

中药
署名人: 余方升
S0960511090002
021-52286447
yufangsheng@cjis.cn

康恩贝

600572

推荐

下半年主营利润有望加快增长

康恩贝上半年实现扣除非经常性损益后归属于母公司净利润约 1.17 亿, 同比增长 24.31%。

投资要点:

- **中期主营利润实现稳快增长。**公司 1-6 月实现营收 12.23 亿, 同比增长 18.06%。实现归属于母公司净利润约 1.28 亿, 同比减少约 29.18%, 对应 EPS0.18 元, 扣除非经常性损益后净利润同比增长 24.31%, 增长的主要来源是植物药和中药等主营业务实现较快增长所致;
- **2 季度业绩增速明显加快。**2 季度单季 EPS 约 0.12 元, 同比增长 25%, 环比大幅增加 75.47%, 主要原因是销售费用率和所得税率较 1 季度明显下降;
- **继续聚焦营销, 主导产品大多销售状况良好。**公司的主营以中药与植物药、化学药两大业务为主, 保健品和化学原料药等为辅:
 - ◆ 中药植物药方面, 上半年销售收入达到 6.60 亿, 同比增长 38.79%。公司通过加大基层终端开发推广, 调整产品结构和营销模式, 天保宁、牛黄上清胶囊等收入增长超过 90%, 肠炎宁系列保持快速增长, 经过营销调整后, 预计下半年前列康系列将恢复增长;
 - ◆ 化学药前 6 月销售收入约 3.95 亿, 同比增长 39.87%, 毛利率稍减。其中阿乐欣收入增长在 90%以上, 金奥康系列继续快速增长。二线产品如坦索罗辛等收入也有明显增加, 将成为新的增长亮点;
 - ◆ 传统保健品和化学原料药出现一定幅度萎缩, 预计下半年将企稳。
- **加强布局生物药领域。**公司拟出资 0.18 亿增资四川辉阳, 占 18.13%股份, 约 0.046 亿美元增资远东实验室取得 18.13%股权。四川辉阳主要在研产品为乙肝抗病毒治疗的重组高效复合干扰素, 目前已经进入 3 期临床阶段, 预计 2013 年完成临床试验。我们认为, 该项投资有利于公司以较低成本进入生物医药产业领域, 对未来发展有着积极的战略意义, 符合公司逐步从品牌经营驱动向创新发展驱动的转型战略;
- **维持推荐评级。**暂不考虑资产注入等外延式并购及增发稀释因素, 我们上调公司 12-14 年的 EPS 分别至 0.40、0.54 和 0.72 元(原为 0.36、0.45 和 0.54 元), 扣除非经常性损益后同比分别增长 40%、36%和 33%, 维持推荐的投资评级, 6-12 月目标价 14 元, 建议继续适量配置。

风险提示: 药品降价影响; 基药销售进展受国家政策执行力度影响。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2123	2592	3190	3801
收入同比(%)	12%	22%	23%	19%
归属母公司净利润	280	279	379	505
净利润同比(%)	44%	-1%	36%	33%
毛利率(%)	65.8%	70.0%	71.4%	71.6%
ROE(%)	19.7%	17.5%	20.3%	22.4%
每股收益(元)	0.40	0.40	0.54	0.72
P/E	26.16	26.30	19.34	14.52
P/B	5.16	4.60	3.93	3.26
EV/EBITDA	17	18	13	10

资料来源: 中投证券研究总部

6-12 个月目标价: 14.00 元

当前股价: 10.42 元

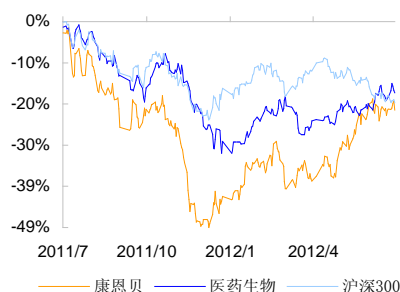
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2128.77
总股本(百万)	703
流通股本(百万)	596
流通市值(亿)	62
EPS	0.40
每股净资产(元)	2.02
资产负债率	45.54%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
康恩贝	2.86	23.79	39.40
医药生物	1.57	9.14	19.84
沪深 300 指数	-4.44	-10.61	-6.25



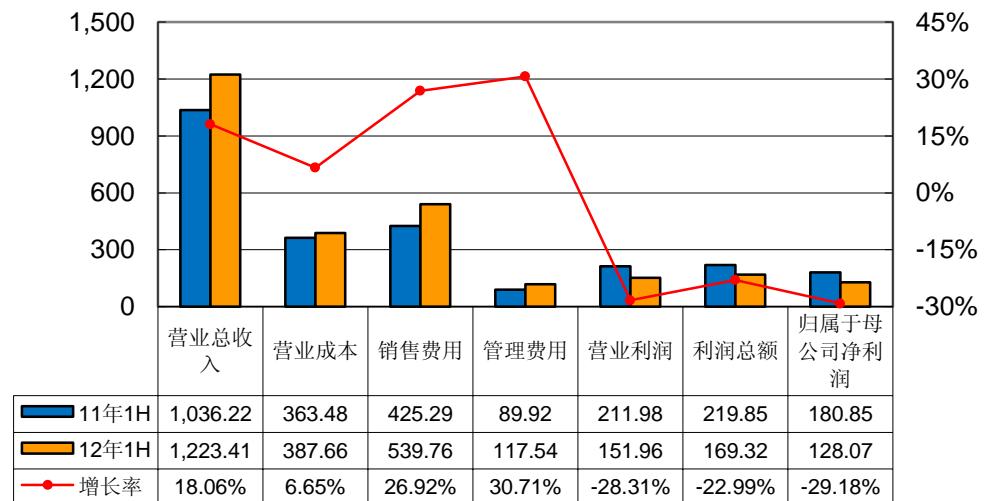
相关报告

- 康恩贝 - 加强现有资源整合, 积极推动产业并购 2012-05-10
- 康恩贝 - 聚焦营销, 做大品牌 2011-04-10
- 康恩贝 - 公布“十二五”规划, 未来整体业务将实现加速发展 2010-12-16

一、主要财务数据的解读

公司 1-6 月实现营收 12.23 亿，同比增长 18.06%。实现归属于母公司净利润约 1.28 亿，同比减少约 29.18%，对应 EPS0.18 元，扣除非经常性损益后净利润同比增长 24.31%。

图 1: 康恩贝 12 年上半年主要盈利性指标变化情况 (单位: 百万)



数据来源: 公司 2012 年中报 中投证券研究总部

表 1: 康恩贝 2011-2012 年季度盈利性数据 (单位: 百万)

财务指标	11 年 1Q	11 年 2Q	11 年 3Q	11 年 4Q	12 年 1Q	12 年 2Q	2Q 环比
营业收入	537.59	498.63	517.98	568.61	610.49	612.92	0.40%
营业成本	210.16	153.33	177.57	183.95	195.80	191.86	-2.01%
营业费用	214.87	210.42	210.83	259.90	286.52	253.24	-11.61%
管理费用	46.13	43.79	55.26	61.54	54.49	63.05	15.69%
财务费用	2.96	4.19	8.51	5.42	9.62	6.45	-33.02%
营业利润	127.68	84.30	62.00	60.32	58.12	93.84	61.47%
利润总额	132.43	87.42	66.69	62.85	66.34	102.97	55.22%
所得税	12.02	14.31	10.68	5.95	13.81	12.52	-9.29%
归属于母公司净利润	115.57	65.27	50.31	49.07	46.49	81.58	75.47%
EPS	0.16	0.09	0.07	0.07	0.07	0.12	75.47%
毛利率	60.91%	69.25%	65.72%	67.65%	67.93%	68.70%	0.77%
营业费用率	39.97%	42.20%	40.70%	45.71%	46.93%	41.32%	-5.61%
管理费用率	8.58%	8.78%	10.67%	10.82%	8.93%	10.29%	1.36%
实际所得税率	9.08%	16.37%	16.01%	9.46%	20.81%	12.16%	-8.65%

资料来源: 康恩贝 2011 年和 2012 年财务报表 中投证券研究总部

从分项指标来看:

销售费用率同比增加较多, 主要是 12 年上半年公司加大了市场投入所致;

管理费用率有所增加,主要是公司增加研发投入以及员工工资上涨等因素影响;财务费用有较多增加,主要原因是期间计提支付公司债券利息;

投资收益大幅减少 83.67%,主要是去年上半年参股佐力药业上市后投资比例从 26%下降至 19.5%,视同处置确认投资收益 0.68 亿造成的;

经营活动现金流净额较去年同比增长 30.83%,主要是销售收入增长、贷款回笼增加所致;

从季度数据来看,12 年 2 季度单季实现 EPS 约 0.12 元,同比增长 24.99%,环比大幅增加 75.47%。营业费用率波动较大,产品毛利率、管理费用率相对稳定。

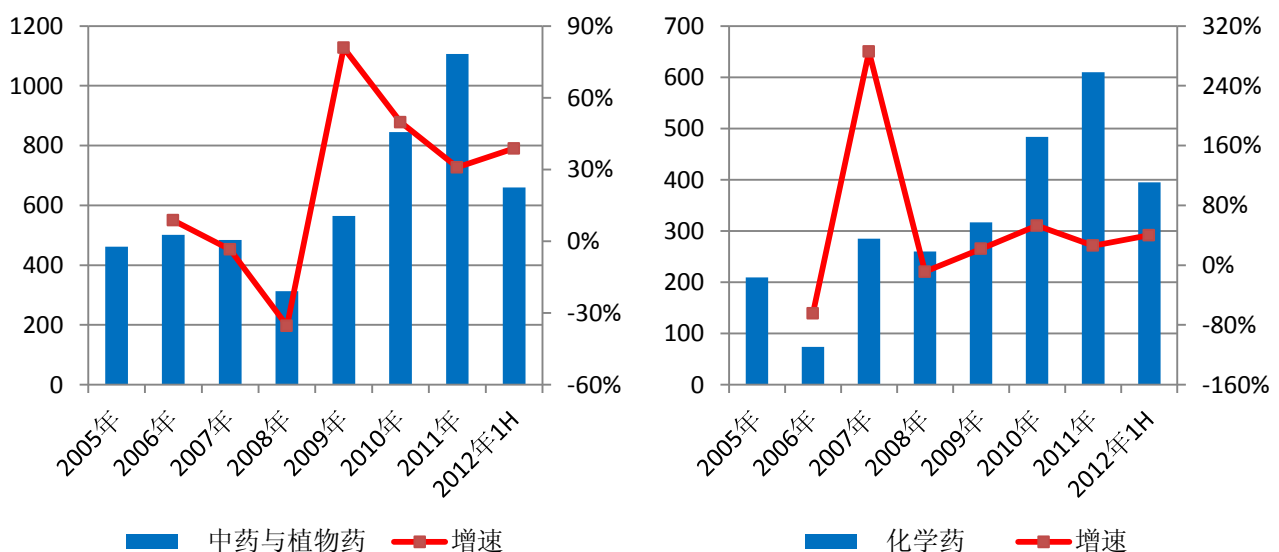
二、主营业务情况

公司 2004 年上市以后到 2008 年期间,经营情况有所波折。自 2009 年以来,经过大幅度销售改革,取得了较好成效。

目前,公司主营业务形成了以中药与植物药、化学药两大业务为主,保健品和化学原料药等为辅的格局。

中药植物药方面,2012 年上半年销售收入达到 6.60 亿,同比增长 38.79%,毛利率下降 3.15 个百分点至 70.68%。公司通过加大基层终端开发推广,调整产品结构和营销模式,天保宁、牛黄上清胶囊等收入增长超过 90%,肠炎宁系列保持快速增长。同时引进销售高管,进行组织架构和策略调整,预计下半年前列康系列产品将开始恢复增长;

图 2: 康恩贝 2005 年以来中药与植物药、化学药业务销售收入及增速情况 (单位: 百万)



资料来源: 公司历年报表 中投证券研究总部

化学药方面，前6月销售收入约3.95亿，同比增长39.87%，毛利率稍减1.42个百分点至80.51%。其中，阿乐欣收入增长在90%以上，金奥康系列继续快速增长，二线产品如坦索罗辛、乙酰半胱氨酸、汉防己甲素等收入也有明显增加，将成为新的增长亮点；

保健品方面，上半年仅实现营收0.42亿，同比减少22.39%。主要原因是由于营销费用居高难下、产品竞争力下降等，经营依旧困难并出现超过千万元的亏损，不排除公司以后剥离此项业务的打算；

化学原料药表现比较平淡，跟整个行业有关，上半年营收约1.04亿，同比下降8.99%，预计未来将逐渐企稳。

总体来看，尽管行业“铬超标胶囊事件”给公司带来了一些冲击，但今年上半年主要产品整体保持了稳快的发展势头。今后公司将继续加强药品质量管控，目前已计划投资0.4亿建设空心胶囊生产线，从而更有利于保障公司的品牌和市场信誉。

未来随着植物药事业部的营销调整到位，不利因素影响的逐渐消除，资产注入等外延式陆续扩张，我们预计今后3年公司整体营收平均增速将超过20%，净利润增速达到30%以上。

三、加强布局生物制药领域

7月28日，公司公告称拟出资0.18亿增资四川辉阳，占18.13%股份，约0.046亿美元增资远东实验室取得18.13%股权。关联公司云南希康出资0.077亿投资四川辉阳取得7.65%股权，0.019亿美元投资远东实验室，占7.65%股权。

四川辉阳主要在研产品为重组高效复合干扰素（rSIFN-co），在乙肝抗病毒治疗的新药研发取得了重要阶段成果。目前已经进入3期临床阶段，正在入组当中，预计2013年完成临床试验。

我们认为，该项投资有利于公司以较低成本进入生物医药产业领域，对未来发展有着积极的战略意义。同时有利于培育创新型产品资源，符合公司逐步从品牌经营驱动向创新发展驱动的转型战略。

四、推荐评级

暂不考虑资产注入等外延式并购及增发稀释因素，我们上调公司 12-14 年的 EPS 分别至 0.40、0.54 和 0.72 元(原为 0.36、0.45 和 0.54 元)，扣非后同比分别增长 40%、36%和 33%，维持推荐评级，6-12 月目标价 14 元，建议继续适量配置。

表 2: 康恩贝主导产品收入及成本预测 (单位: 百万)

产品线	项目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
植物药	收入	564.71	828.00	1104.80	1445.66	1823.13	2211.95
	增长率	80.84%	46.62%	33.43%	30.85%	26.11%	21.33%
	毛利率	73.97%	72.95%	71.38%	73.10%	73.76%	73.40%
	成本	146.98	223.97	316.18	388.91	478.35	588.37
前列康	收入	265.00	323.30	355.63	384.08	441.69	507.95
	增长率	20.00%	22.00%	10.00%	8.00%	15.00%	15.00%
天保宁	收入	70.00	70.00	105.00	189.00	283.50	368.55
	增长率		0.00%	50.00%	80.00%	50.00%	30.00%
天保康	收入	18.00	20.70	31.05	40.37	46.42	53.38
	增长率		15.00%	50.00%	30.00%	15.00%	15.00%
可达灵	收入	6.00	20.00	30.00	45.00	67.50	101.25
	增长率		233.33%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
其它(天施康等)	收入	205.71	394.00	583.12	787.21	984.02	1180.82
	增长率		100.00%	48.00%	35.00%	25.00%	20.00%
化学药	收入	316.48	483.83	601.74	842.43	1053.04	1263.65
	增长率	21.83%	52.88%	24.37%	40.00%	25.00%	20.00%
	毛利率	78.75%	75.10%	72.56%	76.48%	77.42%	77.42%
	成本	67.24	120.45	165.14	198.17	237.80	285.36
保健品	收入	98.78	78.97	117.46	93.97	93.97	93.97
	增长率	-19.02%	-20.06%	48.74%	-20.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	77.83%	78.00%	69.60%	69.60%	69.60%	69.60%
	成本	21.90	17.32	35.71	28.57	28.57	28.57
原料药	收入	169.06	183.74	203.82	183.44	192.61	202.24
	增长率	20.41%	8.68%	10.93%	-10.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	18.30%	22.31%	24.79%	24.79%	24.79%	24.79%
	成本	138.13	142.74	153.29	137.96	144.86	152.10
其他	收入	244.79	200.65	52.63	26.32	27.63	29.01
	增长率	2.48%	-18.03%	-73.77%	-50.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	8.89%	9.08%	13.75%	13.75%	13.75%	13.75%
	成本	223.04	182.43	45.39	22.70	23.83	25.02
合计	收入	1393.83	1775.19	2080.45	2591.81	3190.38	3800.82
	增长率	29.86%	27.36%	17.20%	24.58%	23.09%	19.13%
	毛利率	57.15%	61.30%	65.60%	70.05%	71.37%	71.60%
	成本	597.28	686.91	715.72	776.30	913.42	1079.43

资料来源: 公司历年报表 中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1690	1642	2002	2376
现金	720	518	638	760
应收账款	220	269	331	395
其他应收款	35	40	52	58
预付账款	51	55	64	76
存货	328	351	413	488
其他流动资产	335	409	503	600
非流动资产	1270	1232	1265	1293
长期投资	252	190	201	206
固定资产	629	692	732	757
无形资产	179	182	185	188
其他非流动资产	210	169	147	142
资产总计	2960	2875	3267	3669
流动负债	711	1030	1096	1050
短期借款	203	496	552	461
应付账款	144	154	181	214
其他流动负债	364	381	363	376
非流动负债	637	37	59	79
长期借款	0	20	40	60
其他非流动负债	637	17	19	19
负债合计	1348	1068	1155	1129
少数股东权益	191	213	245	289
股本	704	704	704	704
资本公积	71	71	71	71
留存收益	646	819	1093	1477
归属母公司股东权益	1421	1594	1868	2251
负债和股东权益	2960	2875	3267	3669

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	188	247	287	444
净利润	306	300	411	549
折旧摊销	71	70	80	90
财务费用	21	12	25	23
投资损失	-91	-10	-10	-10
营运资金变动	-145	-117	-235	-210
其他经营现金流	25	-9	15	2
投资活动现金流	-515	-29	-113	-106
资本支出	133	96	100	100
长期投资	-32	-66	11	5
其他投资现金流	-415	1	-2	-2
筹资活动现金流	363	-420	-54	-216
短期借款	-135	293	56	-92
长期借款	-35	20	20	20
普通股增加	352	0	0	0
资本公积增加	-676	0	0	0
其他筹资现金流	857	-733	-131	-144
现金净增加额	35	-202	120	122

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2123	2592	3190	3801
营业成本	725	776	913	1079
营业税金及附加	29	37	46	55
营业费用	896	1179	1436	1672
管理费用	207	259	303	346
财务费用	21	12	25	23
资产减值损失	2	5	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	91	10	10	10
营业利润	334	333	475	632
营业外收入	24	30	20	25
营业外支出	9	7	8	8
利润总额	349	355	487	650
所得税	43	55	76	101
净利润	306	300	411	549
少数股东损益	26	21	32	44
归属母公司净利润	280	279	379	505
EBITDA	427	415	580	745
EPS (元)	0.40	0.40	0.54	0.72

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	12.2%	22.1%	23.1%	19.1%
营业利润	73.7%	-0.5%	42.7%	33.2%
归属于母公司净利润	43.7%	-0.5%	36.0%	33.2%
获利能力				
毛利率	65.8%	70.0%	71.4%	71.6%
净利率	13.2%	10.8%	11.9%	13.3%
ROE	19.7%	17.5%	20.3%	22.4%
ROIC	21.0%	17.8%	22.2%	26.1%
偿债能力				
资产负债率	45.5%	37.1%	35.3%	30.8%
净负债比率	17.65	51.58%	54.31	49.19%
流动比率	2.38	1.59	1.83	2.26
速动比率	1.92	1.25	1.45	1.80
营运能力				
总资产周转率	0.77	0.89	1.04	1.10
应收账款周转率	10	10	10	10
应付账款周转率	4.97	5.22	5.46	5.47
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.40	0.54	0.72
每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	0.35	0.41	0.63
每股净资产(最新摊薄)	2.02	2.27	2.65	3.20
估值比率				
P/E	26.16	26.30	19.34	14.52
P/B	5.16	4.60	3.93	3.26
EV/EBITDA	17	18	13	10

资料来源：中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

中投医药团队荣誉: 2007—2011 年连续 5 年在新财富最佳分析师评选中入围和上榜, 2008 年和 2011 年在卖方分析师水晶球奖中获得第 2 名; 2010 年和 2011 年财经风云榜最佳证券分析师; 团队成员余文心获得 2011 年度医药信息达人称号 (证券行业唯一一个);

中投医药团队成员:

- 周锐, 医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 8 年证券行业从业经验, 整体负责中投医药团队研究工作;
余方升, 医药行业分析师, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 2 年证券行业从业经验, 负责中药研究;
余文心, 医药行业分析师, 北京大学药学、经济学双学士, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药、医疗服务及政策研究;
江琦, 医药行业分析师, 上海交大生物工程学士, 金融学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药及医药流通研究;
王威, 医药行业分析师, 工学硕士, 5 年医疗器械行业从业经验, 2010 年加入中投证券研究所, 负责医疗器械及境外上市中资医药股研究。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司 (以下简称“中投证券”) 提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434