



热毒宁高增长 新产品将获批

买入首次

目标价格：22 元

投资要点：

- 热毒宁增长强劲，桂枝茯苓胶囊分销改革将推动产品二次发展
- 中药材价格下跌将提升公司毛利率
- 重磅产品银杏内酯注射液即将通过审评

报告摘要：

- 热毒宁增长强劲，受益医保和抗菌药物整治。**过去 4 年年均增长率 40%以上，09 年新进国家医保，成为增长的坚实后盾；抗菌药物整治成为热毒宁增长的重大利好；热毒宁在儿科的销量占比 80%，下一步将在其他科室推广，预计未来 2 年维持 40%以上的增速。
- 桂枝茯苓胶囊分销改革将推动产品二次发展。**桂枝茯苓胶囊是国际公认十大经典古方之一，西药领域空白。市场容量最少 50 亿元。公司对产品线进行了分销改革，管理权上移，新聘具有丰富经验的专家进行学术营销，我们认为明年桂枝销售量将会有新的突破。
- 中药材价格下跌将提升公司毛利率。**中药材 2011 年 7 月份开始下跌，至今已下跌了 25%。目前全国中药材库存还较为充裕，近期也没有大面积流感的爆发的可能，所以我们预计还有 20%-30%的下跌空间。公司中药材成本占到主营成本的 40%左右。考虑中药材库存一般 3-4 个月，因此公司明年的毛利率将有提升 1-2 个百分点。
- 重磅产品银杏内酯注射液即将通过审评。**银杏内酯注射液有望成为第三个获批的中药注射剂品种。预计技术审批很快结束，明年获生产批文。产品主要成分银杏内酯 A,B,K，有效成分含量达 90%。疗效优于目前市场主力产品金纳多和舒血宁，因此银杏内酯注射液的理论市场规模应该超过 20 亿元，远比金纳多和舒血宁都要大。
- 盈利预测。**预计 2011-2013 年 EPS 为 0.55/0.74/0.92 元，对应 PE 分别为 30/22/18 倍，具备估值优势，给予明年 30 倍 PE，目标价格 22 元，首次给予“买入”评级。
- 股价催化剂。**银杏内酯通过技术审批。

医药研究组

分析师：

孙伟娜 (S1180511010011)

电话：010-88085269

Email: sunweina@hysec.com

吴洋 (S1180511080005)

电话：010-88085967

Email: wuyang@hysec.com

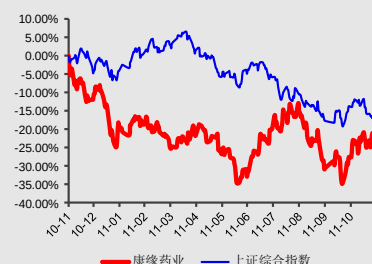
联系人：

卫雯清

电话：010-88085985

Email: weiwenqing@hysec.com

市场表现



主要指标

收盘价	16.36
一年内最高/最低	20.70/13.00
总股本/ 流通 A 股 (百万股)	423.25/307.11
B 股/ H 股(百万股)	0.0/0.0

数据来源：Wind

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入	969	1,358	1,671	2,119	2,600
(+/-)%	-14%	40%	23%	27%	23%
净利润	160	181	231	311	389
(+/-)%	13%	13%	28%	35%	25%
EPS (元)	0.50	0.43	0.55	0.74	0.92
PE	33	38	30	22	18

目录

一、公司简介	4
二、公司经营稳定、产品丰富	6
三、桂枝茯苓胶囊：分销改革将推动二次发展.....	7
四、热毒宁注射剂：受益于医保和抗生素整治.....	8
（一）中药注射剂审批难更加凸显现有品种的稀缺性	8
（二）增速迅猛，抗生素整治利好清热解毒中药注射剂	9
五、中药材价格下跌将提升公司毛利率.....	11
六、重磅药物银杏内酯注射液即将获批.....	12
七、其他产品：腰痹痛胶囊也成为公司重点.....	14
八、公司注重研发，未来发展可期.....	14
九、盈利预测与估值	14
十、风险提示	16

插图

图 1: 公司与实际控制人.....	4
图 2: 公司股权结构.....	4
图 3: 公司营业收入及增速.....	6
图 4: 公司净利润及增速.....	6
图 5: 公司营销网络.....	6
图 6: 公司主营业务按产品分类.....	7
图 7: 公司主营业务按制剂分类.....	7
图 8: 22 个城市药店零售终端统计.....	8
图 9: 热毒宁销售收入及增速.....	9
图 10: 中药注射剂治疗品种占比.....	9
图 11: 我国 2008 年医院销售金额前十名药品大类.....	9
图 12: 全身抗感染药物占我国医院销售总金额份额.....	9
图 13: 2009 年清热解毒中药注射剂产品市场构成.....	10
图 14: 2009 清热解毒类中药注射剂市场规模.....	10
图 15: 痰热清入 2005 年医保后的营业收入.....	11
图 16: 金银花近两年价格走势.....	11
图 17: 茯苓近两年价格走势.....	11
图 18: 中药材价格指数.....	12
图 19: 近年来心脑血管中成药市场规模.....	12
图 20: 城市居民心脑血管疾病死亡率（每 10 万人）.....	12
图 21: 产品收入成本预测.....	15
图 22: 财务报表预测.....	16

表格

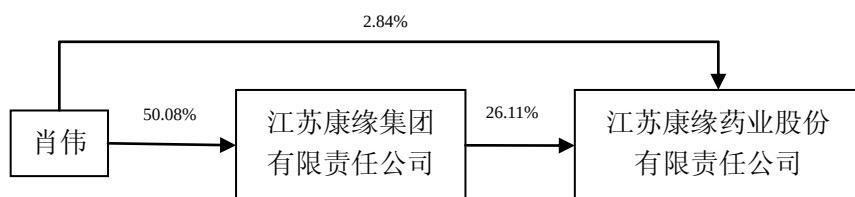
表 1: 公司的六大系列产品，黄色表示销售额过亿，绿色产品销售额过千万.....	5
表 2: 康缘药业入中药保护品种库的品种.....	5
表 3: 几种清热解毒注射剂对比.....	10
表 4: 周围血管扩张药主要品种市场份额.....	13
表 5: 两代银杏叶提取物注射剂产品对比.....	13

一、公司简介

公司是由原连云港市医药工业公司改制成立的国有独资公司，并在 2000 年 12 月 2 日整体变更为江苏康缘药业股份有限公司，2002 年 10 月发行上市登陆上海证券交易所。

公司控股股东是江苏康缘集团有限责任公司，董事长肖伟持有江苏康缘集团有限责任公司 50.08%的股权，同时直接持有公司 2.84%的股权，是公司的实际控制人。

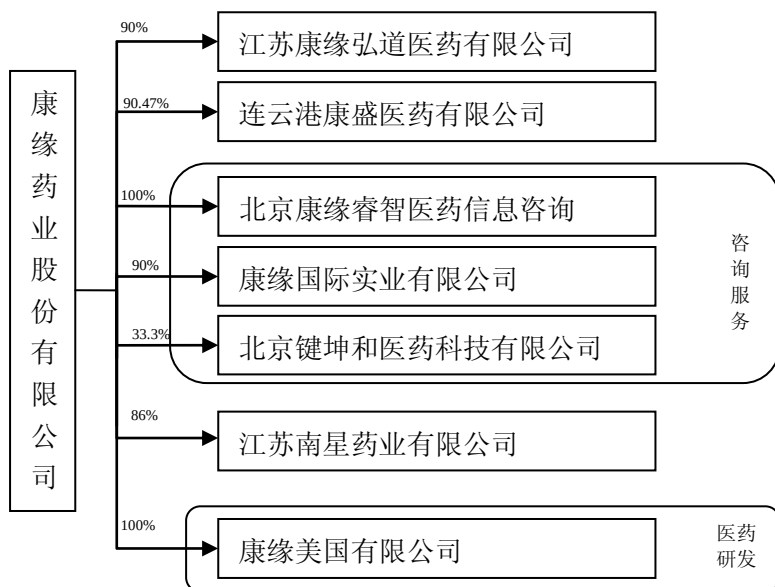
图 1：公司与实际控制人



资料来源：宏源证券，公司资料

公司是一家主要从事现代中成药的研发、生产和销售的医药企业，2009 年剥离医药商业后，医药工业占公司总业务的 90%以上。主要产品有桂枝茯苓胶囊、热毒宁注射液、散结镇痛胶囊、腰痹通胶囊和复方南星止痛膏等，其中桂枝茯苓胶囊去年销售收入突破 3.6 亿元、热毒宁注射液达 3.2 亿元，今年增长势头依然强劲。

图 2：公司股权结构



资料来源：宏源证券

公司主要产品按治疗用途可以分为妇科疾病药、抗感染药、心脑血管药、抗肿瘤、骨伤科药和其他药品六大系列。其中妇科的桂枝茯苓胶囊和桂枝茯苓胶囊销售额均过亿元；骨科用药腰痹通胶囊也过亿元，抗骨增生胶囊超五千万；抗感染用药注射液仍在高速增长。

桂枝茯苓胶囊、热毒宁注射液、散结镇痛胶囊、抗骨增生胶囊、腰痹通胶囊、天舒胶囊、金振口服液等七个主导品种被列入 2009 版医保目录乙类，其中热毒宁注射液、散结

镇痛胶囊为首次被列入国家医保目录。

表 1：公司的六大系列产品，黄色表示销售额过亿，绿色产品销售额过千万

	药品名称	疗效	主要成分
骨科	腰痛通胶囊（胶囊剂）	活血化瘀，祛风除湿，行气止痛。	三七、川芎、延胡索、白芍、牛膝、狗脊、熟地黄、独活。
	抗骨增生胶囊（胶囊剂）	补腰肾，强筋骨，活血止痛。	熟地黄、鸡血藤、肉苁蓉（酒蒸）、茺蔚子（炒）、狗脊（盐制）、骨碎补、女贞子（盐制）、牛膝、淫羊藿。
	三七伤药片（片剂）	舒筋活血，散瘀止痛。	三七、草乌（蒸）、雪上一枝蒿、冰片、骨碎补、红花、接骨木、赤芍。
	三七片（片剂）	散瘀止血，消肿止痛。	
	芪葛颗粒（颗粒剂）	温经活血，疏风散寒，宣痹通络。	黄芪、葛根、桂枝、威灵仙、白芍、姜黄、川芎、菊花。
	羌活祛痹颗粒（颗粒剂）	祛风除湿，散寒化瘀，通络止痛。	片姜黄、羌活、当归、赤芍、海桐皮、白术、甘草。
心脑血管	天舒胶囊（胶囊剂）	活血平肝。	川芎、天麻。辅料为：糊精、二氧化硅。
	吲达帕胺缓释胶（胶囊剂）	原发性高血压。	吲达帕胺。
	替米沙坦胶囊（胶囊剂）	用于原发性高血压的治疗。	替米沙坦。
	尼莫地平缓释片（片剂）	（1）预防和治疗蛛网膜下腔出血并发的脑血管痉挛；（2）预防血管性头痛发作；（3）用于治疗缺血性脑血管病、缺血性突发性耳聋。	尼莫地平。
	银杏叶颗粒（颗粒剂）	活血化瘀通络。	银杏叶提取物。
	银杏叶片（片剂）	活血化瘀通络。	银杏叶提取物。
妇科	桂枝茯苓胶囊（胶囊剂）	活血，化瘀，消瘤。	桂枝、茯苓、牡丹皮、桃仁、白芍。
	散结镇痛胶囊（胶囊剂）	软坚散结，化瘀定痛。	龙血竭、三七、浙贝母、薏苡仁。
	塞克硝唑片（片剂）	硝基咪唑类抗原虫药物。	塞克硝唑
	克霉唑阴道片（片剂）	用于念珠菌性外阴阴道病。	克霉唑
	逍遥丸（丸剂）	疏肝健脾，养血调经。	柴胡、当归、白芍、白术（炒）、茯苓、薄荷、生姜、甘草（蜜炙）。辅料为：饴糖。
	调经止痛片（片剂）	补气活血，调经止痛。	当归、党参、川芎、香附（炒）、益母草、泽兰、大红袍。辅料为：二氧化硅、硬脂酸镁。
抗感染	抗病毒口服液（口服液）	清热祛湿，凉血解毒。	板蓝根、石膏、芦根、生地黄、郁金、知母、石菖蒲、广藿香、连翘。辅料为：蔗糖、蜂蜜、水、吐温-80、防腐剂（尼泊金乙酯、苯甲酸钠）。
	金振口服液（口服液）	清热解毒，祛痰止咳。	羚羊角、平贝母、大黄、黄芩、青礞石、生石膏、人工牛黄、甘草。
	热毒宁注射液（针剂）	清热、疏风、解毒。	青蒿、金银花、栀子。辅料为：聚山梨酯 80。
	小儿氨酚黄那敏（颗粒剂）	适用于缓解儿童普通感冒及流行性感冒引起的发热、头痛、四肢酸痛、打喷嚏、流鼻涕、鼻塞、咽痛等症状。	乙酰氨基酚，马来酸氯苯那敏，人工牛黄。辅料为：蔗糖、淀粉。
	克林霉素磷酸酯（针剂）	革兰氏阳性菌引起的各种感染性疾病	克林霉素磷酸酯
	注射用更昔洛韦（针剂）	1、预防可能发生于有巨细胞病毒感染风险的器官移植受者的巨细胞病毒感染。 2、治疗免疫功能缺陷患者（包括艾滋病患者）发生的巨细胞病毒性视网膜炎。	更昔洛韦。
抗肿瘤	抗癌平丸（丸剂）	清热解毒，散瘀止痛。	珍珠菜、藤梨根、香茶菜、肿节风、蛇莓、半枝莲、兰香草、白花蛇舌草、石上柏、蟾酥。
	痛安注射液（针剂）	通络止痛。	青风藤、白屈菜、汉桃叶。辅料为：苯甲醇、聚山梨酯 80。
其他	小柴胡颗粒（颗粒剂）	解表散热，疏肝和胃。	柴胡、黄芩、半夏（姜制）、党参、生姜、甘草、大枣。
	元胡止痛软胶囊（胶囊剂）	理气，活血，止痛。	延胡索（醋制）、白芷。辅料为：蜂蜡、精制食用植物油、聚山梨酯 80、山梨酸钾。
	六味地黄丸（丸剂）	滋阴补肾。	熟地黄、山茱萸（制）牡丹皮、山药、茯苓、泽泻。
	六味地黄软胶囊（胶囊剂）	滋阴补肾。	熟地黄、山茱萸（制）、牡丹皮、山药、茯苓、泽泻。辅料为：植物油。
	兰索拉唑片（片剂）	胃溃疡、十二指肠溃疡、反流性食管炎、卓-艾综合征（Zollinger-Ellison 综合征）。	兰索拉唑。
	注射用奥美拉唑（针剂）	作为当口服疗法不适用时下列病症的替代疗法：十二指肠溃疡、胃溃疡、反流性食管炎及 Zollinger-Ellison 综合征。	奥美拉唑钠。

资料来源：公司网页，宏源证券

表 2：康缘药业入中药保护品种库的品种

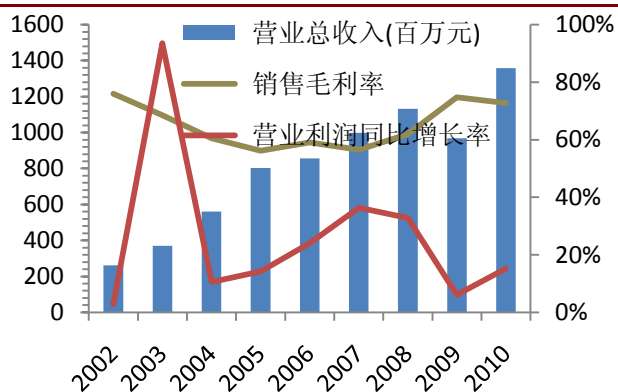
1.十滴水软胶囊	5.腰痛通胶囊	9.天舒胶囊	13.六味地黄软胶囊
2.加味藿香正气软胶囊	6.金振口服液	10.元胡止痛软胶囊	14.妇乐颗粒
3.复方丹参颗粒	7.抗骨增生胶囊	11.抗癌平丸	15.抗病毒口服液
4.桂枝茯苓胶囊	8.治偏痛颗粒	12.天舒胶囊	16.妇乐颗粒

资料来源：SFDA,宏源证券

二、公司经营稳定、产品丰富

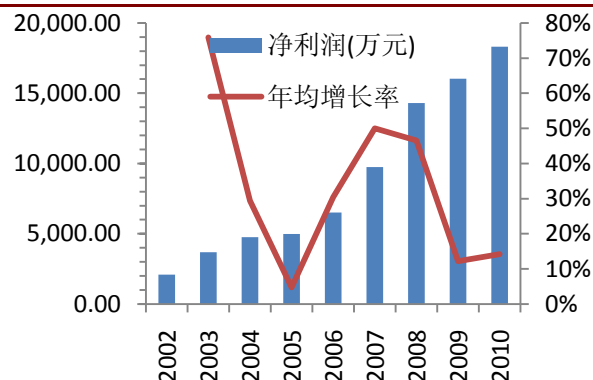
公司过去 9 年营业收入由 2.62 亿元增至 13.58 亿元，营业利润年均增长率 26.22%，09 年因为剥离了医药商业，营业收入出现负增长，此年的收入不具有可比性。虽然当年中药材价格大幅上升，主要产品毛利率下降，但综合毛利率反而上升，营业利润仍有 6.15% 的增长。销售毛利率从 02 年的 75.97% 至 10 年的 72.7%，具有较高的稳定性。公司不断改进营销策略，采取推动重点品种和重点区域的两种方式，保持强劲的增长势头和稳定的综合毛利率。

图 3：公司营业收入及增速



资料来源：wind。

图 4：公司净利润及增速



资料来源：wind

图 5：公司营销网络

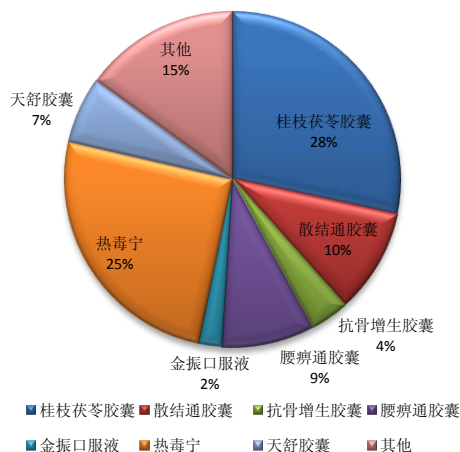


资料来源：公司网站，宏源证券

公司 09 年对原来的营销模式进行改进，使商业分销业务模式初现成效。据 2010 年报披露，康缘药业拥有一只 1647 人的营销队伍，在全国除西藏以外的其他 29 个省市建立了 34 个销售分公司、226 多个中心办事处，与全国 146 家医药商业公司建立了长期稳定的业务关系，产品覆盖近 7000 家县级以上医疗单位，部分产品出口日本、韩国、东南亚等国家和地区。

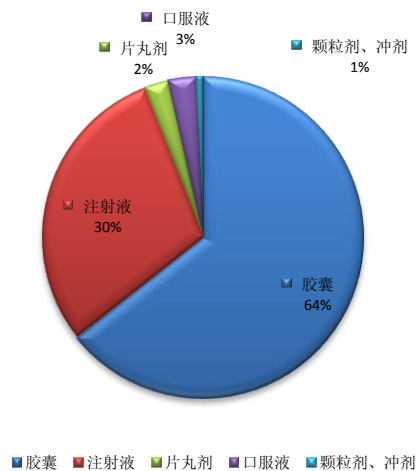
桂枝茯苓胶囊和热毒宁注射液是公司的主力产品，2010 年两个产品收入共计 6.8 亿元，占全年总收入的 50%以上。公司产品是以胶囊制剂为主，占营业收入的 60%以上，其次是注射剂、片丸剂、口服液等。

图 6：公司主营业务按产品分类



资料来源：Wind、宏源证券

图 7：公司主营业务按制剂分类



资料来源：Wind、宏源证券

三、桂枝茯苓胶囊：分销改革将推动二次发展

桂枝茯苓胶囊源于汉代张仲景《金匱要略》中桂枝茯苓丸，该方临床应用有数千年历史，是治疗妇女内分泌失调引起的妇科血瘀性疾病的首选良方，属国际医药界公认的中国传统医药十大经典古方之一。桂枝茯苓胶囊是在桂枝茯苓丸基础上，运用中医药理论和现代科学技术进行二次开发形成的国家级新药。

据统计我国 30 岁以上育龄期妇女中，子宫肌瘤的发病率达 20%，连同子宫内膜异位、卵巢囊肿、痛经等妇科血瘀性疾病患者总数达 1.1 亿人。而目前临床医学尚无好的治疗方法，西医常用的雌性激素治疗和子宫手术摘除两种方法均有明显不足且副作用大，雌性激素对抗法易导致患者骨质疏松；子宫手术摘除增加病人痛苦，且容易造成内分泌紊乱，给患者健康及生活带来隐患。桂枝茯苓胶囊 100 粒装零售价约 50 元，一个疗程 3 个月，大约需要 450 元。按照 1.1 亿人的患者数量，假设每人每年服用一个疗程，则市场容量约 500 亿元。假设只有 10% 的患者选择桂枝茯苓胶囊，市场容量也有 50 亿元。而公司产品目前销售额仅 3.6 亿元，市场空间巨大。

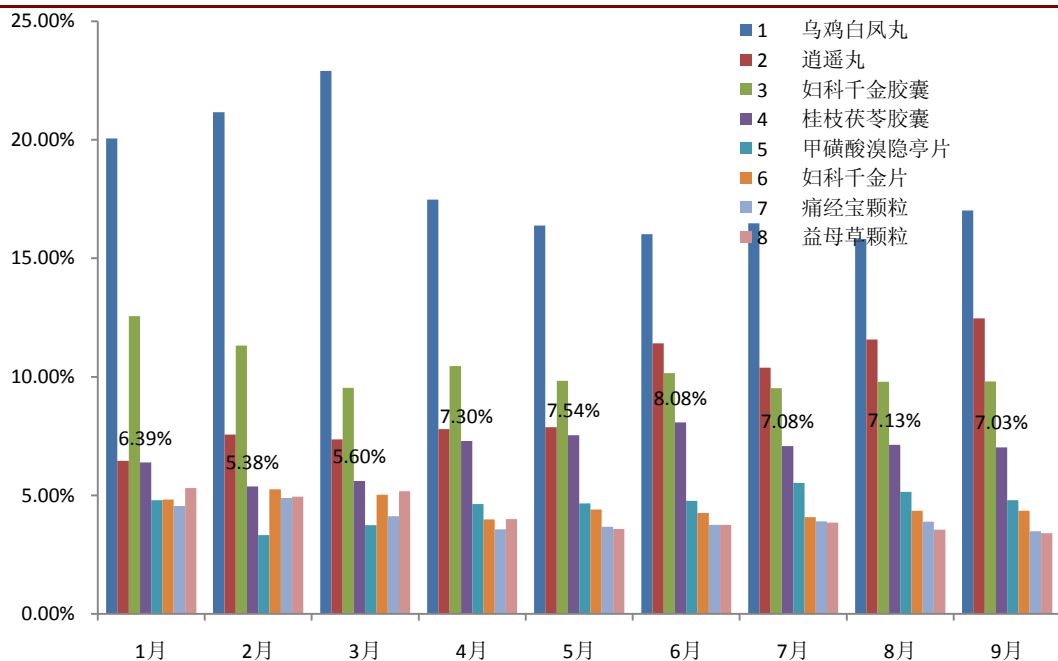
产品进入 2009 版国家医保乙类目录。属于国家二级中药保护品种。公司已经申请 FDA 认证，目前正在二期阶段。

根据健康网对 22 个城市药店零售终端的统计，从 2011 年 1 月到 9 月，桂枝茯苓胶囊在治疗月经不调类产品中的市场中平均占有率为 6.84%，排在乌鸡白凤丸、逍遥丸、妇科千金胶囊之后，名列第 4 位。桂枝茯苓胶囊占有率稳定且疗效明确，在终端有一定的目标客户对本产品长期保持认同。

为了加快桂枝茯苓胶囊的增长，今年公司对产品线进行了分销改革，主要是让管理权上移，此项改革对今年桂枝茯苓胶囊的影响较大，导致销量可能出现负增长或零增长。但是随着分销改革的结束，预计明年一季度开始将恢复性增长。考虑到公司新聘具有丰富经

验的专家对桂枝进行学术营销，弥补了公司一直以来的销售弱点，我们预计明年桂枝销售量将会有新的突破，或许会迎来二次发展。

图 8：22 个城市药店零售终端统计



资料来源：健康网、宏源证券

四、热毒宁注射剂：受益于医保和抗生素整治

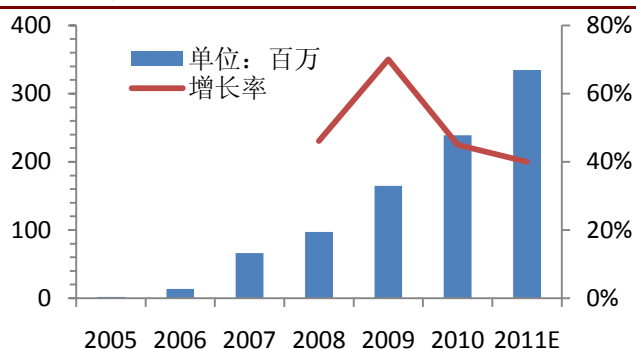
（一）中药注射剂审批难更加凸显现有品种的稀缺性

中药注射剂是指在中医药理论指导下，采用现代科技与方法，从中药、天然药物的单方或复方中提取有效物质制成的、可供注入体内的灭菌制剂以及供临床前配制溶液的无菌粉末或浓缩液。

中药注射剂改变了中药传统的给药方式，药物直接进入肌肉或血液，药效发挥较快，具有疗效迅速，剂量比较准确，无消化道吸收过程中的影响，适用于不宜口服或急重症病例。实施 GMP 认证以来，进一步提高了市场的准入门槛，对注射剂的安全性和质量稳定性也有进一步要求。这让市场占有率高，生产规模大的药企的优势进一步放大。

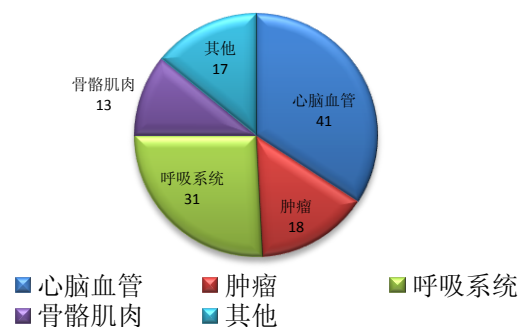
热毒宁注射液 05 年获得国家新药证书和生产批文，06 年上市，07 年获得江苏科技进步二等奖，其采用高科技工艺、指纹图谱质量控制和膜分离技术精制而成，具有清热、疏风、解毒的功效，主要用于上呼吸道感染，经国内多家大医院临床应用、尤其在儿科应用普遍，国家和江苏省药品不良反应监测中心跟踪检测证明其疗效显著。热毒宁的质量标准符合目前中药注射剂最高标准，即“689”标准。标准的提高意味着不良反应的降低，有利于提高市场的认同度。中药注射剂的审批难更加凸显了现有品种的稀缺性，优势进一步集中。

图 9：热毒宁销售收入及增速



资料来源：Wind、宏源证券

图 10：中药注射剂治疗品种占比



资料来源：南方所、宏源证券

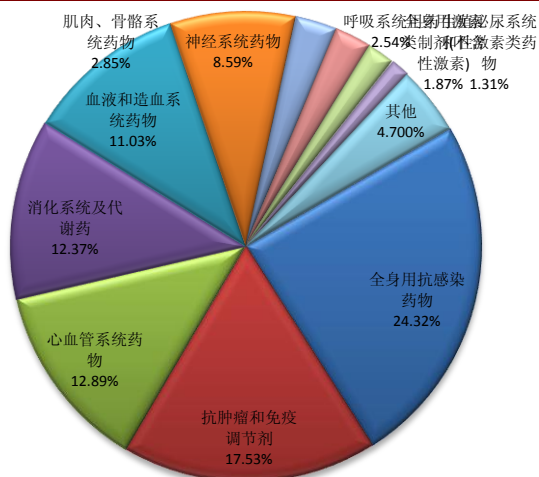
（二）增速迅猛，抗生素整治利好清热解毒中药注射剂

热毒宁注射液从 2005 年上市的近 200 万元销售收入到 2010 年的 2 亿多元，年均增长率保持在 40% 以上。2009 年新进入国家医保目录，成为热毒宁增长的坚实后盾。

为了控制现在医院中的抗生素滥用状况，2011 年卫生部颁布《2011 年全国抗菌药物临床应用专项整治活动方案》，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，住院患者抗菌药物使用率不超过 60%，门诊患者抗菌药物处方比例不超过 20%。抗生素实行分级管理：限制级、非限制级、特殊使用。目前，《抗菌药物临床应用管理办法》已经完成了征求意见稿，进入最终修订阶段，并拟在近日出台。据统计，目前中国人均抗生素消费量在 138 克左右，而美国仅为 13 克，中美之间差距超过 10 倍。我国抗菌药物年使用率已经超过 70%，尤其在外科使用率几乎达到 90%。

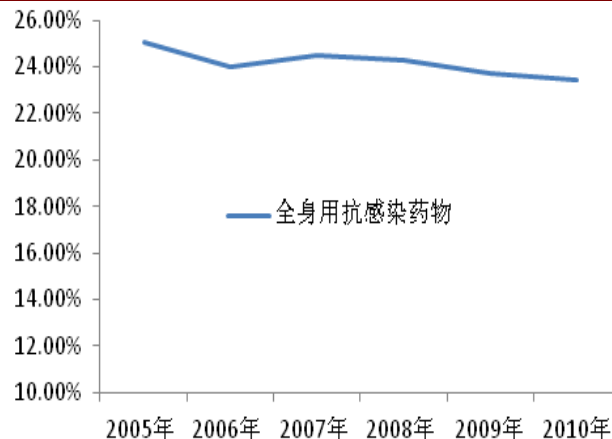
全身抗感染药物在我国医院销售金额始终处于第一位，远高于抗肿瘤和心血管药物，2010 年全身抗感染药物占医院销售总金额的比例还高达 23.46%。从目前态势来看，因为新医改走到今天还未取得非常明显的成效，而抗菌药物控制是新医改的典范工程，因此抗菌药物限制的政策执行力度较强。

图 11：我国 2008 年医院销售金额前十名药品大类



资料来源：宏源证券

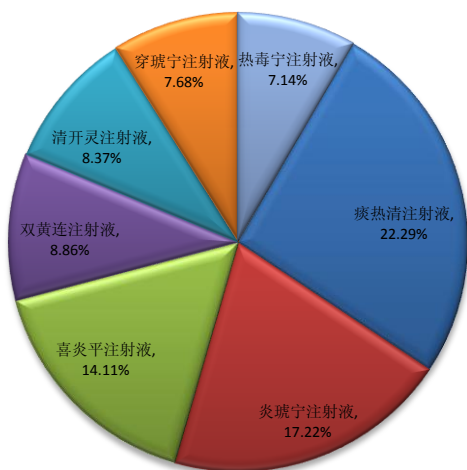
图 12：全身抗感染药物占我国医院销售总金额份额



资料来源：南方所、宏源证券

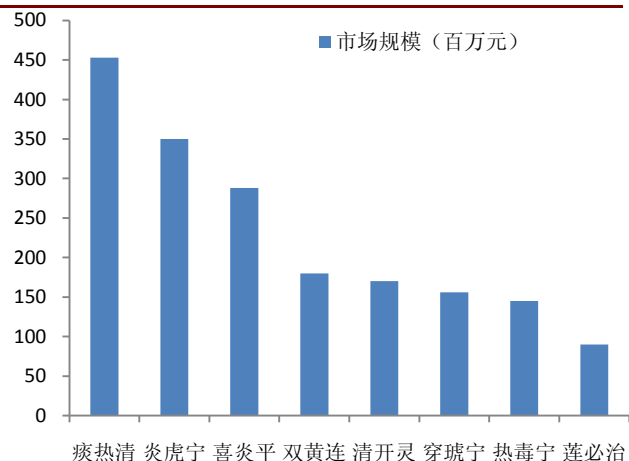
抗生素与清热解毒的中药注射剂药效具有一定的相似性。此管理办法一出，中药注射剂必将会受益，产生重大利好。已有数据表明，中药注射剂开始进入三级医院。市场中清热解毒的中药注射剂主要有：痰热清、炎琥宁、清开灵、双黄连、喜炎平等，其中痰热清、喜炎平和热毒宁均为独家品种，也都进入了进入了 09 年国家医保目录。

图 13：2009 年清热解毒中药注射剂产品市场构成



资料来源：南方所，宏源证券

图 14：2009 年清热解毒类中药注射剂市场规模



资料来源：南方所，宏源证券

表 3：几种清热解毒注射剂对比

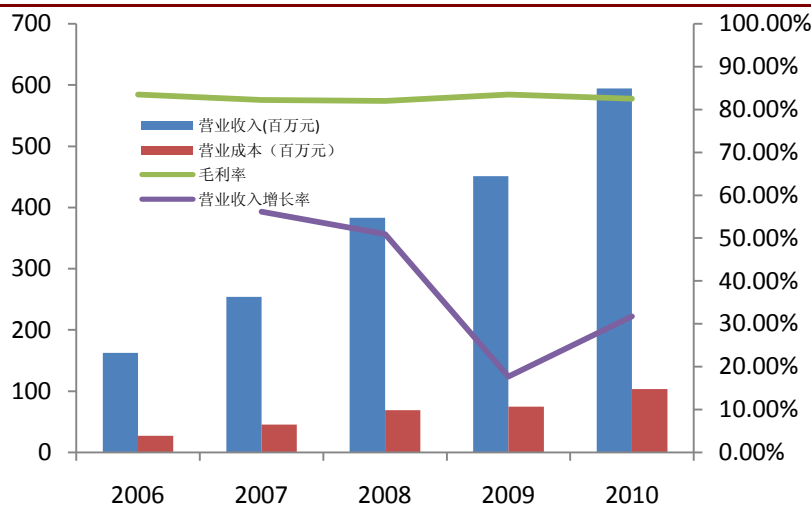
	痰热清	热毒宁	喜炎平	血必净
成分	黄芩、熊胆粉、山羊角、金银花、连翘	青蒿，金银花，栀子	穿心莲内酯总酯磺化物	红花，赤芍，川芎，丹参，当归
生产厂家	上海凯宝	康缘药业	江西青峰有限公司	红日药业
适应症	清热，解毒，化痰。用于风温肺热病属痰热阻肺证。	清热，疏风，解毒。用于上呼吸道感染(外感风热证)所致的高热、微恶风寒、头身痛、咳嗽、痰黄等症。	清热解毒，止咳止痢。用于支气管炎、扁桃体炎、细菌性痢疾等。	活血化瘀,疏通脉络,溃散毒邪,消除内毒素的功能。
价格（元/支）	38	41	30	249

资料来源：宏源证券

在清热解毒类品种中，痰热清份额最大，销售规模达到 4.5 亿元，热毒宁排在第 7 位，销售规模 1.5 亿元。由于 09 年新进医保目录的有痰热清、热毒宁和喜炎平，因此我们把热毒宁和痰热清进行一个比较。

痰热清是 05 年进入国家医保目录的，2006 年销售额为 1.6 亿元，与热毒宁 2009 年的规模差不多。痰热清进入医保目录后的三年增速都高达 50-60%，毛利率也比较稳定。由于热毒宁 09 年新进国家医保目录，因此我们可以展望未来 2 年热毒宁可以维持一个较高的增速。预计今年增长在 55%，2012 年增速也可维持在 40%。

与痰热清相比，热毒宁覆盖的科室主要是儿科，在儿科的销量占到热毒宁总销量的 80%，由于与成人的适应症并没有任何区别，所以公司未来计划将热毒宁覆盖至其他科室，相信在未来市场中应该份额会逐渐扩大，未来增长可期。

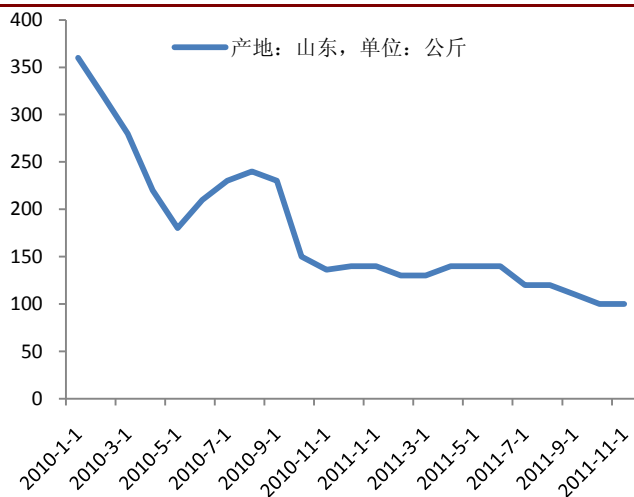
图 15： 痰热清入 2005 年医保后的营业收入


资料来源：wind、宏源证券

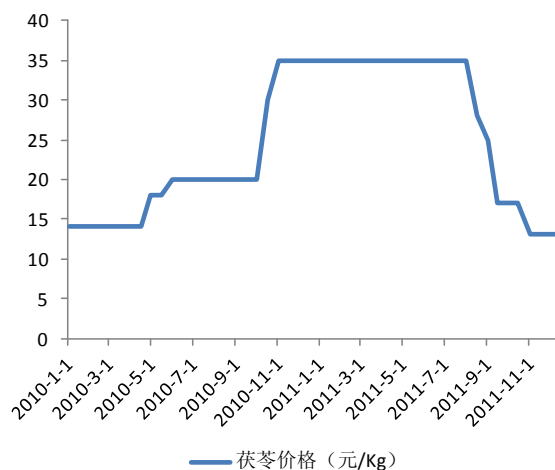
五、中药材价格下跌将提升公司毛利率

中药材价格经历了 2009-2010 年的大涨后，2011 年 7 月份开始下跌，至今已下跌了 25%。由于前两年药材价格的高涨，加上人为的炒作因素，让很多种植农产品农户纷纷改种中药材，目前中药材库存还较为充裕。而近期或者未来也没有大面积流感的爆发的可能，所以中药价格整体将会走入一个平稳区域下降的空间，我们预计还有 20%-30% 的下跌空间。

公司产品众多，中药材成本占到主营成本的 40% 左右。公司用量较大的金银花和茯苓一直延续价格下跌趋势。考虑中药材库存一般 3-4 个月，因此公司明年的毛利率将有一个较大幅度的提升。假设明年公司采购的中药材价格下跌 20%，则综合毛利率将增加 2 个百分点。

图 16： 金银花近两年价格走势


资料来源：健康网、宏源证券

图 17： 茯苓近两年价格走势


资料来源：健康网、宏源证券

图 18: 中药材价格指数



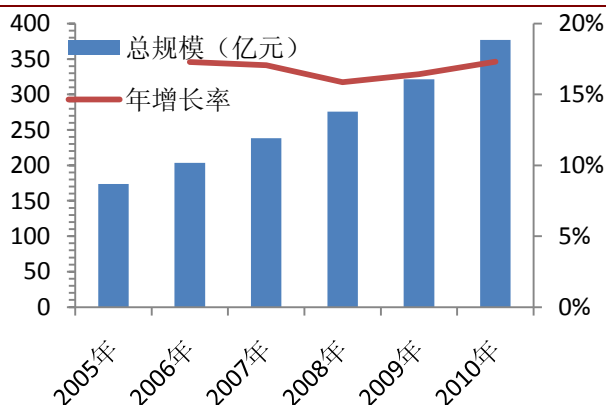
资料来源：中药材天地网、宏源证券

六、重磅药物银杏内酯注射液即将获批

公司正在申报的银杏内酯注射液正处于技术审批阶段，有望成为中药注射剂重新打开审批通道后第三个获批的品种。心脑血管用药在我国市场广阔，仅次于抗感染用药排名第二，2010年市场规模已达到350亿元。随着中国老龄化进程的加速，心脑血管疾病死亡率逐年上升，而中成药在心脑血管疾病领域优势明显，在整个心脑血管用药所占比重逐年略有上升，市场地位不断提升，预计未来两年，其市场规模年增长率将在15%-20%。

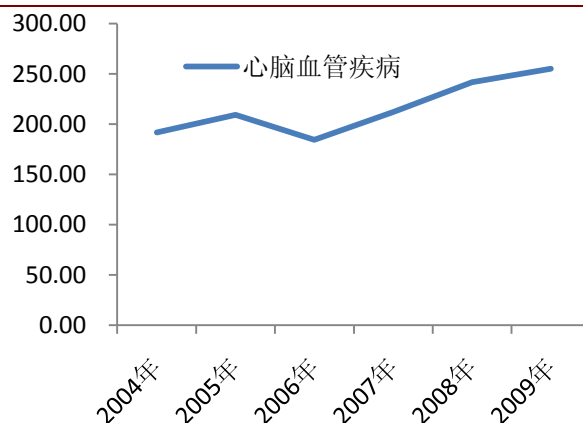
在周围血管扩张药物中，银杏叶制剂近几年始终占据着接近30%的市场份额，位居第一位。这其中以口服银杏叶制剂居多，注射用的银杏叶制剂则主要以银杏总黄酮为主要成分，代表产品是金纳多和舒血宁，而以银杏内酯为主要成分的银杏叶注射液仅有成都百裕刚刚获批。

图 19: 近年来心脑血管中成药市场规模



资料来源：健康网、宏源证券

图 20: 城市居民心脑血管疾病死亡率（每10万人）



资料来源：卫生部、宏源证券

表 4：周围血管扩张药主要品种市场份额

	2005	2006	2007	2008	2009
银杏叶制剂	30.53%	28.53%	29.83%	29.06%	28.77%
小牛血去蛋白	4.82%	3.76%	6.11%	8.19%	8.95%
前列地尔	5.92%	4.57%	5.45%	5.93%	6.21%
灯盏细辛	7.06%	6.81%	6.01%	6.15%	6.05%
甲钴胺	5.13%	5.45%	5.67%	5.26%	5.61%
缬沙坦	3.82%	3.69%	4.77%	4.72%	4.85%
长春西汀	3.23%	3.43%	4.82%	5.17%	4.36%
伊贝沙坦	1.25%	2.81%	3.18%	3.01%	3.24%
苯那普利	2.70%	3.21%	2.86%	2.77%	2.84%
盐酸法舒地尔	0.18%	0.25%	1.15%	2.15%	2.83%

资料来源：千红制药招股说明书，宏源证券

银杏内酯是迄今为止自然界存在的生理活性最强的血小板凝集因子拮抗剂，最有临床应用前景。大量学术文献的研究表明，银杏内酯对呼吸、中枢神经系统以及缺血损伤具有保护作用，可抗炎抗休克，防止或逆转脑缺血后遗症，预防动脉硬化斑形成，其中银杏内酯 B 活性最强。

公司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，由于国家暂停中药注射剂的审批一段时间，目前还在技术审批阶段，随着天士力的丹参多酚酸和成都百裕的银杏内酯注射液相继获批，康缘的银杏内酯注射液有望成为第三个获批的品种。预计技术审批将很快结束，明年获得生产批文。

目前市场上的银杏提取物注射液以德国的“金纳多”和神威药业的“舒血宁”为主，两个产品的主要成分都是银杏总黄酮，有效成分含量是 70%。这两个产品都已经进入国家医保，市场销售规模接近 20 亿元。而成都百裕和康缘药业的产品以银杏内酯 A,B,K 为主要成分，有效成分含量高达 90%。银杏内酯的疗效优于银杏总黄酮已普遍获得市场的认可。通过康缘药业银杏内酯和舒血宁的对照试验，无论从脑梗、腔梗有效率，副反应和其他指标来看，都胜于舒血宁，因此银杏内酯注射液的市场规模应该远比金纳多和舒血宁都要大。甚至可以说，银杏内酯作为第三代银杏产品取代舒血宁第二代产品将是必然趋势。一旦产品获批，将对公司构成巨大利好。

表 5：两代银杏叶提取物注射剂产品对比

品种	银杏内酯注射液	舒血宁注射液
生产厂家	成都百裕、康缘药业（技术审批阶段）	神威药业、上海新先锋药业、三九药业、双鹤药业等
医保	暂无	乙类
有效成分	银杏内酯 ABK	银杏总黄酮
价格	138 元/2ml(10mg)(成都百裕)	2-4 元/2ml(10mg)（招标价格）
脑梗临床总效率	85.39%	73.27%
腔梗临床总效率	89.42%	68.93%
脑梗临床显效率	48.05%	24.75%
腔梗临床显效率	52.88%	34.95%
有效成分含量	95%	70%

资料来源：健康网，公司公告，宏源证券

七、其他产品：腰痹通胶囊也成为公司重点

公司在骨科也有上规模的产品，腰痹通胶囊销售过亿元，抗骨增生胶囊超五千万。

在中药处方药市场中，骨科用药是最有可能接过心脑血管疾病和妇科疾病接力棒成为处方药主力的一种产品。

首先，骨科市场容量大，并持续扩容，临床需求迫切。迄今为止，已确定的关节炎及肌肉骨骼疾病总数超过 120 种，包括骨关节炎、风湿性关节炎与骨质疏松症等大类。60 岁以上人群的骨关节炎发病率达 78.5%，70 岁以上人群有 90% 出现膝关节软骨退化、关节疼痛和关节炎等症状，总患者数过亿。随着老年化社会的到来，骨科用药市场将不断扩大。

其次，西药在骨科市场药物有限，不良反应较多；而中药在骨病治疗上对因治疗、安全性高，有较深厚的认知基础，市场接受程度较高。

八、公司注重研发，未来发展可期

公司董事长肖伟是中药学博士，北京中医药大学博士生导师。因此，公司自成立以来，一直就非常重视自主研发，并为其投入了大量人力物力，完善了科研体系建设，提升企业的自主创新能力。仅 2010 年，公司就在药品研发方面投入 1.45 个亿，占营业总收入的 10%。这种企业精神符合国家推进经济结构转型的大战略，得到政府的支持力度也相当大。

公司培育了众多储备产品。银杏内酯注射液处于技术审评阶段，即将获批。治疗急性脑出血的国家二类新药惊天宁注射液也处于技术审批阶段，治疗脑血栓的龙血通胶囊也已经获得生产批文，即将生产。另外，一类新药肿瘤用药藤黄酸注射液进入 3 期临床。溶血通也正在技术审批环节。公司强大的研发能力将使公司在心脑血管和抗肿瘤领域长盛不衰。

九、盈利预测与估值

康缘药业作为国内中药现代化的龙头，无论是在硬件还是软件上都具备一流的市场竞争力。

热毒宁注射液受进入医保目录放量和抗菌药物限用政策的双重动力刺激，未来 2 年增速预计不低于 40%；桂枝茯苓胶囊分销改革成效明显，三季度已现恢复增长，预计未来 2 年增速 10-15%；中药材价格预计明年还有 20-40% 的下跌空间，取 20% 下限，则明年至少给公司带来毛利率的提升至少 1-2 个百分点。

银杏内酯注射液即将获批，成为股价最大的催化剂。

公司采用股权激励计划激励管理层和研发人员，彰显公司对自己长期发展的信心。

预计 2011~2013 年净利润增速分别为 28%、35%、25%，EPS 分别为 0.55、0.74、0.92 元，对应 PE 分别为 30、22、18 倍，我们认为股价没有反映明年业绩的快速增长，以及银杏内酯获批所带来的估值溢价，具备估值优势，给予公司明年 30 倍 PE，目标价格 22 元，首次给予“买入”评级。

图 21：产品收入成本预测

营业收入预测		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
桂枝茯苓胶囊	销售收入 (万元)	28800	31754	36300	36300.00	41745.00	46754.40
	增长(YOY)		10.26%	14.32%	0.00%	15.00%	12.00%
	主营业务成本	6,240.00	6,700.00	8,450.00	9126.00	10038.60	11243.23
	增长(YOY)		7.37%	26.12%	8.00%	10.00%	12.00%
	毛利 (万元)	22560.00	25054.00	27850.00	27174.00	31706.40	35511.17
	毛利率	78.33%	78.90%	76.72%	74.86%	75.95%	75.95%
	业务收入占比	25.44%	32.79%	26.72%	21.73%	19.70%	17.98%
	毛利占比	32.18%	34.59%	28.20%	22.50%	20.35%	18.58%
热毒宁注射液	销售收入 (万元)	9700	19760	32360	50158.00	70221.20	91287.56
	增长(YOY)		103.71%	63.77%	55.00%	40.00%	30.00%
	主营业务成本	2,490.00	5,390.00	8,820.00	13406.40	17562.38	22831.10
	增长(YOY)		116.47%	63.64%	52.00%	31.00%	30.00%
	毛利 (万元)	7210.00	14370.00	23540.00	36751.60	52658.82	68456.46
	毛利率	74.33%	72.72%	72.74%	73.27%	74.99%	74.99%
	业务收入占比	8.57%	20.40%	23.82%	30.02%	33.14%	35.11%
	毛利占比	10.29%	19.84%	23.84%	30.43%	33.80%	35.82%
其他产品	销售收入 (万元)	74,703.14	45,339.27	67,170.76	80604.92	99950.10	121939.12
	增长(YOY)		-39.31%	48.15%	20.00%	24.00%	22.00%
	主营业务成本	34,374.91	12,337.62	19,812.71	23775.25	28530.30	34806.96
	增长(YOY)			60.59%	20.00%	20.00%	22.00%
	毛利 (万元)	40328.23	33001.65	47358.06	56829.67	71419.80	87132.16
	毛利率	53.98%	72.79%	70.50%	70.50%	71.46%	71.46%
	业务收入占比			49.45%	48.25%	47.16%	46.90%
	毛利占比			47.96%	47.06%	45.85%	45.60%
		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
合计	营业收入 (主营+1)	113,203.14	96,853.27	135,830.76	167,062.92	211,916.30	259,981.08
	增长(YOY)	#DIV/0!	-14.44%	40.24%	22.99%	26.85%	22.68%
	营业成本 (主营+1)	43,104.91	24,427.62	37,082.71	46,307.65	56,131.28	68,881.30
	增长(YOY)	#DIV/0!	-43.33%	51.81%	24.88%	21.21%	22.71%
	毛利	70,098.23	72,425.65	98,748.06	120,755.27	155,785.02	191,099.78
	增长(YOY)	#DIV/0!	3.32%	36.34%	22.29%	29.01%	22.67%
	综合毛利率	61.92%	74.78%	72.70%	72.28%	73.51%	73.51%

资料来源：宏源证券

图 22：财务报表预测

资产负债表	2010	2011E	2012E	2013E	利润表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	152	167	212	288	营业收入	1358	1671	2119	2600
应收票据	259	389	494	605	营业成本	371	463	561	689
应收账款	458	720	799	875	营业税金及附加	20	25	31	38
预付款项	130	175	229	296	销售费用	547	668	848	1040
其他应收款	48	59	75	92	管理费用	217	230	292	358
存货	81	69	91	111	财务费用	19	35	42	37
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	3	1	2	2
长期股权投资	0	39	39	39	投资收益	2	1	1	1
固定资产	584	651	689	709	汇兑收益	0	0	0	0
在建工程	100	125	102	91	营业利润	184	249	345	437
工程物资	0	0	0	0	营业外收支净额	20	27	27	27
无形资产	94	115	134	153	税前利润	204	276	371	464
长期待摊费用	1	0	0	0	减：所得税	20	41	56	70
资产总计	1987	2590	2946	3343	净利润	183	234	316	394
短期借款	310	539	497	400	减：少数股东损益	2	3	5	6
应付票据	25	31	38	46	归属于母公司的净利润	181	231	311	389
应付账款	132	141	171	210	基本每股收益	0.43	0.55	0.74	0.92
预收款项	36	55	78	107	稀释每股收益	0.43	0.55	0.74	0.92
应付职工薪酬	6	6	6	6	财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
应交税费	29	29	29	29	成长性				
其他应付款	117	117	129	142	营收增长率	40.2%	23.0%	26.8%	22.7%
其他流动负债	26	33	43	54	EBIT增长率	25.5%	39.8%	36.0%	22.6%
长期借款	58	118	118	118	净利润增长率	12.8%	27.8%	34.7%	25.0%
负债合计	743	1073	1113	1116	盈利性				
股东权益合计	1244	1517	1833	2227	销售毛利率	72.7%	72.3%	73.5%	73.5%
现金流量表	2010	2011E	2012E	2013E	销售净利率	13.3%	13.8%	14.7%	15.0%
净利润	183	234	316	394	ROE	14.5%	15.2%	17.0%	17.5%
折旧与摊销	36	63	70	77	ROIC	11.4%	11.1%	13.5%	14.7%
经营活动现金流	110	-63	233	314	估值倍数				
投资活动现金流	-163	-213	-104	-104	PE	38	30	22	18
融资活动现金流	-32	292	-84	-134	P/S	5.0	4.1	3.3	2.7
现金净变动	-85	16	45	77	P/B	5.46	4.56	3.78	3.11
期初现金余额	236	152	167	212	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	152	167	212	288	EV/EBITDA	29.4	21.4	16.1	13.1

资料来源：宏源证券

十、风险提示

银杏内酯不能按时获批。热毒宁在其他科室推广不顺利。

分析师简介:

孙伟娜: 宏源证券研究所医药行业研究员，清华大学工学博士，3年医药行业研究经验。主要研究覆盖公司：贵州百灵、汉森制药、天士力、同仁堂、佐力药业、福瑞股份、常山药业、精华制药、红日药业等。

吴洋: 宏源证券医药行业分析师，中国人民银行研究生部金融学硕士，2年医药行业研究经验。主要研究覆盖公司：乐普医疗、新华医疗、信立泰、阳普医疗、安科生物、智飞生物、上海凯宝、山东药玻等。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。