

2012-02-07

医疗保健/医药

证券研究报告

公司研究 / 深度研究

康缘药业 (600557)

增持/首次评级

股价：RMB12.18

分析师

胡驥

SAC 执业证书编号:s1000511110003

0755-83201063

huji@mail.htlhsc.com.cn

联系人

李航

86-21-50106409

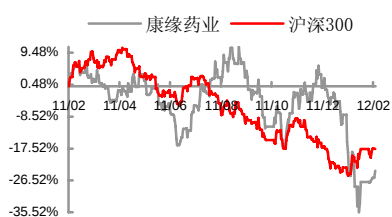
lihang@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	423
流通 A 股 (百万股)	423
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	5,155

最近 52 周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

守得云开，终见月明

——康缘药业（600557）公司研究报告

- **高瞻远瞩，产品结构向大病种转移。**公司是研发型中成药企业，研发实力行业领先，研发投入占收入比远超同类公司。2008 年之前主打产品为妇科以及骨科产品，随着热毒宁高速增长，公司进入到相对更为广阔的清热解毒市场，而公司后续产品银杏内酯注射液以及惊天宁注射液立足心脑血管市场，市场空间更为广阔。
- **热毒宁未来三年有望保持 30%-40%的增速。**热毒宁与目前占据市场用量最大份额的清开灵注射液面向受众有很大区别，并不存在直接竞争；其次，热毒宁与痰热清，喜炎平虽然存在潜在的直接竞争关系，但目前而言，清热解毒高端注射剂细分行业远未饱和，因此竞争关系并不明显。基于以上两点判断，我们认为未来两年热毒宁高增速依然可以持续。
- **营销改革将会带动公司大品种增速恢复。**市场认为以桂枝茯苓胶囊等大品种增速将会放缓，但我们认为过去两年导致桂枝茯苓胶囊增速放缓的原因不在于产品本身，而是公司营销改革的短期冲击。从历年营销方案分析来看，公司大产品主要受 2010 年渠道下沉影响，导致增速放缓。经过 2011 年营销调整之后，主要产品增速将会有不同程度的恢复。我们认为在公司营销稳定之后，以桂枝茯苓胶囊为代表的妇科线营销将会恢复，保守估计增速为 15%。
- **银杏内酯注射液今年有望获批。**随着我国城镇化以及老龄化加速带来的疾病谱改变，心脑血管市场规模将加速增长。而银杏相关制剂占据了心脑血管用药领域最大份额，我们认为银杏内酯注射液孕育着 10 亿的空间。未来公司银杏内酯注射液上市后有很大概率将与热毒宁一样，进入高端制剂产品行列，极具增长潜力。
- **不考虑股权激励，在保守预计下估算，2011-2013 年公司 EPS 分别为 0.51、0.65 和 0.81 元，当前股价 11.76 元对应估值为 23 倍、18 倍和 15 倍。给予“增持”评级。**
- **风险提示：**营销调整未能达到预期效果；金银花价格未能如期下降。

经营预测与估值

营业收入(百万元)	1358	1587	1977	2406
(+/-%)	40%	17%	25%	22%
归属母公司净利润(百万元)	181	213	269	335
(+/-%)	13%	18%	26%	25%
EPS(元)	0.43	0.5	0.65	0.81
P/E(倍)	27.05	22.98	18.18	14.58

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

目 录

核心投资逻辑	4
公司简介	5
研发型中药企业	5
高瞻远瞩，产品结构向大病种转移	5
主要产品增速可观	6
热毒宁高增长成为拉动公司业绩增长的主要动力	6
营销调整带来的其他中药产品增速恢复	9
银杏内酯有望复制热毒宁增速	12
盈利预测	14
目前估值有业绩支撑	14
股权激励	16
主要品种收入以及毛利率预测	16
估值与投资评级	17
风险提示	18

图表目录

图 1:	公司 2010 年主要收入构成为医药工业	5
图 2:	中成药新药 (1-7 类) 获批数量减少	5
图 3:	公司研发投入远超同类公司	5
图 4:	热毒宁收入在公司占比提高明显	6
图 5:	热毒宁高速增长	7
图 6:	清热解毒中药注射剂开始提速	7
图 7:	高端清热解毒注射剂目前由初创期进入成长期	9
图 8:	痰热清销售收入高速增长	9
图 9:	除热毒宁外其他产品临床分销比已经接近改革之前	10
图 10:	其他中药临床品种销售增速拐点已现	10
图 11:	桂枝茯苓胶囊临床消化环比增速显著提高	11
图 12:	近 5 年妇科中成药销售增速均在 20% 以上	12
图 13:	心脑血管中成药增速高于整体用药	13
图 14:	心脑血管市场份额占比最大	13
图 15:	银杏叶相关注射液在心血管用药中占比最大	14
图 16:	成都中药材价格指数	15
图 17:	金银花价格持续下降	15
图 18:	小品种合计今年大幅超预期	15
图 19:	管理费用率有望与 2009 年持平	16
表格 1:	公司产品梯队合理	6
表格 2:	热毒宁与痰热清具有很强的可比性	8
表格 3:	呼吸系统领域不良反应多为非独家药	8
表格 4:	公司历年营销改革	11
表格 5:	心脑血管领域中成药大品种众多	13
表格 6:	银杏内酯注射液效果显著优于舒血宁	14
表格 7:	股权激励内容	16
表格 8:	各主要产品收入以及毛利预测 (收入单位: 万元)	17
表格 9:	可比公司估值对比	17

核心投资逻辑

从长期来看，我们看好康缘药业的独家品种资源优势以及研发实力。在药品招标模式唯低价是取的大背景下，独家品种的资源优势更为凸显，这将使公司有能力和能力摆脱恶性价格竞争。而公司在中成药行业中独树一帜的研发能力更是公司长期增长的保证。目前新药审批日渐严格，拥有强大研发实力的企业无疑更具备投资价值。

公司产品结构处于转型之中。长期以来公司主打品种为妇科骨科用药，市场空间一定程度限制了公司的增长，独家品种、研发实力的优势并不能得到充分的发挥。而公司目前主打品种由妇科用药桂枝茯苓胶囊转变为了清热解毒类的热毒宁注射液，同时后续产品银杏内酯注射液以及惊天宁注射液所涉及的心脑血管领域更是中药品种最为广阔的市场。

已上市的热毒宁属于清热解毒注射剂高端用药，目前竞争并不激烈。我们从注射剂使用数量以及各公司覆盖医院数量来推断，该行业尚存在较大市场空白，预计未来3年内增速会维持在30%-40%。

从短期来看，公司营销改革将有助于业绩重回增长。从2007年开始至今，公司历经了三次营销改革。我们认为公司有调整营销的决心跟行动力。2010年渠道下沉的“铸铅行动”一定程度上开发了第三终端用药市场，但更多的影响了桂枝茯苓胶囊等品种的临床销售，进而影响了公司业绩。2011年公司引入销售经验丰富的扬子江高管，清理渠道。从销售消化数据来看，公司营销已经重新步入正轨，对公司业绩拉动更明显的主打产品增速恢复可期。

我们分析公司具体品种发现，桂枝茯苓胶囊的潜在增速可能被低估，该产品的临床线增长将会恢复，参考整体行业，我们认为未来增速将达15%。

目前股价严重偏离公司基本面。我们不考虑股权激励，保守估算，2011-2013年业绩增速分别为18%，26%，25%；而目前股价对应三年估值分别为24，19，15倍。

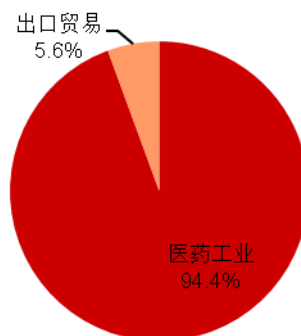
近期股价催化剂：银杏内酯注射液获批。

公司简介

研发型中药企业

公司是一家从事现代中成药研发、生产和销售的企业。2010 年公司营业收入 13.58 亿元，归属上市公司股东净利润 1.81 亿元。医药工业占公司营业收入的 95%左右，是公司利润的主要来源。

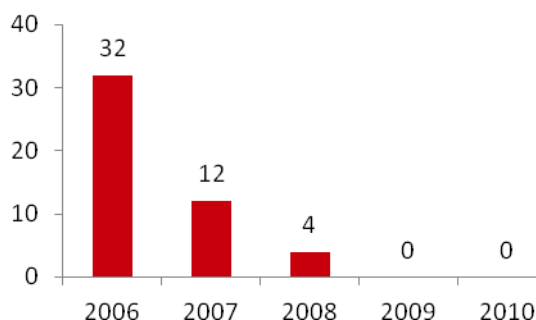
图 1： 公司 2010 年主要收入构成为医药工业



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

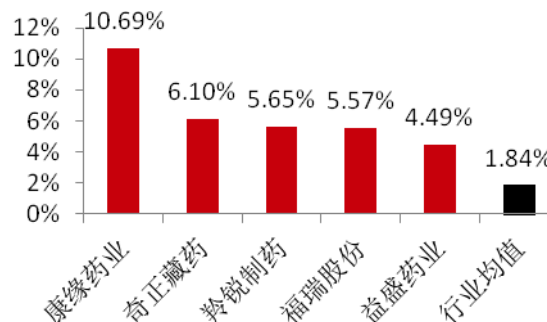
公司的研发实力是业绩持续增长的保证。公司实际控制人肖伟博士的专业背景使得公司研发实力在中药企业中较为突出。在我国新药审批难度加大、招标模式唯低价取的共同作用下，独家品种的资源稀缺性愈发凸显。康缘药业研发投入占比在同类企业中遥遥领先，确保了公司产品梯队合理，后续品种极具竞争力。而公司在同类企业中较为突出的研发实力是公司优质品种可持续的保障。我们认为雄厚的研发实力必然会为公司带来持续性的增长。

图 2： 中成药新药（1-7 类）获批数量减少



资料来源：丁香园，华泰联合证券研究所

图 3： 公司研发投入远超同类公司



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

高瞻远瞩，产品结构向大病种转移

产品结构不断优化，后续品种亮点不断。近年来以桂枝茯苓胶囊为代表的成熟品种大多属于妇科以及骨科用药，受制于行业市场空间小，整体增速慢的限制，增速相对一

般。但近几年上市以及在研产品可以看出，公司目前已经从小病种转向心脑血管以及清热解毒等市场空间更为广阔的大病种领域。

表格 1：公司产品梯队合理

	是否医保	2010 销售规模（亿元）	上市时间
已上市	桂枝茯苓胶囊	乙类	3.63
	散结镇痛胶囊	乙类	1.28
	腰痹通胶囊	乙类	1.13
	热毒宁注射液	乙类	3.42
在研品种	银杏内酯注射液	N/A	N/A
	惊天宁注射液	N/A	N/A

资料来源：公司公告，SFDA，华泰联合证券研究所

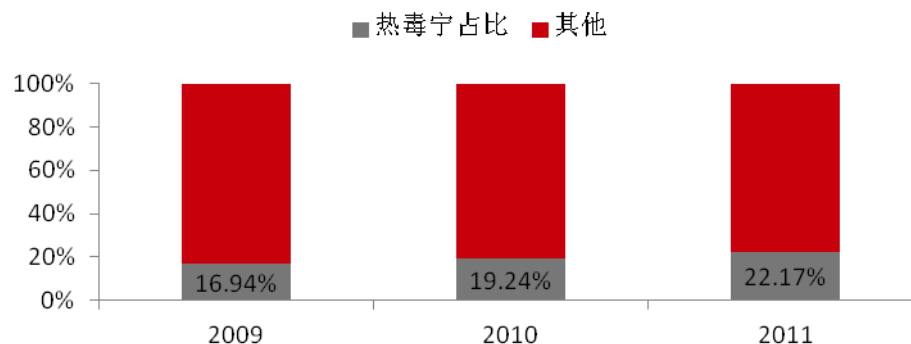
大病种战略将带动公司未来可持续增长。2008 年之前桂枝茯苓胶囊是公司最主要销售品种，销售占比为 20%以上，远高于其他药品。桂枝茯苓胶囊的增速很大程度上决定了公司整体营业收入的增速。随着热毒宁的高速增长，2011 年上半年占比已超越桂枝茯苓胶囊，在公司大部分品种增速放缓的情况下，热毒宁高速增长拉动了公司整体业绩。我们认为近几年公司业绩增长的主要动力依然在热毒宁，若银杏内酯注射液能够获批，则有望把公司带入空间更为广阔的心脑血管用药市场，公司的高增长速度可以持续。

主要产品增速可观

热毒宁高增长成为拉动公司业绩增长的主要动力

热毒宁注射液近年来高速增长，已经超越桂枝茯苓胶囊成为公司第一大品种，对公司业绩影响力大为提高。同时热毒宁销售日趋成熟，规模效应逐渐显现，市场开拓费用较之前大幅降低，因此热毒宁的增长对于公司业绩拉动的重要性也日趋凸显。

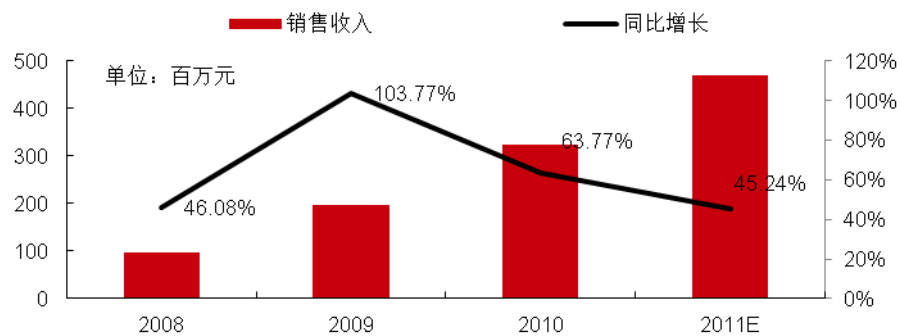
图 4： 热毒宁收入在公司占比提高明显



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

热毒宁注射液是由青蒿、金银花、栀子等制成的澄明液体。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。热毒宁自上市以来凭借独特的疗效以及极具竞争力的价格，迅速占领市场。

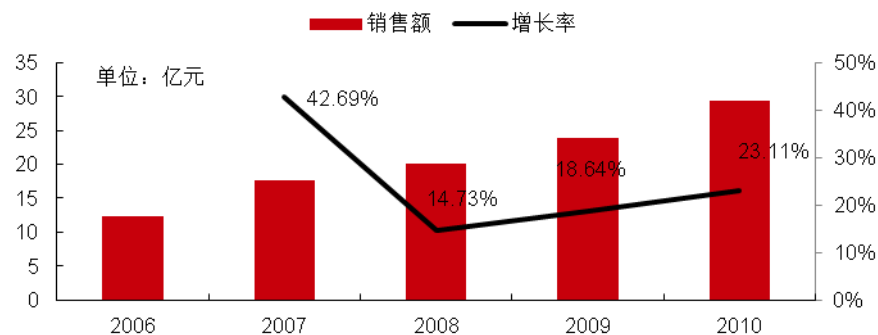
图 5： 热毒宁高速增长



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所估算

我们认为热毒宁 30% 以上的高速增长不会放缓。目前清热解毒注射剂整体行业增速已经逐渐从 08 年恢复。根据米内网数据显示，2006-2010 年清热解毒注射剂行业复合增长率达 24.35%。

图 6： 清热解毒中药注射剂开始提速



资料来源：SFDA，华泰联合证券研究所

目前市面上用于呼吸道感染的清热解毒注射剂大品种有喜炎平、痰热清、热毒宁和清开灵。我们认为目前热毒宁、痰热清、喜炎平之间尚不存在直接竞争，主要市场来自于对清开灵的替代。清开灵在医保以及价格方面与热毒宁差异相对较大，而痰热清、喜炎平与热毒宁相似度更高，更具可比性。

表格 2：热毒宁与痰热清具有很强的可比性

	热毒宁	痰热清	喜炎平	清开灵
医保	乙类	乙类	乙类	甲类
是否独家	是	是	是	否
毛利率	约 75%	82.57%	N/A	N/A
有效成分分类	金银花类	金银花类	穿心莲类	金银花类
国家疫情采购	手足口病、甲流	手足口病	N/A	手足口病、甲流
销售规模（2010）	3.24 亿元	5.94 亿元	约 6 亿	约 13 亿
销售数量（2010）	1000 万支	2200 万支	2200 万支	12 亿支
静脉滴注价格对比（每次）	70 元	65 元	100 元	10 元
上市时间	2005	2003	2002	2002

注：静脉滴注价格为估算，单价来自于米内网统计中标价格，清开灵单价取自神威药业，用量采用各说明书中静脉滴注用量。

资料来源：公司公告，SFDA，华泰联合证券研究所

高端清热解毒注射剂对低端注射剂有很强的替代性。目前清开灵使用率很高，但生产企业众多，价格竞争激烈，属于低端药，药品质量以及安全性都难以掌控。呼吸系统领域为不良反应高发区，因此安全性问题更受重视，尤其是在 2008 年出现严重安全性问题之后，质量监控成为中药注射剂重要指标之一，通过指纹图谱技术的引入，独家高端品种在安全性方面具有低端品种无法比拟的可控性。

受益于需求旺盛，高端清热解毒注射剂增长迅速，08-10 年三年时间，合计市场占有率不断上升，主要品牌热毒宁，痰热清，喜炎平增速均远超行业增速。

表格 3：呼吸系统领域不良反应多为非独家药

品种	例数	适应症
双黄连注射液	842	呼吸系统
清开灵注射液	706	呼吸系统
鱼腥草注射液	433	呼吸系统
复方丹参注射液	335	心脑血管
葛根素注射液	276	心脑血管
刺五加注射液	225	心脑血管
穿琥宁注射液	224	呼吸系统
黄芪注射液	192	消化系统
脉络宁注射液	166	心脑血管
β-七叶皂苷钠注射液	146	其他

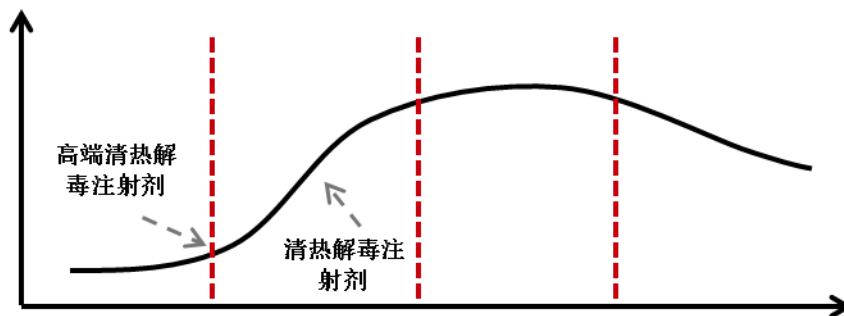
资料来源：《中药注射剂不良反应特点与规律的文献调研》，各产品说明书，华泰联合证券研究所

热毒宁与痰热清直接竞争并不激烈。首先，与痰热清不同的是，目前热毒宁 70% 在儿科相关科室使用，而痰热清目前主要在成人科室使用，由于用量问题，儿科应用不多。因此与痰热清不存在直接竞争。

其次，我们认为从成长周期来看，高端注射剂尚处于由初创期进入成长期，竞争不激烈。同属于清热解毒注射剂高端药的热毒宁、痰热清等很大的市场空间。2010 年数

据，热毒宁 1000 万支，痰热清 2200 万支，喜炎平 2200 万支，合计 6000 万支左右，对比清开灵（尚未计算其他低端注射剂产量）12 亿支的量，空间依然很大。就此而言，可以看出整个高端市场仍然处于需求旺盛、快速增长的成长期，同品种之间的竞争并不激烈。

图 7： 高端清热解暑注射剂目前由初创期进入成长期

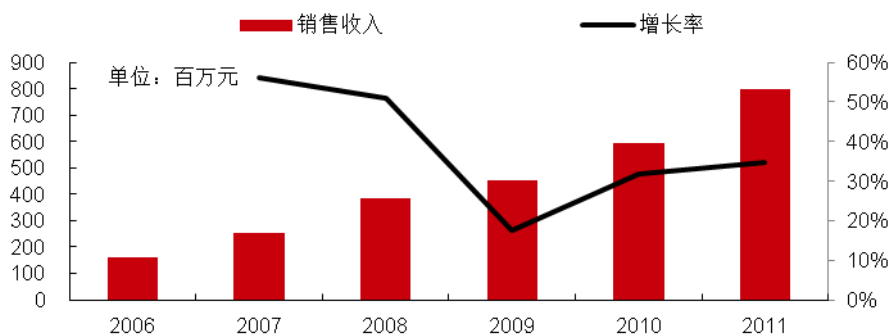


资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

痰热清的增速可以作为热毒宁的参考。痰热清于 2003 年上市，2005 年进入国家医保目录，2011 年销售额预计能达到 8 亿以上，近四年复合增速达 40% 以上。痰热清高速增长与整个高端清热解暑市场空间大、竞争不激烈有关。

2009 年由于产能受限，痰热清增速放缓，2010 年下半年新产能投产后恢复高增长，2011 年上半年产能利用率再次达到 100%。热毒宁 2011 年预计销售额将达到 4.5 亿元，在没有产能限制的情况下达到后续 30% 以上的增速我们认为是合理的。

图 8： 痰热清销售收入高速增长



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

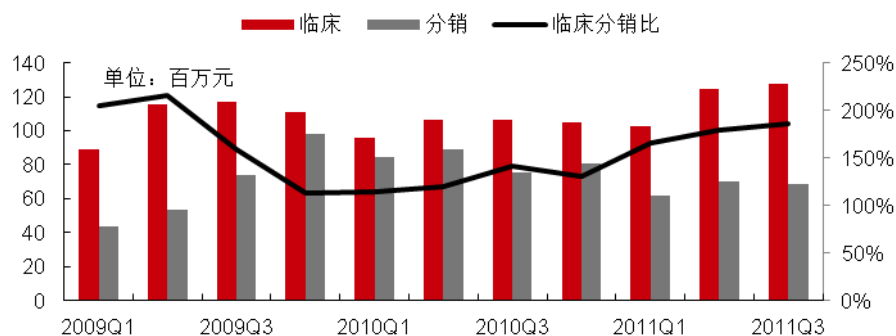
营销调整带来的其他中药产品增速恢复

在 2009 年底开始的“铸铅行动”推动之下，公司主要产品渠道下沉，向二级以下医院加大销售力度，以期带动产品的放量增长。从短期来看，公司主要产品销售增速获得了爆发式的提高，但到 2011 年分销业态调整带来的弊端开始体现。

首先是由于第三终端消化能力不够，导致产品压货现象严重；其次由于 2010 年垫高了销售基数，2011 年增速难以体现。在两者共同作用之下，造成了以桂枝茯苓胶囊为代表的部分产品 2011 年上半年出现了负增长的现象。

营销调整阶段或已完成。从数据上看，“铸铅行动”最明显的特点为临床与分销之间消化比例显著降低。而目前公司消化数据比例已经接近到 2009 年营销改革之前的水准。虽然目前比例依然略低于改革之前的数据，但考虑到公司渠道下沉带来的第三终端市场的开发，第三终端消化能力较 2009 年有一定的增长。我们认为这个比例已经正常，产品销售消化已经步入正常轨道。

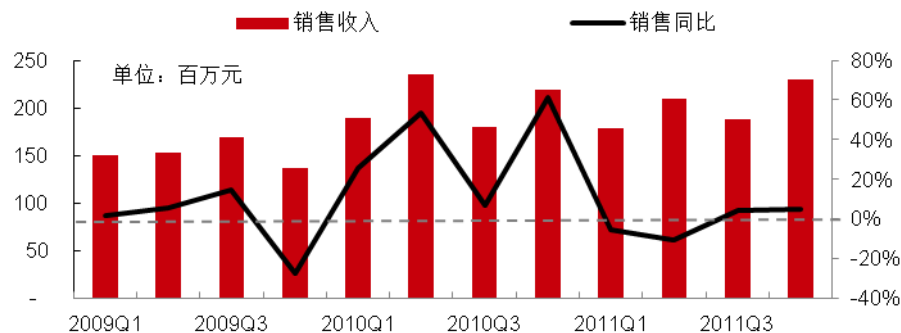
图 9： 除热毒宁外其他产品临床分销比已经接近改革之前



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所估算

销售数据显示营销改革业绩拐点已现。主要产品 2011 年三季度增速已经出现反转。从销售数据来看，除热毒宁之外主要临床产品在上半年连续两个季度同比负增长的情况下，三季度同比恢复正增长。我们认为库存消化已经接近尾声，桂枝茯苓胶囊等产品恢复增速可期。

图 10： 其他中药临床品种销售增速拐点已现



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所估算

后续改革将会进一步推动公司其他产品放量。长期以来营销短板都制约了公司优秀产品的增长速度。从 2007 年至今，营销改革一直在摸索。但由于营销经验不足，最终

导致收效甚微。公司为改变这一现状，引入扬子江药业高管，从上至下着手新一轮的营销改革。

从历年营销改革的动作来看，我们认为公司高管有把营销做好的决心和行动力；而从扬子江药业招聘的高管将给公司营销改革带来关键性的经验帮助。我们保守估计明年公司产品增速将会达到恢复到各行业平均水平。

2011 年营销改革将有效改善目前存在的问题。首先，营销费用分配方式发生改变，给予营销人员更大的自由度，同时费用更为可控；其次，医院内部营销渠道合并避免了营销资源的重复使用；第三，划分医院将会有效提高营销人员的积极性。

表格 4：公司历年营销改革

时间	内容
2007 年	分线销售，为了提高对二线品种的营销渠道开发，公司按产品线划分销售渠道，以期通过二线品种带动整体销售增速
2010 年	渠道下沉，开拓县级医院，诊所等终端市场，以期以第三终端增速拉动整体增长
2011 年	未有大规模动作，重新规划销售费用分配方式；把临床划为口服和注射两条线；学习扬子江模式规定区域经理负责制

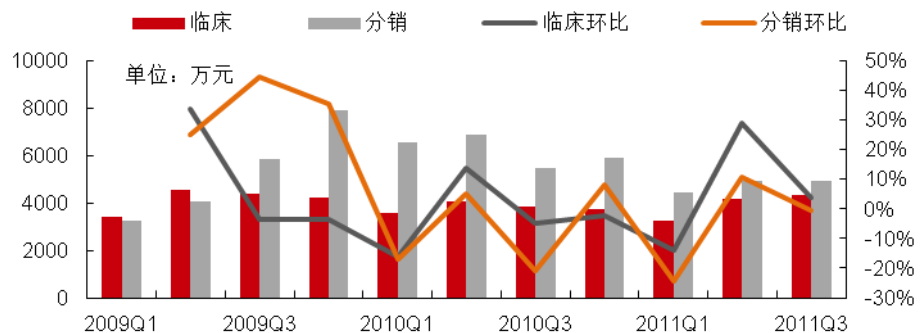
资料来源：公司调研，华泰联合证券研究所

我们认为桂枝茯苓胶囊临床线的增长潜力被低估。桂枝茯苓胶囊在 2011 年之前为公司第一大品种，不可避免的受到公司 2007 年开始的多线营销的影响，增速有所放缓。我们认为随着公司营销改革重新划分渠道线路，桂枝茯苓胶囊的增速有望提升。

若看整体销售数据，桂枝茯苓胶囊 2009 年同比增速 10.05%，2010 年同比增速 14.75%，相较整个妇科中成药 2010 年 20% 的增速而言并不算快，造成的影响也不应该大幅影响 2011 年的业绩。但如果拆分公司临床与分销数据发现，近几年公司临床线消化几乎停滞增长，2010 年分销线的掘苗助长影响了公司 2011 年的业绩。

桂枝茯苓胶囊临床线增速有望重拾增长。从公司这次营销改革调整措施来看，医院内部渠道整合将极大利好现有大品种。2011 年前三季度桂枝茯苓胶囊临床线一改往年销量下滑的趋势，环比呈现稳定增长。二季度环比增速接近 30%；过去两年二季度为全年高点，而今年三季度销量已经超越二季度。营销改革调整成效已经显现。

图 11：桂枝茯苓胶囊临床消化环比增速显著提高

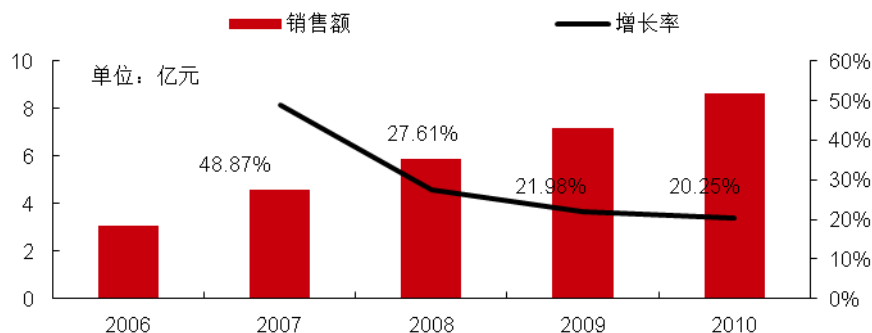


资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所估算

分销线受益于第三终端高速增长。虽然公司近年来对于第三终端市场的过度开发给 2011 年业绩造成了一定的负面影响,但我们认为公司的大方向是正确的。近年来第三终端用药增速迅猛,从根据南方所预测,11-13 年第三终端整体购药金额增速分别为 37%、35%和 28%。据此我们预测,未来公司分销线的增速虽然很难达到 10 年的同比增速,但保守估计会在 20%左右。

保守估计妇科产品增速有望达 15%。从 SFDA 统计的整个行业来看,妇科中成药样本医院 2006-2010 年间复合增长率达 29.20%,高于公司桂枝茯苓胶囊以及散结镇痛胶囊销售增速。我们认为随着营销改革调整逐步到位,再考虑到今年销售基数相对较低,明年妇科线两大品种增速达 15%是相对保守的预测。

图 12: 近 5 年妇科中成药销售增速均在 20%以上



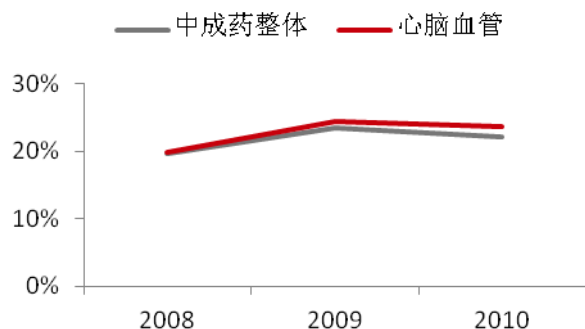
资料来源: SFDA, 华泰联合证券研究所

银杏内酯有望复制热毒宁增速

银杏内酯是与银杏叶中提取的二萜类化合物,对血小板活化因子(PAF)受体有特异性抑制作用。公司新品银杏内酯注射液是国家 863 攻关项目,在 07 年就已完成全部临床试验。目前该产品处于技术审批阶段,有望成为继天士力的丹参多酚酸和成都百裕的银杏内酯注射剂后,近年来第三个获批的中药注射剂。

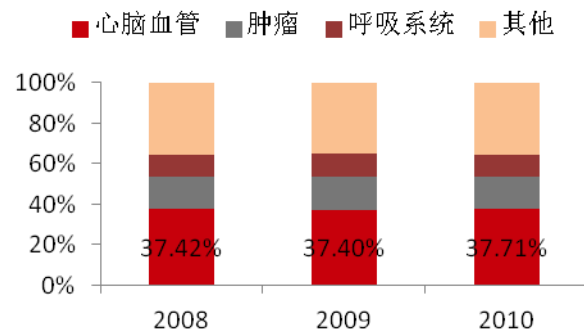
广阔的市场孕育着 10 亿的空间。随着城市化、老龄化进程加速,我国心脑血管疾病发病率逐步提升。目前我国心脑血管疾病用药仅次于抗感染,属于医院用药第二大类。广阔的市场空间为大品种的诞生打下基础,血栓通注射液、丹红注射液等过 15 亿的品种均出自心脑血管市场。

图 13: 心脑血管中成药增速高于整体用药



资料来源: SFDA, 华泰联合证券研究所

图 14: 心脑血管市场份额占比最大



资料来源: SFDA, 华泰联合证券研究所

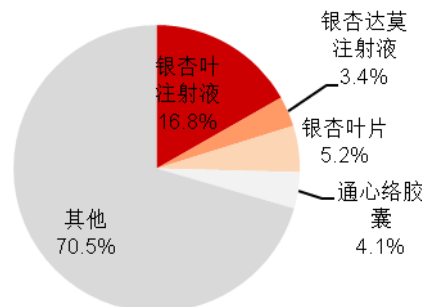
表格 5: 心脑血管领域中成药大品种众多

排名	产品	企业	采购金额 (亿元)	治疗类别
1	氯吡格雷	赛诺菲	18.75	心脑血管
2	血栓通注射液	中恒集团	16.25	心脑血管
3	丹红注射液	步长制药	15.38	心脑血管
4	疏血通注射液	友博药业	14.16	心脑血管
5	单唾液酸四己糖神经节苷脂	齐鲁制药	13.45	心脑血管
6	马来酸桂哌齐特	四环制药	13.44	心脑血管
7	奥美拉唑	阿斯利康	12.82	消化系统
8	阿卡波糖	拜耳	12.75	内分泌类
9	头孢唑林钠	九新药业	11.9	抗感染
10	前列地尔	泰德制药	11.4	心脑血管类

资料来源: IMS, 华泰联合证券研究所

银杏制剂是目前用量最大的一类心脑血管用药。根据 SFDA 统计, 银杏叶相关注射剂合计占据心血管市场的 20% 左右。以通心络胶囊 9.2 亿销售规模占据市场份额 4% 来估算, 银杏叶注射剂合计市场空间大约为 45 亿。而价格在 5 元-30 元之间不等, 属于低端用药, 换算得出使用人次数量相当可观。考虑到公司产品很大可能定位高端, 价格相对而言要远远高于现有产品, 根据成都百裕银杏内酯注射液价格来估测, 公司产品售价大约会在 100 元左右。因此, 在银杏相关产品数量巨大用户群的支撑下, 我们预计该产品将很有可能是下一个过 10 亿的品种。

图 15： 银杏叶相关注射液在心血管用药中占比最大



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所估算

银杏内酯注射液有望凭借疗效以及价格优势复制热毒宁增速。银杏提取物按活性成分可以分为银杏总黄酮和银杏内酯两类。目前市面上大多数银杏提取物为银杏总黄酮类。从有效成分而言，我国目前市面上的银杏相关制剂中银杏总黄酮含量约 24%，银杏内酯约 6%；而银杏内酯注射剂中银杏内酯 A、B 含量合计 95%。因此我们认为银杏内酯注射剂对于银杏相关老品种有着很强的替代作用，而目前市面上竞争者仅有成都百裕的银杏内酯注射剂，未来市场空间非常广阔。考虑到心脑血管市场空间较清热解毒市场空间更大，未来该品种的销售有望复制热毒宁增速。

银杏内酯价格预计将会有一定优势。目前银杏制剂市场定价普遍相对较低，未有高端品种。而银杏内酯注射液属于高端药，就定价而言相对要较其他品种有较大幅度的提升。而目前市场上除了刚上市的成都百裕银杏内酯注射液，并未有相关产品，高端银杏制剂尚处于没有开发的竞争蓝海。

表格 6：银杏内酯注射液效果显著优于舒血宁

	银杏内酯注射液	舒血宁
有效成分	银杏内酯	银杏总黄酮
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%
医保	N/A	乙类
生产企业	两家	众多

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

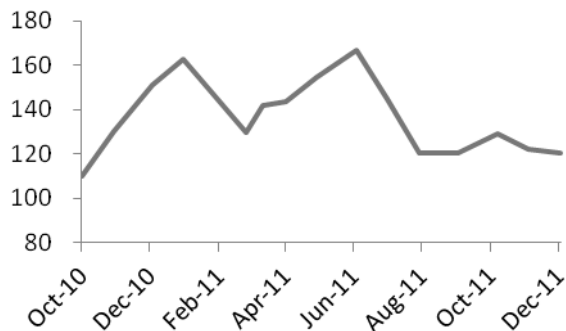
盈利预测

目前估值有业绩支撑

受益于原料药降价，公司毛利率有望回升。受中药材价格上涨影响，公司近年来毛利率持续降低。随着三季度中药材降价，公司毛利率有望在四季度迎来高点。

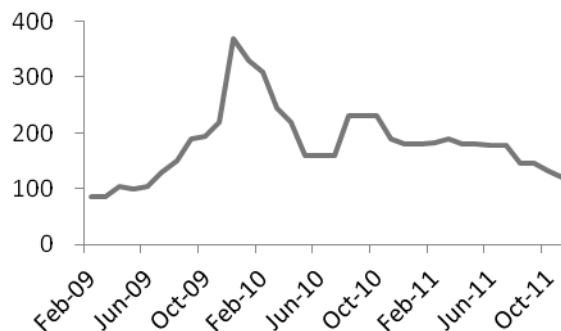
金银花依然有下降空间。金银花价格走势与成都中药材价格指数有差别，我们预测明年价格会创新低。2009 年受甲流影响，金银花收购价格一路上涨，并在 2009 年底迎来最高点。受价格驱动影响，金银花种植面积大幅度提升，根据金银花 2 年发育定型期来看，2012 年将是收获的年份。在供给可能有大幅度提升的情况下，金银花价格有进一步降低的可能。而公司以金银花为原材料的热毒宁占比越来越大的前提下，金银花降价给公司带来的业绩增厚作用也愈发明显。

图 16: 成都中药材价格指数



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

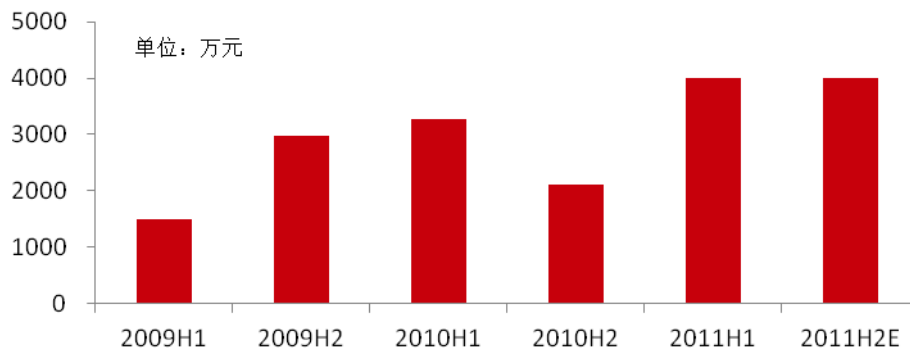
图 17: 金银花价格持续下降



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

公司小品种合计将会超预期。公司化药等小品种产品线丰富，小品种爆发将会成支撑公司业绩的关键因素。我们估算今年上半年小品种合计销售收入达到 4000 万左右，远远超过去年。我们预测下半年与上半年持平，全年可能会达到 8000 万元左右。

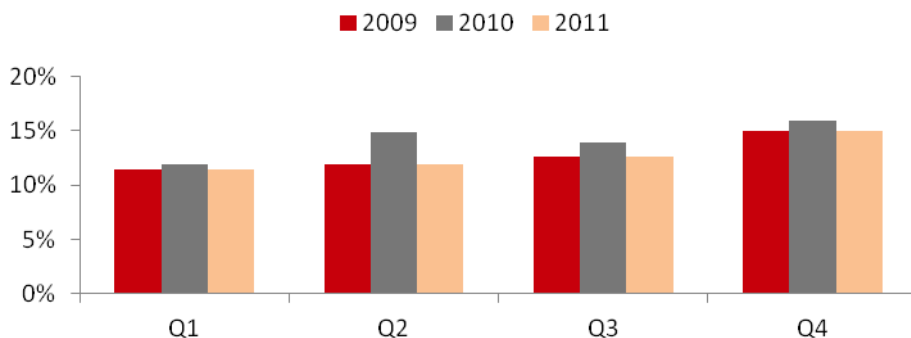
图 18: 小品种合计今年大幅超预期



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所估算

管理费用率较去年有望降低。由于 2010 年由于研发投入加大，公司最终管理费用提高远超公司营业收入，管理费用率高达到了 16%，拖累了公司的整体业绩。从 2011 年半年报看，公司研发投入增速远不如去年，同时前三季度公司管理费用率仅为 13%，与 2009 年接近，我们估测 2011 年管理费用率为 15% 左右。

图 19： 管理费用率有望与 2009 年持平



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所估算

股权激励

2011 年 5 月公司首次限制性股票授予计划完成，股价为 8.33 元/股。根据公司股权激励方案，本次股权激励对象包括 4 名高管以及 58 名核心技术人员（13 人放弃）。根据解锁条件，公司 2011-13 年营业收入分别需要达到 16 亿、20 亿、25 亿元，净利润为 2.4 亿、3 亿、3.7 亿元，同时授予对象需要达到公司业绩考核标准才能按相应比例解锁股份。

表格 7：股权激励内容

	内容
授予对象	高管 4 人，其他人员 58 人（已有 13 人放弃）
授予价格	8.33 元
解锁条件	11-13 年营业收入：16 亿元、20 亿元、24 亿元；净利润：2.4 亿元、3 亿元、3.7 亿元
解锁时间	11-13 年分别解锁 30%、30%、40%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

本次股权激励增强公司做业绩的动力。目前而言，新产品不会出现爆发式增长，营销体系改革依然在进之中，短期内公司业绩会有一定的压力。但随着营销改革完善，桂枝茯苓老品种放量，热毒宁持续高速增长以及心脑血管新品上市，在公司股权激励刺激之下，公司未来成长前景值得期待。

主要品种收入以及毛利率预测

我们不考虑股权激励，做保守估计。我们认为热毒宁增速将保持在 35%-40%之间；妇科以及骨科增速在营销改革的推动下销售增速将有所恢复，但考虑到今年营销改革依然在调整，明年销售收入变数较大，因此保守估计近略低为行业增速，预估增速为 15%。考虑到 2012 年银杏内酯上市，后年销售将会有显著贡献，我们预测 2012 年销售额大约在 500 万，2013 年销售额大约在 1500 万，因此我们估算的小品种合计增长属于偏保守的估算。

表格 8：各主要产品收入以及毛利预测（收入单位：万元）

		2009	2010	2011E	2012E	2013E
医药工业	收入	92,808	135,415	149,692	185,680	226,633
	毛利率	77%	77%	75%	76%	76%
热毒宁	收入	19,760	32,360	46,000	63,000	85,050
	毛利率	74%	69%	75%	76%	76%
妇科	收入	39,942	49,099	46,187	55,200	63,480
	毛利率	77%	80%	76%	76%	76%
骨科	收入	12,566	26,370	28,417	33,229	38,214
	毛利率	78%	80%	76%	76%	76%
其他	收入	16,077	22,198	21,088	24,251	27,889
	毛利率	78%	76%	75%	75%	76%
小品种合计	收入	4,463	5,388	8,000	10,000	12,000
	毛利率	76%	75%	74%	74%	74%
医药贸易	收入	4,045	7,609	9,000	12,000	14,000
	毛利率	13%	12%	12%	12%	12%
合计	收入	96,853	143,024	158,692	197,680	240,633
	毛利率	74%	73%	72%	72%	72%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

估值与投资评级

我们预测公司 11-13 年 EPS 分别为 0.51、0.65 和 0.81 元，当前股价 12.18 元对应估值为 23 倍、18 倍和 15 倍。可比公司对应平均估值为 26 倍、20 倍和 15 倍。我们认为公司估值被低估，给予“增持”评级。

表格 9：可比公司估值对比

公司	股价	EPS			PE		
		2011	2012	2013	2011	2012	2013
上海凯宝	18.40	0.69	0.97	1.27	27	19	14
振东制药	22.14	0.96	1.31	1.63	23	17	14
以岭药业	32.90	1.05	1.36	1.73	31	24	19
益佰制药	15.10	0.71	0.92	1.19	21	16	13
平均					26	19	15
康缘药业	11.76	0.51	0.65	0.81	23	18	15

资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

风险提示

营销调整未能达到预期效果；金银花价格未能如期下降。

盈利预测

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	1127	1596	1770	2182	营业收入	1358	1587	1977	2406
现金	152	154	187	371	营业成本	371	448	553	668
应收账款	458	782	779	830	营业税金及附加	20	24	30	36
其他应收款	48	58	72	88	营业费用	547	627	781	950
预付账款	130	167	202	245	管理费用	217	238	297	361
存货	81	94	121	144	财务费用	19	32	35	35
其他流动资产	259	341	409	504	资产减值损失	3	1	2	2
非流动资产	861	743	707	669	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	2	2	2	2
固定资产	584	593	574	541	营业利润	184	219	282	357
无形资产	94	99	108	115	营业外收入	22	21	21	21
其他非流动	182	51	26	13	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	1987	2339	2477	2852	利润总额	204	238	302	376
流动负债	682	814	676	720	所得税	20	23	30	37
短期借款	310	483	277	272	净利润	183	215	272	339
应付账款	132	146	186	222	少数股东损益	2	2	3	3
其他流动负	239	186	213	226	归属母公司净利润	181	213	269	335
非流动负债	62	91	134	170	EBITDA	239	298	367	443
长期借款	58	87	131	167	EPS (元)	0.43	0.51	0.65	0.81
其他非流动	4	4	4	4	主要财务比率				
负债合计	743	905	810	891	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	35	37	40	44	成长能力				
股本	416	416	416	416	营业收入	40.2%	16.8%	24.6%	21.7%
资本公积	238	238	238	238	营业利润	15.3%	19.2%	28.9%	26.3%
留存收益	556	744	974	1264	归属于母公司净利	12.8%	17.7%	26.4%	24.7%
归属母公司股东权	1209	1397	1627	1918	获利能力				
负债和股东权	1987	2339	2477	2852	毛利率(%)	72.7%	71.8%	72.0%	72.3%
现金流量表					净利率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	13.3%
单位:百万元					ROE(%)	14.9%	15.2%	16.5%	17.5%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	12.5%	12.2%	15.1%	17.4%
经营活动现金	166	-212	281	244	偿债能力				
净利润	183	215	272	339	资产负债率(%)	37.4%	38.7%	32.7%	31.2%
折旧摊销	36	47	50	51	净负债比率(%)	49.53%	62.97%	50.35%	49.26%
财务费用	19	32	35	35	流动比率	1.65	1.96	2.62	3.03
投资损失	-2	-2	-2	-2	速动比率	1.53	1.85	2.44	2.83
营运资金变动	-65	-509	-75	-181	营运能力				
其他经营现	-5	5	1	2	总资产周转率	0.79	0.73	0.82	0.90
投资活动现金	-356	71	-12	-11	应收账款周转率	4	3	2	3
资本支出	285	0	0	0	应付账款周转率	3.78	3.22	3.34	3.28
长期投资	0	0	0	0	每股指标(元)				
其他投资现	-72	71	-12	-11	每股收益(最新摊薄)	0.43	0.51	0.65	0.81
筹资活动现金	106	144	-235	-49	每股经营现金流(最新	0.40	-0.51	0.68	0.59
短期借款	147	173	-205	-5	每股净资产(最新摊	2.91	3.36	3.91	4.61
长期借款	58	29	44	36	估值比率				
普通股增加	96	0	0	0	P/E	27.05	22.98	18.18	14.58
资本公积增	-96	0	0	0	P/B	4.04	3.50	3.00	2.55
其他筹资现	-100	-58	-74	-80	EV/EBITDA	22	18	14	12
现金净增加额	-85	2	33	184					

数据来源: 华泰联合证券研究所

