

医药：康缘药业（600557）中报点评

2014年8月14日

热毒宁保持高增长

推荐

市场表现

截至 2014.8.13



⑤ 2014 年中报业绩，低于预期

2014 年上半年实现营业收入 12.35 亿元，同比增长 17.93%；归属上市公司净利润为 1.6 亿元，同比增长 19.45%；扣非后归属上市公司净利润为 1.58 亿元，同比增长 25.81%；每股收益 0.32 元，低于预期。

⑤ 热毒宁继续保持高增长

分产品线来看：注射剂主要为热毒宁，实现销售收入为 6.95 亿元，同比增长 46.89%；胶囊剂实现营业收入 2.92 亿元，同比下降 12.76%；口服液实现销售收入 3326 万元，同比增长 24.22%，但基数小，对业绩影响有限；片剂实现销售收入 2826 万元，同比略有下降，降幅为 3.39%。通过以上分析，我们推断上半年业绩主要来自热毒宁的高速增长。

⑤ 注射剂成本上升使得综合毛利率下降

上半年营业成本为 3.25 亿元，同比增长 20.29%，主要是由于占收入比重 56.28% 的注射剂成本大幅上涨 61.35% 所致；使得综合毛利率为 73.73%，同比下降 0.52 个百分点。

⑤ 单季度来看增速有所回落

单季度来看，第二季度营业收入为 6.45 亿元，同比增长 14.17%，低于第一季度的 22.32%；第二季度归属上市公司净利润为 8813 万元，同比增长 15.94%，低于一季度的 24.03%。我们认为重磅产品银杏二萜内酯尚处于营销推广初期，还未发力，其他品种除了相对成熟的热毒宁外营销推进缓慢，营销改革还未产生实质性业绩，我们期待能有转机。

⑤ 修改定增方案，彰显管理层信心

公司修改定增方案，发行价格由此前的 17.76 元/股提高到 24.11 元/股，同时将原有分级基金方案取消代之以同股同权；大股东康缘集团将增持 497.7242 万股，占康缘药业 0.9689% 的股份，另外一致行动人汇康资产管理计划（管理层持股基金）将持有 995.4330 万股，占康缘药业 1.9377% 的股份，本次定增前后实际控制人均为肖伟。本次方案修改彰显大股东和管理层信心，待定增完成后，业绩有望迎来快速发展期。

⑤ 盈利预测及投资建议

市场数据

2014-8-13

A 股收盘价 (元)	28.14
A 股一年内最高价 (元)	31.97
A 股一年内最低价 (元)	21.18
上证指数	2,222.88
市净率	7.2
总股本 (万股)	49,878
实际流通 A 股 (万股)	36,853
限售的流通 A 股 (万股)	13,025

分析师：张科然

执业编号：S1490513050001

电话：010-58565075

邮箱：zhangkeran@hrsec.com.cn

证券研究报告

我们预测 2014-2016 年公司营业收入分别为 26.76 亿元、32.12 亿元和 38.54 亿元, 归属上市公司净利润分别为 3.7 亿元、4.53 亿元和 5.36 亿元, 每股收益分别为 0.74 元、0.91 元和 1.07 元, 对应 PE 分别为 38 倍、31 倍和 26 倍。虽然目前股价对应市盈率较高, 但考虑到本次大幅调高定增价格, 且大股东和管理层同时参与认购, 鉴于此我们继续给予公司“推荐”评级。

⑤ 风险提示

定增慢于预期, 中药材价格大幅波动, 中成药降价, 医药安全事件, 营销改革低于预期等。

财务数据与估值

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入 (百万元)	1,903.4	2,230.3	2,676.4	3,211.6	3,854.0
同比增长 (+/-%)	23.8%	17.2%	20.0%	20.0%	20.0%
归属净利润 (百万元)	239.7	297.0	370.0	452.9	535.6
同比增长 (+/-%)	26.7%	25.2%	24.5%	22.4%	18.3%
每股收益 (元)	0.48	0.60	0.74	0.91	1.07
PE	58.56	47.25	37.94	30.99	26.20
PB	7.26	6.22	6.39	5.41	4.58

附表：

资产负债表

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1,832.8	1,747.7	2,127.6	2,807.5	3,233.4
现金	344.2	291.7	401.5	481.7	578.1
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	531.0	403.1	481.7	738.2	837.8
应收款项	761.9	827.6	1,025.1	1,267.0	1,492.3
其他应收款	65.6	73.2	37.2	44.4	53.5
存货	90.4	117.2	128.5	143.1	179.6
其他	39.7	34.8	53.5	133.1	92.1
非流动资产	1,292.0	1,684.5	2,228.6	2,720.7	3,200.2
长期股权投资	4.0	4.0	127.2	250.4	373.7
固定资产	729.1	1,101.5	1,251.5	1,539.4	1,748.3
无形资产	127.8	181.8	209.3	242.3	269.8
其他	431.2	397.2	640.6	688.6	808.5
资产总计	3,124.9	3,432.2	4,356.2	5,528.2	6,433.6
流动负债	1,271.0	1,309.9	1,920.2	2,683.3	3,103.4
短期负债	630.4	655.0	1,215.5	1,823.0	2,098.7
应付账款	133.2	156.3	133.8	154.2	185.0
预收账款	28.9	74.8	63.0	73.2	91.6
其他	478.6	423.8	507.9	633.0	728.1
长期负债	203.2	187.8	180.2	185.6	191.3
长期借款	195.0	167.0	167.0	167.0	167.0
其他	8.2	20.8	13.2	18.6	24.3
负债合计	1,474.2	1,497.6	2,100.4	2,868.8	3,294.7
股本	415.6	415.6	498.8	498.8	498.8
资本公积金	268.2	268.2	268.2	268.2	268.2
留存收益	928.1	1,196.0	1,429.5	1,827.6	2,300.7
少数股东权益	39.5	55.6	60.1	65.6	72.1
母公司所有者权益	1,611.2	1,879.0	2,195.6	2,593.8	3,066.9
负债及权益合计	3,124.9	3,432.2	4,356.2	5,528.2	6,433.6

利润表

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,903.4	2,230.3	2,676.4	3,211.6	3,854.0
营业成本	472.1	565.0	669.1	770.8	925.0
营业税金及附加	31.8	35.2	42.8	51.4	61.7

营业费用	802.7	941.4	1,124.1	1,348.9	1,618.7
管理费用	295.4	324.3	401.5	481.7	578.1
财务费用	55.8	56.1	45.0	64.2	80.4
资产减值损失	2.7	2.3	0.8	6.2	5.3
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.0	0.7	0.9	0.6	0.6
营业利润	242.9	306.8	394.0	489.1	585.4
营业外收入	33.2	42.7	32.2	34.9	35.8
营业外支出	1.6	2.9	1.7	1.7	2.0
利润总额	274.5	346.6	424.5	522.2	619.2
所得税	34.4	45.9	50.0	63.9	77.1
净利润	240.1	300.7	374.5	458.4	542.1
少数股东权益	0.5	3.7	4.5	5.5	6.5
归属母公司所有者净利润	239.7	297.0	370.0	452.9	535.6
EPS (元)	0.48	0.60	0.74	0.91	1.07

现金流量表

单位：百万元

经营活动现金流	209.4	385.9	326.4	234.4	618.0
净利润	240.1	300.7	374.5	458.4	542.1
折旧摊销	47.6	63.5	129.5	158.1	182.8
财务费用	41.3	33.7	45.0	64.2	80.4
投资收益	0.6	0.2	-0.8	-0.5	-0.1
营运资金变动	-151.6	-8.0	-221.1	-450.3	-190.5
其他	31.4	-4.2	-0.6	4.6	3.3
投资活动现金流	-224.1	-309.8	-671.3	-648.0	-660.2
资本支出	-128.1	-324.2	-519.7	-496.1	-507.9
其他投资	-96.0	14.4	-151.6	-151.9	-152.3
筹资活动现金流	192.8	13.6	454.7	493.9	138.5
借款变动	210.9	-3.4	560.5	607.5	275.8
普通股增加	-7.6	0.0	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	-31.8	-0.1	0.0	0.0	0.0
股利分配	-24.9	-29.1	-53.4	-54.7	-62.6
其他	46.3	46.1	-52.4	-58.8	-74.7

主要财务比率

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
同比增长率					

营业收入	23.8%	17.2%	20.0%	20.0%	20.0%
营业利润	32.7%	26.3%	28.4%	24.1%	19.7%
净利润	26.7%	25.2%	24.5%	22.4%	18.3%
盈利能力					
毛利率	75.2%	74.7%	75.0%	76.0%	76.0%
净利率	12.6%	13.5%	14.0%	14.3%	14.1%
ROE	14.9%	15.8%	16.9%	17.5%	17.5%
ROIC	12.9%	14.4%	12.7%	12.4%	12.8%
偿债能力					
资产负债率	47.2%	43.6%	48.2%	51.9%	51.2%
流动比率	1.44	1.33	1.11	1.05	1.04
速动比率	1.37	1.24	1.04	0.99	0.98
营运能力					
资产周转率	0.61	0.65	0.61	0.58	0.60
存货周转率	5.22	4.82	5.21	5.39	5.15
应收账款周转率	1.47	1.81	1.78	1.60	1.65
每股资料(元)					
每股收益	0.48	0.60	0.74	0.91	1.07
每股经营现金	0.51	0.93	0.65	0.47	1.24
每股净资产	3.88	4.52	4.40	5.20	6.15
每股股利	0.05	0.06	0.11	0.10	0.11
估值比率					
PE	58.56	47.25	37.94	30.99	26.20
PB	7.26	6.22	6.39	5.41	4.58

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推 荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖 出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

免责声明

张科然，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街8号A座5层（100033）

传真：010-58568159

网址：www.hrsec.com.cn