



下半年保持当前增速有难度

——2010 年半年报点评

事件：

2010年7月24日，公司发布半年报：2010年上半年实现主营收入6.25亿元，同比增长43.52%，实现归属于母公司净利润9136万元，同比增长30.08%，实现每股收益0.29元。

同时公司公布了2010年半年度资本公积金转增股本预案：拟以每10股转增3股。

分析与点评：

1、 2010 年第二季度公司主营收入创单季度历史新高

2010 年半年报显示：公司主营业务收入为 6.25 亿元、同比增长 43.52%；实现归属于母公司净利润 9136 万元，同比增长 30.08%，其中第二季度公司主营业务收入为 3.53 亿，净利润为 5045 万元，公司主营业务收入单季度首次突破三亿，创近三年的历史新高。

我们认为公司主营业务收入创历史新高主要有以下两个原因：

- (1) 公司营销细化“一品一策”营销策略效果良好，主导品种桂枝茯苓胶囊、热毒宁注射液、天舒胶囊、腰痹通胶囊的销售收入增长情况良好。
- (2) 公司加大拓展分销业态，加强第三终端的开发力度，适当放宽经销商回款周期。

图表 1： 公司近三年单季营业收入和环比增长率情况

医药生物

评级： 推荐（首次）

目标价： ¥22.00

当前价格： ¥18.93

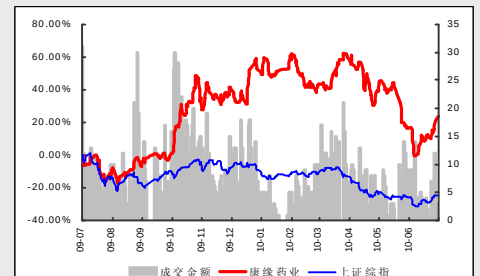
基础数据

总股本/流通 A 股（亿股）	3.20/2.36
总市值（亿元）	60.6
流通市值（亿元）	44.7
每股净资产（元）	3.50
净资产收益率（%）	8.16

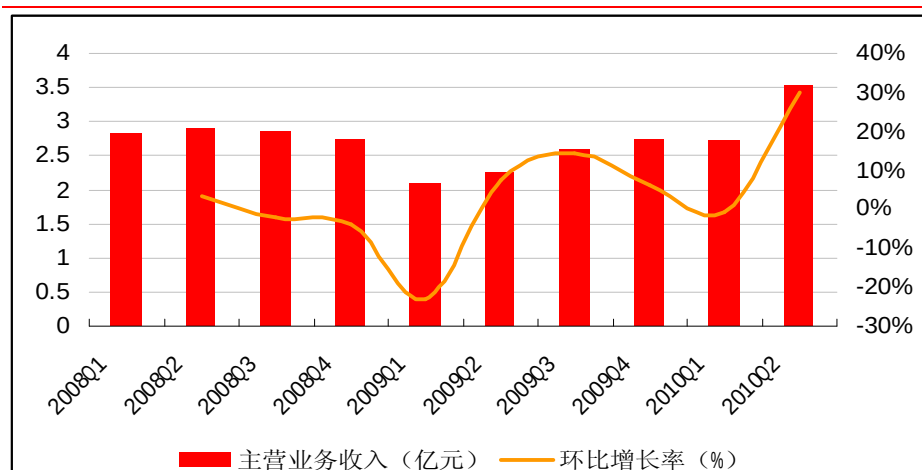
交易数据

52 周内股价区间（元）	12.66~ 26.30
静态市盈率（倍）	37.86
动态市盈率（倍）	29.85
市净率（倍）	5.41

52 周内股价走势



田 垒、张 欣 S0820208030013
电话 021-32229888*3507
邮箱 tianlei@ajzq.com



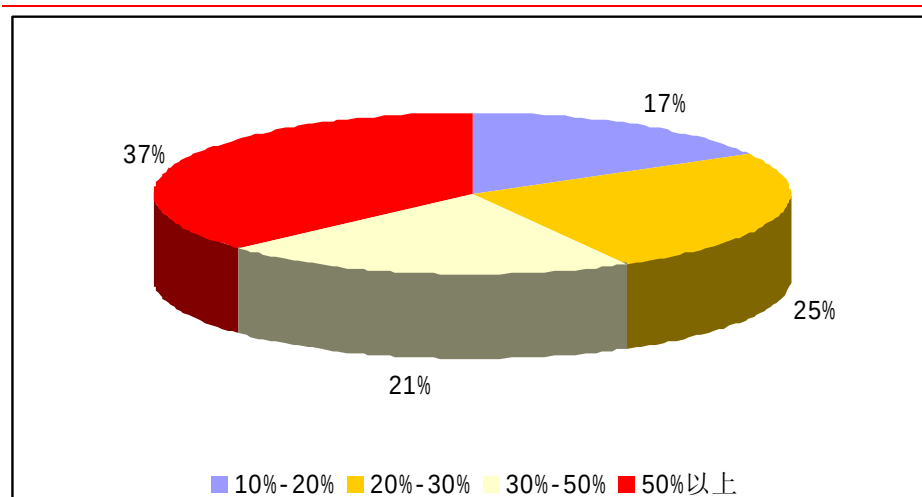
数据来源：公司公告、爱建证券

2、 公司下半年保持当前增速有难度

公司上半年取得了主营业务收入同比增长43.52%，归属母公司净利润同比增长30.08%的高速增长，但我们认为公司下半年保持当前增速有难度，主要有以下四个原因：

- (1) 去年同期基数较低：公司去年营业收入逐季增加，且净利润在去年第三季度达到5446万元，创下了近三年单季新高。这使得公司下半年增速再创新高，有了基数上的难度。
- (2) 公司下半年将承受原材料涨价的压力：公司主营中成药，中药材作为中成药的原料，今年上半年在恶劣天气和游资的共同作用下出现了大范围的普涨，由于公司大部分中药材原料有半年左右的存货，故在今年上半年消耗完价格较低的存货后，下半年将开始全面承受原材料的此轮涨价。

图表 2： 2010 年 1—5 月中药材上涨幅度分布情况



数据来源：SFDA、爱建证券

- (3) 下半年甲流疫情受益情况有限：去年下半年甲流在我国大范围爆发，以热毒宁注射液为代表的中药防治甲流的药品大卖，而今年甲流再次爆发的可能性不大，这块收入将大幅减少。
- (4) 下半年政策面偏利空：由于近期不断曝光的天价药事件，引发国家对医药行业部分不合理的暴利现象再出重拳。在高层，控制药价的方案正在制定；在终端，打击商业贿赂行动正在展开。这些政策对公司下半年的营销都构成不利。

3、对公司未来最大的期待仍然是重磅新药的推出

公司作为国内中药现代化的领军企业之一，强大的研发实力为我们一直所重点关注，在发明专利方面：公司上半年获得中国发明专利2件，国外发明专利2件，香港专利3件，在新药研发上市方面：公司获得赖诺普利片生产批件；获得热毒宁注射液增加流感（高热）适应症、厄贝沙坦氢氯噻嗪片、吗替麦考酚酯胶囊临床批件。总体看，公司上半年研发和新品上市方面表现一般，无论是新获得的生产批文还是临床批件，都是标准的仿制品。未来新药的主要看点还是在：银杏内酯注射液、惊天宁注射液、藤黄酸冻干粉针剂等的上市进展情况。

4、盈利预测和投资建议

我们预计公司2010年、2011年和2012年每股收益分别为0.63元、0.81元和1.09元，动态市盈率分别为29.85倍、23.51倍和17.40倍。我们认为公司作为中药现代化的领军企业，合理估值应该为10年35倍PE，对应股价22元左右，目前股价距离目标价位有15%左右的上升空间，给予“推荐”评级。

表1：盈利预测简表

	2009A	2010A	2011A	2012A
营业收入（百万元）	968.53	1207.61	1538.23	1897.03
增长率（%）	-14.48%	24.69%	27.42%	23.34%
净利润（百万元）	160.40	204.25	259.25	350.40
增长率（%）	12.91%	27.5%	26.96%	35.14%

毛利率(%)	74.78%	70.68%	70.67%	71.01%
每股收益(元)	0.50	0.63	0.81	1.09
市盈率	37.78	29.85	23.51	17.40

(数据来源: 爱建证券)

附表: 公司单季度财务报表

康缘药业	2007 0630	2007 0930	2007 1231	2008 0331	2008 0630	2008 0930	2008 1231	2009 0331	2009 0630	2009 0930	2009 1231	2010 0331	2010 0630
营业总收入 (亿元)	2.26	2.55	2.97	2.82	2.91	2.85	2.74	2.09	2.26	2.58	2.75	2.72	3.53
同比增长率(%)	3.78	24.91	38.70	27.73	29.07	11.58	-7.72	-25.73	-22.36	-9.17	0.10	30.12	55.93
环比增长率(%)	2.39	12.92	16.57	-5.23	3.46	-2.38	-3.59	-23.72	8.15	14.20	6.25	-0.85	29.60
营业总成本 (亿元)	2.03	2.11	2.77	2.45	2.50	2.33	2.57	1.73	1.89	2.00	2.50	2.25	3.05
同比增长率(%)	1.15	17.13	40.48	25.05	23.34	10.62	-7.40	-29.50	-24.69	-14.36	-2.52	30.27	61.79
环比增长率(%)	3.52	3.94	31.47	-11.59	2.10	-6.78	10.06	-32.70	9.06	6.01	25.27	-10.06	35.45
销售费用(亿元)	0.61	0.67	1.05	0.99	0.87	0.85	1.12	0.94	0.99	0.97	1.12	1.22	1.28
同比增长率(%)	-9.85	5.71	16.12	45.82	43.09	26.05	6.81	-4.16	14.12	14.69	-0.22	28.70	29.21
环比增长率(%)	-10.10	10.86	55.64	-6.00	-11.78	-2.35	31.89	-15.65	5.04	-1.86	14.75	8.80	5.47
管理费用(亿元)	0.31	0.24	0.41	0.22	0.35	0.23	0.59	0.24	0.28	0.36	0.57	0.33	0.60
同比增长率(%)	3.32	-0.52	56.03	3.28	11.19	-3.26	44.37	9.32	-20.36	54.56	-3.35	35.68	116.23
环比增长率(%)	48.17	-23.66	70.53	-46.45	59.52	-33.59	154.49	-59.45	16.21	28.89	59.14	-43.08	85.20
财务费用(亿元)	0.06	0.05	0.07	0.05	0.07	0.03	0.03	0.01	0.01	0.02	0.03	0.03	0.04
同比增长率(%)	29.90	12.72	55.39	24.88	25.12	-43.94	-49.61	-77.75	-81.14	-38.04	-6.57	141.60	198.56
环比增长率(%)	47.86	-8.71	35.06	-31.49	48.15	-59.10	21.41	-69.75	25.60	34.35	83.06	-21.79	55.20
营业利润(亿元)	0.24	0.44	0.20	0.37	0.42	0.51	0.20	0.37	0.38	0.59	0.25	0.47	0.49
同比增长率(%)	39.69	86.33	18.25	47.42	77.45	15.83	0.12	-0.14	-8.05	14.42	25.90	29.28	27.16
环比增长率(%)	-5.10	88.25	-54.61	81.80	14.23	22.88	-60.77	81.34	5.18	52.90	-56.83	86.21	3.46
利润总额(亿元)	0.27	0.45	0.23	0.38	0.34	0.55	0.29	0.37	0.46	0.59	0.35	0.48	0.57
同比增长率(%)	51.88	89.61	26.24	49.21	28.51	22.66	27.41	-3.53	34.00	7.74	22.23	30.83	25.74
环比增长率(%)	3.51	69.40	-49.47	68.39	-10.84	61.69	-47.51	27.49	23.84	30.00	-40.45	36.47	19.02
所得税(亿元)	0.08	0.15	-0.08	0.10	0.08	0.14	-0.17	0.06	0.07	0.09	-0.04	0.07	0.07
同比增长率(%)	53.41	154.00	-4,872.28	31.55	-6.02	-7.84	-117.90	-42.13	-14.71	-33.98	76.29	31.61	3.70
环比增长率(%)	15.89	74.81	-154.5	218.98	-17.21	71.43	-229.0	131.60	22.01	32.70	-146.3	275.44	-3.87
净利润(亿元)	0.18	0.30	0.31	0.29	0.26	0.42	0.46	0.31	0.39	0.50	0.40	0.41	0.51
同比增长率(%)	51.18	68.86	69.24	56.16	44.49	37.45	51.00	9.28	48.67	21.30	-14.83	30.70	29.54
环比增长率(%)	-1.36	66.90	1.48	-6.53	-8.73	58.76	11.49	-32.36	24.17	29.53	-21.72	3.81	23.07

(数据来源: WIND、爱建证券)

报表预测					
利润表	(单位: 百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入		968.53	1207.61	1538.23	1897.03
减: 营业成本		244.28	350.11	451.06	556.46
营业税金及附加		14.24	18.11	23.38	29.40
营业费用		402.81	450.00	560.00	650.00
管理费用		144.98	181.14	235.35	294.04
财务费用		7.33	1.00	3.20	7.00
资产减值损失		-1.81	3.00	3.00	3.00
加: 投资收益		2.65	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益		0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益		0.00	1.50	2.00	2.50
营业利润		159.36	205.75	264.24	359.62
加: 其他非经营损益		18.08	18.08	18.08	18.08
利润总额		177.44	223.83	282.33	377.71
减: 所得税		17.04	19.58	23.08	27.31
净利润		160.40	204.25	259.25	350.40
减: 少数股东损益		0.13	1.40	1.78	2.41
归属母公司股东净利润		160.27	202.85	257.47	347.99
EPS		0.501	0.634	0.805	1.088
资产负债表		2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金		212.85	380.00	400.00	450.00
应收和预付款项		624.30	725.00	805.00	777.54
存货		61.37	100.00	150.00	220.00
其他流动资产		0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资		27.87	27.87	27.87	27.87
投资性房地产		0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程		420.86	361.22	301.59	333.02
无形资产和开发支出		73.88	61.10	48.33	35.55
其他非流动资产		0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计		1421.14	1655.20	1732.79	2078.90
短期借款		163.00	224.03	107.00	107.00
应付和预收款项		159.20	161.10	138.51	191.04
长期借款		0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债		20.76	20.76	20.76	20.76
负债合计		342.96	450.89	267.22	318.80
股本		319.73	319.73	319.73	319.73
资本公积		334.24	334.24	334.24	334.24
留存收益		417.81	587.53	802.96	1094.14
归属母公司股东权益		1071.77	1241.50	1456.93	1748.10
少数股东权益		6.41	7.81	9.59	12.00
股东权益合计		1078.18	1249.31	1466.52	1760.10
负债和股东权益合计		1421.14	1655.20	1732.79	2078.90



现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	-19.48	118.74	197.62	260.61
投资性现金净流量	-31.93	-16.50	-16.61	-16.78
筹资性现金净流量	-50.91	-196.35	-42.37	-158.04
现金流量净额	-102.20	-94.5	138.64	85.79

数据来源：爱建证券

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我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。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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我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服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。