164 个，中成药增加幅度明显大于西药
2010 年 10 月 9 日	工信部，卫生部，SFDA 联合发布《关于加快医药行业结构调整的指导意见》	中药领域：1）培育 50 个以上疗效确切、物质基础清楚、作用机理、安全性高、剂型先进、质量稳定可控得中成药；2）确定民族药的研发和产业化，促进民族药标准提高，加强中药知识产权保护；3）加快现代中药发展。

数据来源：卫生部，SFDA，第一创业研究所



- 中药注射剂安全性得到药典专家认可，不良反应主要由不合理使用造成。
 - 2010版药典邀请了全国323位一流的医药行业专家学者参与编制，其对药品的安全性、有效性和质量可控方面极为重视，中药注射剂有5个品种入选，比04版增加一个，说明中药注射剂的安全性是得到专家认可的。
 - 注射剂不良反应率本身就比其他剂型药物的不良反应率要高，中药注射剂一般含有两种或两种以上有效成分，其在与其他药物配伍后可能发生的不良反应率自然会大大增加。从到目前为止39期的药品不良反应信息通报的情况来看，中药注射剂的不良反应主要是不合理使用造成的。

表格 19 已发布 39 期药品不良反应信息通报涉及中药品种汇总

中药注射剂	清开灵注射剂	过敏反应、全身性损害、呼吸系统损害	不合理使用
	双黄连注射剂	全身性损害、全身性损害、呼吸系统损害	不合理使用
	炎琥宁注射剂	全身性损害	不合理使用
	参麦注射液	过敏性休克、呼吸困难	不合理使用
	穿琥宁注射剂	呼吸困难、寒战、发热、过敏性休克、血小板减少等	不合理使用
	鱼腥草注射液	过敏性休克、呼吸困难	不合理使用
	莲必治注射剂	急性肾功能损害	监测中

数据来源：卫生部，第一创业研究所

表格 20 各版本药典收录中药注射剂情况

版本	收载数量	产品
1963	2	毒毛旋花子苷 K 注射液，洋地黄苷注射液
1977	23	丁公藤注射液，丹参注射液，毛冬青注射液，盐酸川穹嗪注射液吗，银黄注射液等
1985	1	盐酸麻黄碱注射液
1990	0	——
1995	2	注射用双黄连(冻干)，止喘灵注射液
2000	2	注射用双黄连(冻干)，止喘灵注射液
2005	4	止喘灵注射液，灯盏细辛注射液，注射用双黄连（冻干），清开灵注射液
2010	5	止喘灵注射液，灯盏细辛注射液，注射用灯盏花素，注射用双黄连（冻干），清开灵注射液

数据来源：《中华人民共和国药典》，第一创业研究所

第五部分 盈利预测及投资建议

5.1 股权激励

公司于上半年完成股权激励。激励方案基本信息：授予数量760万股，预留80万股，授予价格为8.33元，授予对象62人（13名放弃）。股票来源为公司向激励对象定向发行，资金来源由激励对象自己筹措。解锁时间为自授予日起，禁售12个月，其后36个月内，分别解锁30%、30%和40%。行权时



间为本计划首个授予日（T1日）+12个月后的首个交易日起至首个授予日（T1日）+24个月内的最后一个交易日当日止。解锁条件为 2011年净利润不低于2.4亿元、营业收入不低于16亿元；2012 净利润不低于3.0亿元、营业收入不低于20亿元；2013年净利润不低于3.7亿元、营业收入不低于25亿元。

表格 21 公司股权激励业绩要求

	2011E	2012E	2013E
营业收入/亿	16	20	25
净利润/亿	2.4	3	3.7

数据来源：公司公告，第一创业研究所

2011年5月23 日为公司激励股票授予日，股价为15.91 元，授予价8.33 元，股权激励成本为5760 万元，分三年按照 30%，30%，40%分别计入当期管理费用。

5.2 盈利预测

我们预测2011-2012年营业收入同比增长分别为19.1%、26.5%、27.4%，能够达到股权激励的预期。主要逻辑在于（1）热毒宁在医保效应的作用下销售增速2012年维持40%以上的水平，2013年增速30%，我们取增速下限。（2）对于桂枝茯苓等产品，我们认为其临床线的增速较快，而分销线已经触底，考虑到基数效应，我们给予桂枝茯苓胶囊销售收入增速2012年15%，2013年10%。

表格 22 中药材价格变动对净利润的影响

假设：中药材占营业收入比重 13%，11 年 16 亿销售收入

药材价格变动	-80.00%	-60.00%	-40.00%	-20.00%	0.00%	20.00%	40.00%	60.00%	80.00%
毛利率	82.80%	80.20%	77.60%	75%	72.40%	69.80%	67.20%	64.60%	62%
营业利润变动/万	-16640	-12480	-8320	-4160	0	4160	8320	12480	16640

数据来源：公司公告，第一创业研究

毛利率方面，我们认为中药材价格的下跌缓解成本压力，长期来看，公司主要中药材价格如金银花、桃仁、茯苓等仍有下行空间，我们考虑了12 年主要药材价格同比20%的下跌幅度，对应毛利率将提升2.6个百分点。

期间费用率中，我们认为管理费用率与销售费用率将会稳中有降，主要逻辑是热毒宁的规模效应，其销售费用率在12年同比下降3-4个百分点，但是随着热毒宁销售占比的提升，公司整体销售费用率变动不大。



表格 23 康缘药业盈利假设

		2009	2010	2011	2012E	2013E
桂枝茯苓胶囊	销售额	31654	36322	35724	41083	45191
	同比增长	10.05%	14.75%	-1.65%	15.00%	10.00%
散结镇痛胶囊	销售额	8288	12777	12994	16893	20271
	同比增长	6.96%	54.2%	1.7%	30%	20%
抗骨增生胶囊	销售额	3889	4814	4473	5367	6172
	同比增长	-22.91%	23.79%	-7.09%	20.00%	15.00%
腰痹痛胶囊	销售额	8677	11306	12554	16320	19584
	同比增长	-8.61%	30.30%	11.04%	30.00%	20.00%
金振口服液	销售额	3271	2920	3016	4222	5911
	同比增长	-6.17%	-10.73%	3.28%	40.00%	40.00%
热毒宁	销售额	19760	32360	50791	71107	92440
	同比增长	103.77%	63.77%	56.96%	40.00%	30.00%
天舒胶囊	销售额	5058	8180	8119.25	9337	10271
	同比增长	-29.29%	61.72%	-0.74%	15.00%	10.00%
总计	销售额	80597	105759	127672	164331	209842
	同比增长		31.22%	20.72%	28.71%	27.69%

数据来源：公司公告，第一创业研究所

综上，我们预计2011-2013公司净利润同比33.8%、43.7%、29.8%，三年复合增速35.5%，对应EPS分别为0.57元、0.82元、1.07元。

表格 24 康缘药业盈利预测

(单位：万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	96,853	135,831	161,639	204,473	260,499
同比 (%)	-14.4%	40.2%	19.1%	26.5%	27.4%
营业毛利	72,426	98,748	116,595	154,145	198,985
同比 (%)	3.3%	36.3%	17.6%	33.0%	28.9%
归属母公司净利润	16,027	18,073	24,180	34,759	45,122
同比 (%)	12.9%	12.8%	33.8%	43.7%	29.8%
总股本 (万股)	42,324.7	42,324.7	42,324.7	42,324.7	42,324.7
每股收益 (元)	0.38	0.43	0.57	0.82	1.07
ROE	15.0%	14.9%	16.2%	18.9%	19.7%
P/E (倍)	40.4	35.8	26.8	18.6	14.3

数据来源：公司公告，第一创业研究所

5.3 投资建议及风险

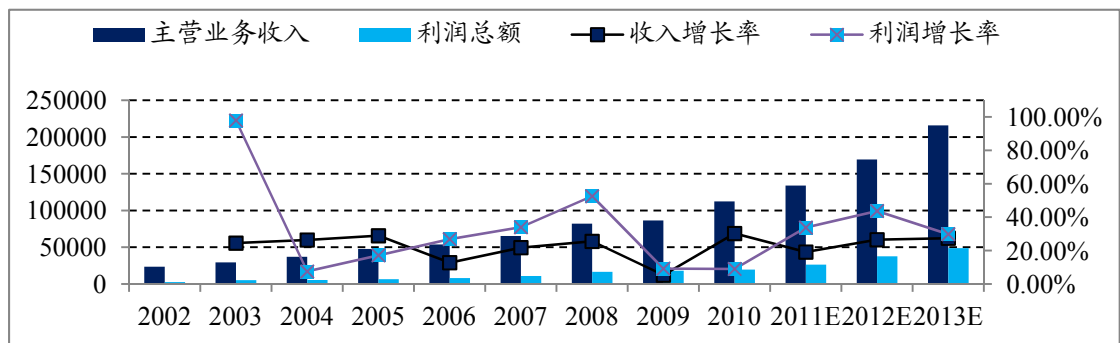
- **投资建议:** 公司上市以来在绝大部分的时间内都是相对于中药行业享有估值溢价，特别是在2007、2008年，公司利润增速分别达到34%、52.5%，呈现增收更增利的现象。但是2009、2010年公司主要收入增量由热毒宁贡献，而热毒宁增收不增利，导致利润增速下滑，公司估值水平也下行。



我们认为随着热毒宁业绩的释放，利润增速回升，预计2011-2013年复合增速35.5%，结合公司卓越的产品线储备，给予公司一线中药股的估值，即2012年30倍PE。

- **风险因素：**1) 气候因素导致的中药材价格上涨； 2) 银杏内酯注射液不能按时获批。

图表 14 康缘药业上市以来营业收入与利润增速



数据来源：公司公告，第一创业研究所



康缘药业财务报表预测

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	1,126.8	1,695.5	2,077.5	2,655.4	一、营业收入	1,358.3	1,647.7	2,084.4	2,655.5
货币资金	151.5	223.3	420.9	501.8	减: 营业成本	370.8	448.4	505.7	630.8
交易性金融资产	0.0	1.0	1.0	1.0	营业税金及附加	20.1	25.7	33.9	43.4
应收款项	717.1	1,168.3	1,341.9	1,731.2	销售费用	546.7	653.6	833.8	1,062.2
预付款项	129.6	155.1	154.8	238.5	管理费用	217.0	228.5	291.8	371.8
存货	80.6	85.9	97.0	120.9	财务费用	19.1	34.4	33.6	32.8
其他流动资产	47.9	62.0	62.0	62.0	资产减值损失	2.9	4.7	3.6	7.9
非流动资产	860.7	752.3	712.4	672.5	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	0.0	4.0	4.0	4.0	投资收益	2.0	0.9	1.1	1.1
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	1.9	0.3	1.1	1.1
固定资产	584.1	554.7	518.9	483.2	二、营业利润	183.7	253.3	383.2	507.6
在建工程	99.9	0.0	0.0	0.0	加: 营业外收入	21.5	36.9	38.0	39.1
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	1.7	2.9	11.0	12.4
无形及递延性资产	174.5	191.0	186.8	182.7	三、利润总额	203.5	287.4	410.2	534.4
其它非流动资产	2.2	2.7	2.7	2.7	减: 所得税费用	20.3	43.3	61.5	80.2
资产总计	1,987.5	2,447.8	2,790.0	3,327.9	四、净利润	183.2	244.0	348.7	454.2
流动负债	681.7	984.6	978.1	1,061.8	归属母公司净利润	180.7	240.1	346.1	451.7
短期借款	310.1	505.0	505.0	505.0	少数股东损益	2.5	3.9	2.5	2.5
应付账款	157.3	188.0	184.3	282.2	五、总股本(百万股)	423.2	423.2	423.2	423.2
预收帐款	36.2	43.9	55.2	70.2	EPS (元)	0.43	0.57	0.82	1.07
其它流动负债	178.1	247.8	233.5	204.3					
非流动负债	61.5	121.4	121.4	121.4	主要财务比率				
长期借款	58.0	118.0	118.0	118.0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
专项及预计负债	3.5	3.4	3.4	3.4	成长能力				
其它非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入	40.2%	19.1%	26.5%	27.4%
负债合计	743.2	1,106.0	1,099.5	1,183.2	营业毛利	36.3%	17.6%	33.0%	28.9%
少数股东权益	35.1	37.3	39.8	42.4	主业盈利	25.5%	43.1%	43.8%	30.5%
股本	415.6	423.2	423.2	423.2	母公司净利	12.8%	32.9%	44.2%	30.5%
资本公积与其它	337.9	393.4	393.4	393.4	获利能力				
留存收益	455.7	669.6	1,015.8	1,467.4	毛利率	72.7%	72.8%	75.7%	76.2%
股东权益合计	1,209.2	1,486.3	1,832.4	2,284.1	主业盈利/收入	15.0%	17.7%	20.1%	20.6%
负债和股东权益	1,987.5	2,447.8	2,790.0	3,327.9	ROS	13.5%	14.8%	16.7%	17.1%
					ROE	14.9%	16.2%	18.9%	19.8%
					ROIC	11.6%	11.6%	14.2%	15.6%
现金流量表					偿债能力				
单位:百万元					资产负债率	37.4%	45.2%	39.4%	35.6%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	利息保障倍数	9.6	7.1	10.4	13.8
经营活动现金流	166.4	43.3	230.0	112.6	速动比率	1.46	1.57	1.96	2.33
净利润	183.2	244.0	348.7	454.2	经营现金净额/当期债务	0.54	0.09	0.46	0.22
折旧摊销	38.8	46.5	43.5	47.8	营运能力				
财务费用	11.7	34.4	33.6	32.8	总资产周转率	0.68	0.67	0.75	0.80
投资损失	-2.0	-0.9	-1.1	-1.1	应收款天数	190.07	255.24	231.77	234.69
营运资金变动	-64.9	-387.2	-190.2	-417.6	存货天数	78.28	68.95	69.04	69.01
其它变动	-0.5	106.6	-4.3	-3.5	每股指标 (元)				
投资活动现金流	-356.5	-239.5	1.1	1.1	主业盈利/股本	0.48	0.69	0.99	1.29
资本支出	-284.8	-236.8	0.0	0.0	每股经营现金流	0.39	0.10	0.54	0.27
长期投资	-71.7	-6.6	0.0	0.0	每股净资产	2.77	3.42	4.24	5.30
其它变动	0.0	3.9	1.1	1.1	估值比率				
筹资活动现金流	105.5	268.1	-33.6	-32.8	P/E	37.82	28.47	19.75	15.13
债务融资	160.1	255.5	0.0	0.0	P/B	5.82	4.72	3.81	3.05
权益融资	0.0	63.3	0.0	0.0	P/S	5.03	4.15	3.28	2.57
其它变动	-54.6	-50.7	-33.6	-32.8	EV/EBITDA	28.91	21.68	15.45	11.92
汇率变动影响	-0.1	-0.1	0.0	0.0					
现金净增加额	-84.7	71.8	197.6	80.9					

数据来源: 公司公告, 第一创业研究所



免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座
25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718
P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8
层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777
P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238
P.R.China:200120