

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

康恩贝

600572

推荐

## 收购伊泰药业，重点打造心脑血管产品线

8月8日，公司公告称拟以20000万收购伊泰药业88%股权。

### 投资要点:

- **收购伊泰药业，进一步丰富心脑血管产品线。**公司拟现金出资20000万收购内蒙古伊泰煤炭持有的伊泰药业88%股权，其拥有麝香通心滴丸、安神补脑颗粒、三白草肝炎颗粒、蓝芩颗粒、强肝颗粒、血府逐瘀颗粒等多个乙类医保产品，这将有效的补充公司心脑血管等产品系列。由于2011年下半年伊泰煤炭进行战略调整和有意转让药业资产等因素影响，伊泰药业经常出现下滑，销售收入从2010年的5000多万下降至今年1季度的200万；
- **麝香通心滴丸有望成长为10亿级别潜力品种。**作为独家保护秘密级医保品种，麝香通心滴丸适用于冠心病、稳定性劳累性心绞痛，2008年取得新药批文后，2010年销售收入就达到2367万，突显了很强的市场竞争力。按照其特色优势和市场发展空间，参考国内心血管疾病治疗领域中同类品种的销售情况，具备做成10亿大品种规模的潜质。未来将结合其特色重点在高端医疗层面开展专业化学术推广，与天保宁在基层医疗市场及零售终端市场主打预防保健为主的适应症形成呼应和延续，有希望在5年间将麝香通心滴丸打造成为公司新的拳头产品；
- **维持推荐评级。**公司今后将重点拓展心脑血管、泌尿系统、胃肠道等产品线，整体业绩有望实现加快增长。暂不考虑资产注入及增发稀释等因素，我们预计公司12-14年的EPS分别为0.40、0.54和0.72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	28.05	28.20	20.73	15.57
P/B	5.53	4.93	4.21	3.49
EV/EBITDA	19	19	14	11

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: 11.26元

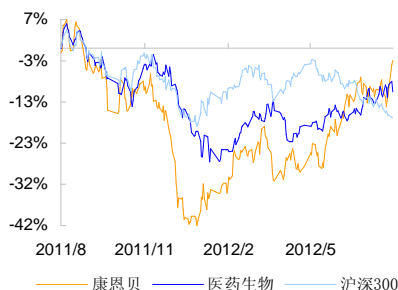
评级调整: 维持

### 基本资料

上证综合指数	2157.62
总股本(百万)	703
流通股本(百万)	596
流通市值(亿)	67
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	9.00	35.03	47.24
医药生物	1.93	6.94	15.96
沪深300指数	-1.84	-12.16	-4.81



### 相关报告

康恩贝 - 下半年主营利润有望加快增长  
2012-07-30

康恩贝 - 加强现有资源整合, 积极推动产业  
并购 2012-05-10

**附表 1: 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	<b>1445.66</b>	1823.13	2211.95
	增长率	80.84%	46.62%	33.43%	<b>30.85%</b>	26.11%	21.33%
	毛利率	73.97%	72.95%	71.38%	<b>73.10%</b>	73.76%	73.40%
	成本	146.98	223.97	316.18	<b>388.91</b>	478.35	588.37
前列康	收入	265.00	323.30	355.63	<b>384.08</b>	441.69	507.95
	增长率	20.00%	22.00%	10.00%	<b>8.00%</b>	15.00%	15.00%
天保宁	收入	70.00	70.00	105.00	<b>189.00</b>	283.50	368.55
	增长率		0.00%	50.00%	<b>80.00%</b>	50.00%	30.00%
天保康	收入	18.00	20.70	31.05	<b>40.37</b>	46.42	53.38
	增长率		15.00%	50.00%	<b>30.00%</b>	15.00%	15.00%
可达灵	收入	6.00	20.00	30.00	<b>45.00</b>	67.50	101.25
	增长率		233.33%	50.00%	<b>50.00%</b>	50.00%	50.00%
其它(天施康等)	收入	205.71	394.00	583.12	<b>787.21</b>	984.02	1180.82
	增长率		100.00%	48.00%	<b>35.00%</b>	25.00%	20.00%
化学药	收入	316.48	483.83	601.74	<b>842.43</b>	1053.04	1263.65
	增长率	21.83%	52.88%	24.37%	<b>40.00%</b>	25.00%	20.00%
	毛利率	78.75%	75.10%	72.56%	<b>76.48%</b>	77.42%	77.42%
	成本	67.24	120.45	165.14	<b>198.17</b>	237.80	285.36
保健品	收入	98.78	78.97	117.46	<b>93.97</b>	93.97	93.97
	增长率	-19.02%	-20.06%	48.74%	<b>-20.00%</b>	0.00%	0.00%
	毛利率	77.83%	78.00%	69.60%	<b>69.60%</b>	69.60%	69.60%
	成本	21.90	17.32	35.71	<b>28.57</b>	28.57	28.57
原料药	收入	169.06	183.74	203.82	<b>183.44</b>	192.61	202.24
	增长率	20.41%	8.68%	10.93%	<b>-10.00%</b>	5.00%	5.00%
	毛利率	18.30%	22.31%	24.79%	<b>24.79%</b>	24.79%	24.79%
	成本	138.13	142.74	153.29	<b>137.96</b>	144.86	152.10
其他	收入	244.79	200.65	52.63	<b>26.32</b>	27.63	29.01
	增长率	2.48%	-18.03%	-73.77%	<b>-50.00%</b>	5.00%	5.00%
	毛利率	8.89%	9.08%	13.75%	<b>13.75%</b>	13.75%	13.75%
	成本	223.04	182.43	45.39	<b>22.70</b>	23.83	25.02
合计	收入	1393.83	1775.19	2080.45	<b>2591.81</b>	3190.38	3800.82
	增长率	29.86%	27.36%	17.20%	<b>24.58%</b>	23.09%	19.13%
	毛利率	57.15%	61.30%	65.60%	<b>70.05%</b>	71.37%	71.60%
	成本	597.28	686.91	715.72	<b>776.30</b>	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
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	2960	2875	3267	3669
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	637	37	59	79
长期借款	0	20	40	60
其他非流动负债	637	17	19	19
<b>负债合计</b>	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
<b>负债和股东权益</b>	2960	2875	3267	3669

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	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
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	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
<b>现金净增加额</b>	35	-202	120	122

**利润表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	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
<b>营业利润</b>	334	333	475	632
营业外收入	24	30	20	25
营业外支出	9	7	8	8
<b>利润总额</b>	349	355	487	650
所得税	43	55	76	101
<b>净利润</b>	306	300	411	549
少数股东损益	26	21	32	44
<b>归属母公司净利润</b>	280	279	379	505
<b>EBITDA</b>	427	415	580	745
<b>EPS (元)</b>	0.40	0.40	0.54	0.72

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
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%
<b>获利能力</b>				
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%
<b>偿债能力</b>				
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
<b>营运能力</b>				
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
<b>每股指标 (元)</b>				
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
<b>估值比率</b>				
P/E	28.05	28.20	20.73	15.57
P/B	5.53	4.93	4.21	3.49
EV/EBITDA	19	19	14	11

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