

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

康恩贝

600572

推荐

## 主营业绩逐季加快趋势将延续

康恩贝前3季度实现扣除非经常性损益后归属于母公司净利润约1.66亿,同比增长29.09%。

### 投资要点:

- **主业经营保持稳快增势。**公司1-9月实现营收18.80亿,同比增长20.93%。实现归属于母公司净利润约1.78亿,同比减少约23.06%,对应EPS0.25元,扣除非经常性损益后净利润同比增长29.09%。费用率方面,销售费用率增加3.18个百分点至44.18%,管理费用率稍有提升;
- **第3季度业绩增速加快。**3季度单季销售收入同比增长26.67%,环比增速有较多提升。实现扣非后EPS0.07元,同比增长47.29%。销售费用率同比上升3.38个百分点至44.08%;
- **加强营销拓展,产品销售结构有望优化。**公司推动大品种上量战略,其中1-9月阿乐欣、天保宁等重点品种销售额接近翻番,肠炎宁和金奥康系列继续快速增长。前列康年初以来销售情况不甚理想,出现一定幅度下滑,经过积极市场调整后预计4季度将会恢复增长。传统保健品出现萎缩,不排除今后将这块亏损业务剥离的可能;
- **集团资产注入年底前有望完成。**为避免同业竞争并减少关联交易,康恩贝集团之前承诺在2012年12月31日月底前将云南希陶绿色药业等注入到上市公司。目前公司已经开展前期准备工作,年底前有望完成注入;
- **维持推荐评级。**整体来看,公司经营状况呈现逐季加快的较好势头。暂不考虑资产注入等外延式并购及增发稀释因素,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。

**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	2546	3137	3740
收入同比(%)	12%	20%	23%	19%
归属母公司净利润	280	280	379	505
净利润同比(%)	44%	0%	36%	33%
毛利率(%)	65.8%	69.5%	70.9%	71.1%
ROE(%)	19.7%	17.5%	20.3%	22.4%
每股收益(元)	0.40	0.40	0.54	0.72
P/E	23.78	23.83	17.59	13.20
P/B	4.69	4.18	3.57	2.96
EV/EBITDA	16	16	12	9

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: 9.47元

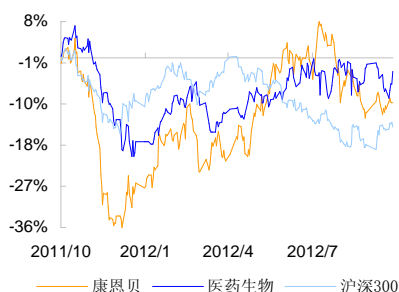
评级调整: 维持

### 基本资料

上证综合指数	2066.21
总股本(百万)	703
流通股本(百万)	596
流通市值(亿)	56
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	1.50	-9.90	14.65
医药生物	2.13	-2.06	8.26
沪深300指数	1.71	-4.75	-14.40



### 相关报告

康恩贝 - 收购伊泰药业, 重点打造心脑血管产品线 2012-08-09  
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>1399.43</b>	1769.96	2150.81
	增长率	80.84%	46.62%	33.43%	<b>26.67%</b>	26.48%	21.52%
	毛利率	73.97%	72.95%	71.38%	<b>72.21%</b>	72.97%	72.64%
	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>337.85</b>	388.53	446.80
	增长率	20.00%	22.00%	10.00%	<b>-5.00%</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>2545.58</b>	3137.21	3739.68
	增长率	29.86%	27.36%	17.20%	<b>22.36%</b>	23.24%	19.20%
	毛利率	57.15%	61.30%	65.60%	<b>69.50%</b>	70.88%	71.14%
	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	1620	1978	2347
现金	720	509	627	748
应收账款	220	264	326	388
其他应收款	35	39	52	56
预付账款	51	55	64	76
存货	328	351	413	488
其他流动资产	335	402	495	590
<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	2852	3243	3639
<b>流动负债</b>	711	1007	1071	1020
短期借款	203	473	527	431
应付账款	144	154	181	214
其他流动负债	364	380	362	375
<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	1044	1129	1099
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	820	1094	1477
归属母公司股东权益	1421	1595	1868	2252
<b>负债和股东权益</b>	2960	2852	3243	3639

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	188	260	286	446
净利润	306	301	411	548
折旧摊销	71	70	80	90
财务费用	21	12	24	22
投资损失	-91	-10	-10	-10
营运资金变动	-145	-103	-234	-206
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	-442	-55	-219
短期借款	-135	270	55	-97
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	-732	-129	-143
<b>现金净增加额</b>	35	-211	118	120

资料来源：中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	2123	2546	3137	3740
营业成本	725	776	913	1079
营业税金及附加	29	37	45	54
营业费用	896	1138	1390	1619
管理费用	207	255	298	340
财务费用	21	12	24	22
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	334	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	356	487	649
所得税	43	55	76	101
<b>净利润</b>	306	301	411	548
少数股东损益	26	21	32	44
<b>归属母公司净利润</b>	280	280	379	505
<b>EBITDA</b>	427	415	579	744
<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%	19.9%	23.2%	19.2%
营业利润	73.7%	-0.2%	42.2%	33.2%
归属于母公司净利润	43.7%	-0.2%	35.5%	33.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	65.8%	69.5%	70.9%	71.1%
净利率	13.2%	11.0%	12.1%	13.5%
ROE	19.7%	17.5%	20.3%	22.4%
ROIC	21.0%	18.0%	22.3%	26.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	45.5%	36.6%	34.8%	30.2%
净负债比率	17.65	50.54%	53.34	47.85%
流动比率	2.38	1.61	1.85	2.30
速动比率	1.92	1.26	1.46	1.82
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.77	0.88	1.03	1.09
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	0.37	0.41	0.63
每股净资产(最新摊薄)	2.02	2.27	2.66	3.20
<b>估值比率</b>				
P/E	23.78	23.83	17.59	13.20
P/B	4.69	4.18	3.57	2.96
EV/EBITDA	16	16	12	9

## 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及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 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, 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。该研究报告谢绝媒体转载。

### 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