

公司研究

公司点评

首次评级：短期_推荐，长期_A

桂枝茯苓借分销发力、热毒宁持续高增长

——康缘药业(600557)公司点评

核心观点

1. 二季度业绩持续增长。2010年上半年公司实现收入6.25亿元，同比增长43.53%，实现营业利润9626万元，同比增长28.19%，实现净利润9153万元，同比增长28.19%。其中二季度实现收入3.52亿元，同比增长55.93%，实现营业利润4898万元，同比增长27.16%，实现净利润5050万元，同比增长29.54%。明显二季度的收入增速较一季度显著提高，但因为总成本上升，二季度和一季度业绩增速持平。

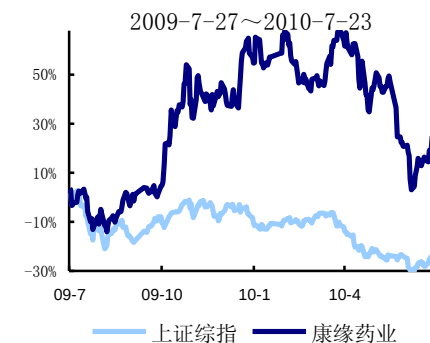
2. 桂枝茯苓借分销发力、热毒宁持续高增长。经过2009年销售调整，上半年主要产品基本都恢复了增长。桂枝茯苓胶囊借助分销方式实现二次增长。针对第三终端的“铸铅行动”深入开展，进一步拓宽桂枝茯苓胶囊的市场覆盖面。在缺少甲流疫情刺激的情况下，上半年热毒宁注射液增速仍达到110%。这说明经过甲流一役之后，患者和医生对产品的认同程度有所提高。另一方面，进入09版的医保目录也是持续高增长的重要原因。同时热毒宁注射液对流感（高热）适应症的也获得了批准，我们预计下半年热毒宁注射液仍会有不错的增长。其他产品如天舒胶囊和腰痹通胶囊也有一定增长，我们推断主要是渠道调整后恢复增长所致。

3. 下半年成本压力可能缓解。上半年，成本的上升仍是制约业绩增速的重要因素。因生产成本上升了59.68%，毛利率较同期下降了2.74个百分点。但随着金银花和三七的价格回落，下半年生产成本压力将有所减轻。公司自建的金银花药材基地投产后，生产成本上升问题将得到解决。期间费用方面，上半年管理费用和财务费用分别同比增加78.97%和173.31%。因为研发投入持续加大，管理费用率将持续上升。可喜的是因为分销收入占比提高，销售费用率有下降的趋势。上半年销售费用率同比下降4.51个百分点，而二季度销售费用率下降了8.31个百分点。

4. 盈利预测与估值。我们预计2010-2012年的EPS分别为0.67元、0.88元和1.09元。按照7月23日收盘价计算，对应的市盈率为28倍、21倍和17倍。公司目前估值优势明显，09年的业绩增速下降只是销售调整所致，良好的产品梯度和优秀的管理能力仍将保证公司的持续增，因此我们给予公司“短期-推荐，长期-A”的投资评级。

5. 风险提示。1) 产品降价风险；2) 行业反商业贿赂风险；

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	31972.82
流通A股(万股)	23623.62
52周内股价区间(元)	12.8-26.44
总市值(亿元)	60.52
总资产(亿元)	14.45
每股净资产(元)	3.36
目标价	6个月 12个月

相关报告

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	969	1214	1490	1810
同比增速(%)	-14.44	25.33	22.72	21.53
净利润(百万)	30	71	104	140
同比增速(%)	12.17	34.38	31.05	23.39
EPS(元)	0.50	0.67	0.88	1.09
P/E	38	28	21	17

研究员: 潘蕾

电话: 010-84183157

Email: panlei@guodu.com

执业证书编号:

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E	单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	922	973	1146	1388	营业收入	969	1214	1490	1810
现金	236	499	494	713	营业成本	244	303	355	420
应收账款	228	230	321	325	营业税金及附加	14	17	21	25
其它应收款	40	53	61	78	营业费用	403	510	626	760
预付账款	102	84	145	134	管理费用	145	163	191	232
存货	61	70	87	99	财务费用	7	8	9	11
其他	254	35	38	39	资产减值损失	-2	0	0	0
非流动资产	524	496	587	597	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	28	4	4	4	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	337	332	374	375	营业利润	159	213	289	362
无形资产	74	81	89	97	营业外收入	21	29	28	29
其他	84	78	120	121	营业外支出	3	4	4	5
资产总计	1445	1469	1734	1985	利润总额	177	238	312	386
流动负债	363	225	357	289	所得税	17	23	30	37
短期借款	163	147	156	159	净利润	160	216	282	349
应付账款	64	70	87	99	少数股东损益	0	0	0	0
其他	136	8	114	31	归属母公司净利润	160	215	282	348
非流动负债	4	3	3	2	EBITDA	226	279	359	439
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.50	0.67	0.88	1.09
其他	4	3	3	2	主要财务比率				
负债合计	367	228	360	291		2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	6	3	3	4	成长能力				
股本	320	161	161	161	营业收入	20.7%	25.3%	49.2%	59.9%
资本公积金	334	227	227	227	营业利润	6.1%	33.6%	35.5%	25.4%
留存收益	418	526	667	841	归属母公司净利润	12.9%	34.4%	31.0%	23.4%
归属母公司股东权益	1072	1238	1371	1690	获利能力				
负债和股东权益	1445	1469	1734	1985	毛利率	74.8%	75.1%	76.2%	76.8%
现金流量表					净利率	16.6%	17.8%	19.0%	19.3%
单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	14.9%	17.4%	20.6%	20.6%
经营活动现金流	58	293	278	362	ROIC	13.5%	16.1%	19.0%	19.3%
净利润	160	216	282	349	偿债能力				
折旧摊销	41	32	38	43	资产负债率	25.4%	15.5%	20.8%	14.7%
财务费用	7	8	9	11	净负债比率	-6.8%	-28.4%	-24.6%	-32.7%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	2.54	4.32	3.21	4.80
营运资金变动	-131	32	-56	-45	速动比率	2.09	3.64	2.56	4.00
其它	-17	5	5	5	营运能力				
投资活动现金流	-92	-89	-89	-89	总资产周转率	0.70	0.83	0.93	0.97
资本支出	87	90	90	90	应收帐款周转率	4.63	5.30	5.40	5.60
长期投资	36	0	0	0	应付帐款周转率	12.51	13.00	13.00	13.00
其他	31	1	1	1	每股指标(元)				
筹资活动现金流	244	-26	-25	-25	每股收益	0.50	0.67	0.88	1.09
短期借款	-7	-26	-25	-25	每股经营现金	(0.07)	0.22	0.27	0.33
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	3.37	3.88	4.30	5.30
普通股增加	53	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-53	0	0	0	P/E	37.76	28.09	21.44	17.37
其他	251	-23	-23	-23	P/B	5.61	4.88	4.41	3.57
现金净增加额	210	178	164	248	EV/EBITDA	26.81	21.70	16.84	13.77

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	徐才华	机械、汽车及零部件	xucaihua@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com
王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com	刘芬	机械	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姚小军	基金研究	yaoxiaojun@guodu.com
陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com	苏昌景	债券研究、基金研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、利率产品	wuhao@guodu.com	赵荣杰	股指期货	zhaorongjie@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			