

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

6-12个月目标价: 14.00元

当前股价: 9.38元
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2069.07
总股本(百万)	703
流通股本(百万)	596
流通市值(亿)	55
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	1.30	-16.70	12.49
医药生物	0.00	-2.39	2.29
沪深300指数	-1.28	-6.23	-17.28



相关报告

康恩贝 - 主营业务逐季加快趋势将延续
2012-10-30
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

600572

推荐

“内整”驱动销售实力提升, “外收”持续丰富产品资源

投资要点:

- **公司业务结构相对复杂, 但运作体系健全有效。**公司坚持以现代植物药和中药为发展重心, 特色化药、保健品业务为重要支持, 布局生物药的产业发展格局, 按照事业部模式运营, 驱动资源整合, 力争实现产品和品牌双突破。
- **主营产品线丰富, 持续稳快增长可期。**植物药方面, 前列康经过营销调整后4季度有望恢复增长, 天保宁二线产品放量。中药方面, 天施康品种资源较多, 肠炎宁今年销量将超过3亿。云南雄业产销开始启动。化学药方面, 阿乐欣和奥美拉唑近年化解降价冲击, 产销迅速上升, 销售收入将陆续突破3亿。保健品业务有待走出经营困境, 不排除今后公司将这块业务剥离的可能。
- **收购麝香通心滴丸, 打造心脑血管重磅级品种。**与复方丹参滴丸、麝香保心丸等国内竞争品种相比, 麝香通心滴丸拥有较完善的知识产权保护和更独特全面的综合治疗优势, 定位高端医疗市场, 其独立的推广体系在加紧组建, 原有市场恢复和新市场开发工作加快, 预计2013年销售规模将过0.5亿。
- **积极扩充营销队伍, 加强销售调整。**公司的销售架构相对分散, 分为医药销售公司、英诺珐、上海康恩贝、珍视明、保健品等5大体系, 这是由于集团资产先后注入等历史原因形成的, 但运营机制是比较灵活有效的。今年行业负面事件影响反而给公司扩充销售人员提供了良好的契机, 英诺珐等基层队伍实力未来有望得到明显加强。
- **资产整合渐行渐近。**目前公司已开展前期准备工作, 集团下属的云南希陶绿色药业及子公司等资产今年年底前将完成注入。控股子公司天施康剩余股权方面, 明年上半年有完成收购的可能性。此外, 今年公布的定增融资事项正在积极申请获批中, 预计近期将取得进展。
- **维持推荐评级。**今年以来业绩逐季加快, 我们预计公司2012-14年的EPS分别为0.40、0.54和0.72元, 扣非后同比分别增长40%、36%和33%。由于估计注入的集团资产利润将能抵消增发摊薄影响, 未来增发完成后EPS同上。目前股价有较强安全边际, 建议适量买入, 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	2586	3226	3884
收入同比(%)	12%	22%	25%	20%
归属母公司净利润	280	279	380	504
净利润同比(%)	44%	0%	36%	33%
毛利率(%)	65.8%	69.0%	70.8%	71.5%
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	23.86	17.52	13.22
P/B	4.69	4.18	3.56	2.96
EV/EBITDA	16	16	12	9

资料来源: 中投证券研究总部

目录

一、公司业务结构相对复杂，但运作体系比较有效	3
二、主营业务产品线丰富，整体持续稳快成长	4
2.1 植物药 - 前列康有望恢复增长，二线产品放量	4
2.2 中药 - 天施康品种资源较多，剩余股权有望整合	6
2.3 化学药 - 阿乐欣和奥美拉唑化解降价冲击，产销迅速上升	8
2.4 保健品等业务有待调整	9
三、收购麝香通心滴丸，打造心脑血管大药	10
四、大力扩充销售队伍，加强营销整合	12
五、增发募资将用于驱动内、外资产整合	13
六、推荐评级	14
附录：公司简介	15

一、公司业务结构相对复杂，但运作体系比较有效

公司经营层面以市场为龙头，建立研究、生产、销售一体化体系。按照事业部模式运营，分为植物药和中药、化学药和保健品等几大业务板块，主要从事心脑血管药、泌尿系统药、胃肠道等领域的产销。主打产品分别有前列康牌普乐安片（泌尿系统药）、天保宁牌银杏叶片（心脑血管药）、康恩贝牌肠炎宁（胃肠道药）等。

表 1：康恩贝下属子公司情况

主营业务	名称	持股比例	主要产品
天然植物药和中药	母公司	100%	生产前列康普乐安片，天保宁银杏制剂等
	杭州康恩贝制药	100%	生产银杏叶胶囊、盐酸坦洛新缓释胶囊等
	康恩贝医药销售	100%	一部销售 OTC；二部销售处方药
	英诺珐销售	99%	肠炎宁等产品销售
	江西天施康	50.88%	生产肠炎宁、珍视明、夏天无系列等
	云南雄业	84%	生产益肾健骨片、紫草婴儿软膏、三七药酒等
	上海康恩贝医药	80%	上海、江苏地区处方药销售
化学药	金华康恩贝生物制药	97.69%	生产阿乐欣、金奥康奥美拉唑等
保健品	康恩贝保健品	100%	生产和销售贝贝儿童产品和元邦胶囊
其它	康恩贝药品研究开发	100%	中药和天然药物的研究开发

资料来源：公司资料 中投证券研究总部

公司主营业务以中药与植物药为主，占据了公司总销售收入和营业利润的 50% 以上，化学药占约 30%。原料药、保健品和其它产品销售规模比较小，毛利较低，利润占比只有 10%。

图 1：2011 年公司各项主营业务销售收入占比

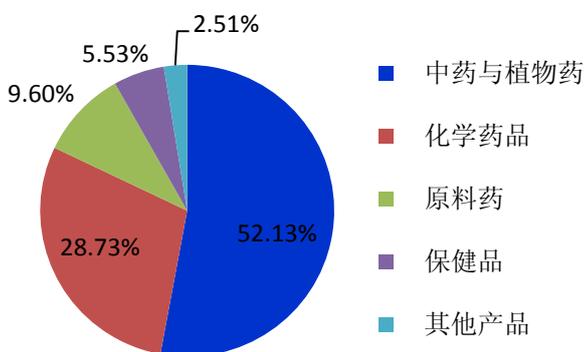
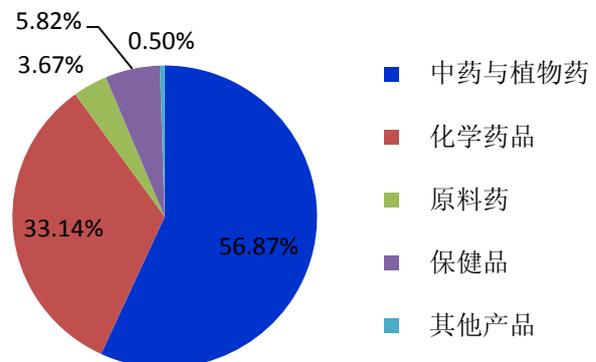


图 2：2011 年公司各项主营业务营业利润占比



资料来源：公司历年年报 中投证券研究总部

二、主营业务产品线丰富，整体持续稳快成长

从今年来看，公司将有 8 个过亿产品，分别是前列康、阿乐欣、肠炎宁、金奥康奥美拉唑、天保宁、珍视明、牛黄上清胶囊、阿米卡星，其中前 3 个品种销售收入都会在 3 亿以上。其它千万级别的品种很多，整体产品资源比较丰富。

公司的天然植物药和中药这块业务主要包括前列康、天保宁、肠炎宁、珍视明、夏天无系列等产品。2011 年销售收入超过 10 亿，毛利率保持在 70% 多的水平。

图 3: 2005 年以来天然植物药与中药销售收入及增速

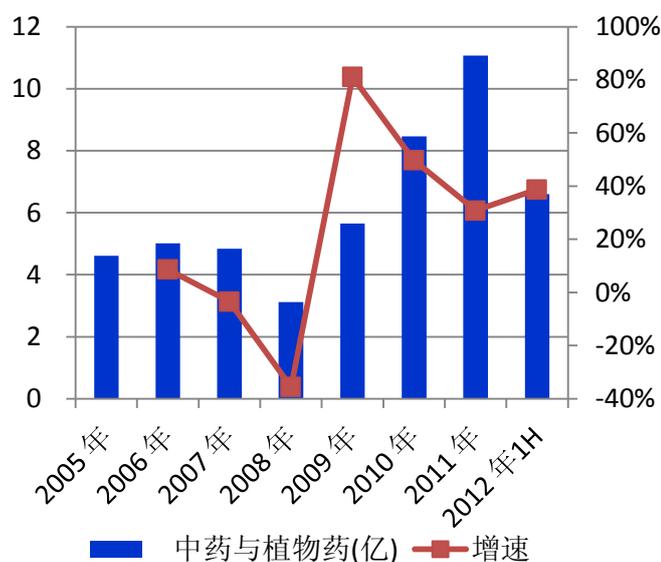
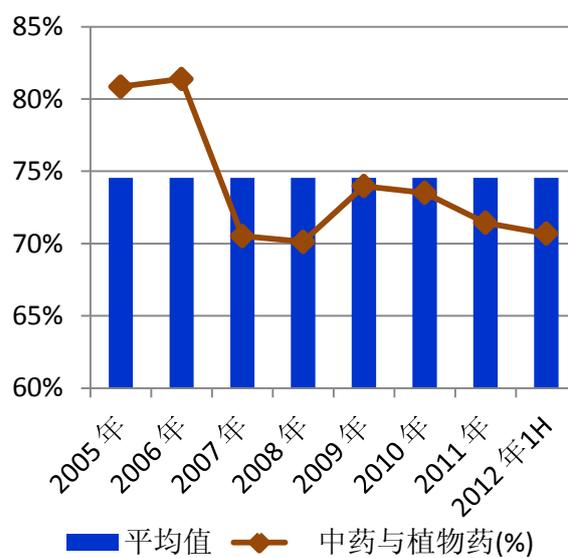


图 4: 2005 年以来天然植物药与中药毛利率情况



资料来源：公司历年年报 中投证券研究总部 单位：亿

2.1 植物药 - 前列康有望恢复增长，二线产品放量

公司的拳头产品——前列康牌普乐安片是油菜花花粉制剂，至今已上市销售 20 多年。该产品含有多种维生素、微量元素、氨基酸、酶等物质，是目前治疗慢性前列腺炎和良性前列腺增生中使用较多的一种天然药物制剂，其有效成分油菜花粉作用在于可以在激素的受体水平上发挥类雌激素、抗雄激素的药理作用，抑制二氢睾酮的生物效应，使增生的腺体逆转近似正常，并能调节膀胱尿道平滑肌的功能。

由于历史的原因，有云南老扶云堂、昆明保健制药厂等企业仿制，但仿制产品的影响力不大，公司是原研厂家，享受优质优价，占据了 60% 以上的市场份额。目前 70% 以上通过零售渠道销售，20% 多在医院渠道。

普乐安胶囊是 2004 年 9 月从养颜堂制药收过来的，目前还有河西制药在生产，但规模很小不构成威胁。

前列腺疾病为中老年男性泌尿系统常见病，特别是 60-70 岁老年人中有 75% 前

列腺增生，据全国健康调查中心数据显示，我国前列腺疾病患者已达 8500 万。患者大多采用长期服药治疗，前列腺增生用药整体市场的潜在容量接近 200 亿。

目前在终端零售市场销售上，抗前列腺药物主要以化学药为主，占据了 55% 的份额，中成药占 41.3%。化学药中领先的非那雄胺、盐酸坦索罗辛分别属于 5 α -还原酶抑制剂、肾上腺素能 α_1 受体拮抗剂。这两种药物日均用药金额 6-10 元之间，医院市场销售比较多。在植物性药物中，公司的前列康已经成长为第一品牌，日均用药金额 2 元，具有明显的价格优势。

表 2: 2012 年前列腺增生用药零售终端竞争格局

市场份额	生产厂家	2012 年 1 月	2012 年 6 月	2012 年 9 月
非那雄胺	杭州默沙东等	34.88%	37.75%	39.30%
普乐安胶囊	康恩贝	11.72%	10.49%	12.68%
前列舒乐胶囊	吉林大峻等	9.42%	6.18%	5.87%
盐酸坦洛新	恒瑞, 康恩贝等	3.51%	4.81%	5.27%
普适泰片	南京美瑞	4.43%	3.98%	4.51%
前列康片	康恩贝	3.94%	6.08%	3.75%
前列舒丸	威海人生等	3.19%	3.10%	3.39%
前列舒通胶囊	步长制药	4.77%	3.38%	2.77%
前列康舒胶囊	银诺克等	---	2.46%	2.45%
前列通	马应龙等	3.94%	2.53%	2.24%

数据来源：健康网零售研究系统 中投证券研究总部

2003 年底公司的前列康变更为非处方药，利用其价格优势嫁接营销网络建设，坚持渠道为主，下沉终端，促使产品放量，近年销售收入超过 3 亿。2011 年由于受基药低价招标影响，公司主动放弃了部分省区，导致增速有所放缓。

2012 年初以来，公司新聘任了富有品牌药运作经验的销售公司总经理，针对前列康营销存在的问题进行了调整，品牌宣传等资源更多投向基层，控制价格秩序，清理渠道库存。从前 9 月来看，市场拓展仍然出现一定幅度下滑，但 3 季度发货量已有所好转，预计 4 季度开始将会呈现恢复增长势头。

二线产品方面：

天保宁为第 8 代银杏叶提取物制剂，主要用于心脑血管疾病及末梢循环障碍的预防和治疗，有 30 片和 18 片两种规格。作为较为安全的天然药物，产品覆盖全国的医院、药店，部分出口，具有一定的品牌优势。

该产品为公司在国内首家研发上市，有先进的提取基地相配套，自产优质银杏叶提取物原料，与扬子江药业的“舒血宁”等竞争对手相比有技术优势。目前占同

品种市场份额的 20%，并基本保持稳定，去年销售收入达到 1 亿，今年增速将达 90%以上。

上海市场方面，天保宁胶囊在基层医疗独家中标，年初增势迅速，但受 4 月份铬超标毒胶囊事件影响，加上扬子江的片剂产品竞争，增速相比天保宁片有所放缓。

除了天保宁外，原料银杏叶提取物是公司另一优势产品。公司是我国企业银杏叶提取物标准的制定者，具有较高的技术水准，银杏酸含量低于 1PPM，为市场高端产品，主要出口国外，国内需求厂商有扬子江药业、汉森制药等。目前年产量 60 吨左右，对外销售收入约 0.4 亿。

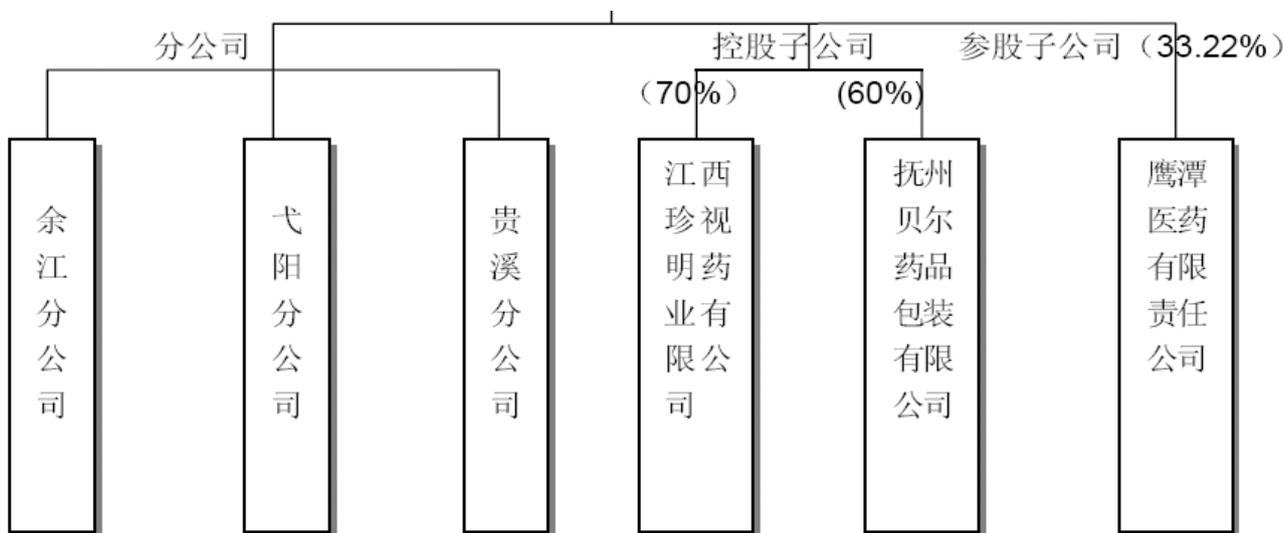
另外，天保康牌葛根素注射液和可达灵也属于心脑血管领域，疗效显著价格合理，规模在千万以上，后者销售增长迅速。

2.2 中药 - 天施康品种资源较多，剩余股权有望整合

公司控股 50.88% 股权的子公司江西天施康形成了以夏天无、肠炎宁、珍视明滴眼液等系列产品为主导的 321 品种规格的产品格局，拥有 25 个国家中药二级保护品种，25 个独家品种，品种资源在国内企业中位居前列。

目前产品涉及眼科、消化科、风湿用药以及儿科、呼吸科、妇科、肿瘤科、血液用药、心脑血管用药等多个治疗领域。

图 5：江西天施康下属公司情况



数据来源：公司资料 中投证券研究总部

经营情况来看，2011 年江西天施康实现营收 4.86 亿，同比增长约 24%。净利润约 0.34 亿，同比增速达到 40%，费用率较高系加大市场投入等原因所致。2012 年前 9 月销售收入达到 4.71 亿，净利润约 0.27 亿，预计全年营收增速将超过 30%。

细分产品来看:

作为市场一线滴眼液品牌,珍视明定位抗疲劳和改善近视,目前增长比较稳定,未来将拓展眼罩等保健产品。另外行业标准的提升使公司将面临较好的整合机遇。

肠炎宁属胃肠道调理性用药,目前由英诺珐负责全国销售。近年通过重新调整品牌与市场定位,加强营销队伍、网络和终端建设管理,加快市场开发、完善产销对接,销售增速加快,2011年收入达2.04亿,同比增长37%,预计今年将增长50%以上至超过3亿。

夏天无系列2010年由于药材价格大幅上涨,产品提价影响了销售。2011年已经扭转下降局面,收入恢复性增长约20%,今年以来继续呈现较好增势。

主打清火等功效的牛黄上清胶囊属独家剂型的基药品种,近年开始重点推广,销量增加比较明显,预计2012年销售收入将过亿。

表 3: 江西天施康主要产品系列情况

主导品种	所属领域	原材料	市场空间	竞争优势和竞争对手	2011年销售额
珍视明(OTC)	滴眼液	珍珠层粉和天然冰片等	2010年我国眼科药物市场规模73.53亿,近5年复合增长率14.22%。	既可预防近视,又能治疗眼痛、眼痒、眼涩、眼涨,还可营养、滋润眼睛。主要竞争品牌:润洁、新乐敦、润舒、珍珠明目等	1亿多(独立OTC销售队伍)
肠炎宁系列(片剂,双跨品种)	胃肠	地锦草、黄毛耳草、樟树根、香薷草、枫树叶等	目前国内胃肠用药市场总容量约为240亿左右。	对于慢性肠炎,慢性结肠炎有独特疗效,既治愈肠炎,又可避免产生便秘。主要竞争对手:磺胺药、激素、免疫抑制剂、抗生素、思迷达等	2.04亿(委托康恩贝英诺珐为全国总经销商)
夏天无系列(片剂为OTC,注射液为处方药)	风湿	夏天无片由单味药组成,针对基层市场;复方夏天无片是由夏天无总碱,夏天无,制草乌等33味药物组成,面向医院市场。	2011年风湿免疫销售规模超80亿,近5年复合增速约18%。	最大的优势就在于其镇痛、抗炎等方面的作用类似于非甾体类抗炎药,但没有严重不良反应,尤其适用于持续性疼痛,长期服用。主要竞争对手:阿司匹林、布洛芬、双氯芬酸、萘普生、万通筋骨片等	约1亿(区域代理)

资料来源:公司资料 中投证券研究总部

其它方面,康恩贝与持有天施康41%股权的通用技术集团就股权转让尚在洽谈中,预计这些事项在明年上半年将取得进展。

此外,公司2011年12月收购的云南雄业,拥有益肾健骨片、肠舒片、紫草婴儿软膏、鹿仙补肾片、三七药酒5个独家品种,主要品种还有感冒疏风颗粒、红药胶囊等,共有23个进入医保目录,9个进入基药目录。今年进行生产改造后,9月正式恢复生产,产品交由英诺珐负责销售,预计2013年开始将贡献收入利润。

2.3 化学药 - 阿乐欣和奥美拉唑化解降价冲击，产销迅速上升

公司的化学药业务包括药品和原料药,以药品为主,原料药今年收入持平略降,受到行业出口不景气的影响。

化学药品 2011 年销售收入突破 6 亿,预计今年将超过 8 亿,同比增速有望达到 40%,毛利率维持在 75%水平,主要是阿乐欣和金奥康奥美拉唑贡献所致。今年前 9 个月,金华康恩贝的阿乐欣、金奥康的产销规模同比分别增长 97%和 28%。

图 6: 2005 年以来化学药销售收入及增速

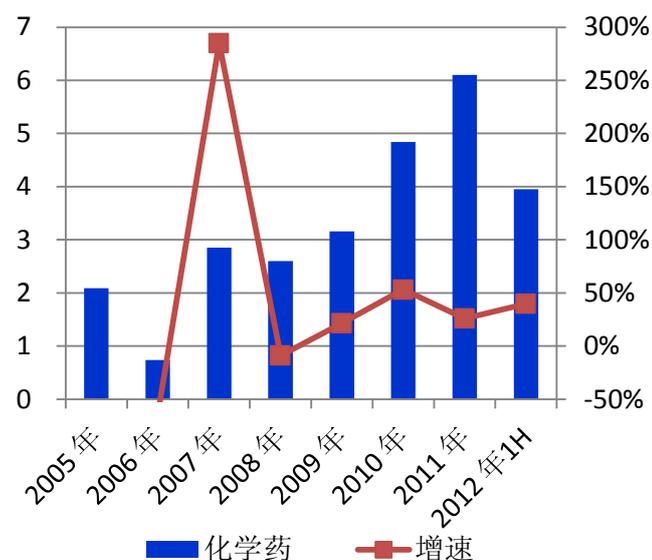
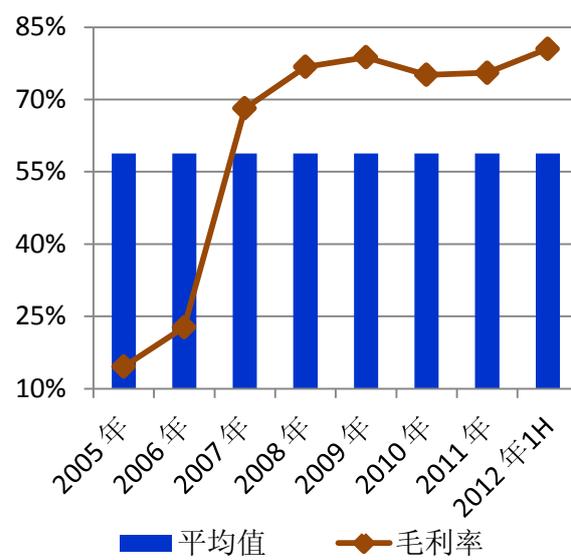


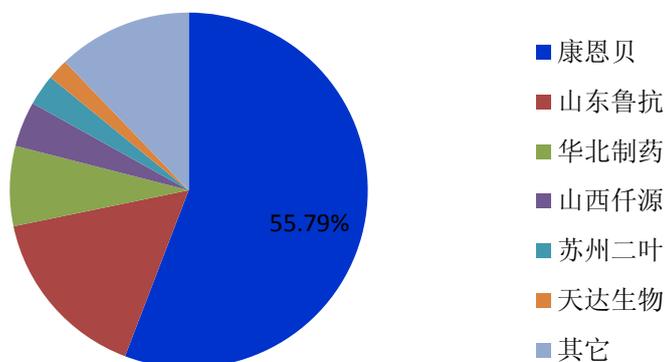
图 7: 2005 以来化学药毛利率情况



资料来源: 公司历年年报 中投证券研究总部 单位: 亿

阿乐欣属新一代广谱半合成青霉素,适用于敏感的革兰阴性菌及阳性菌所致的各种感染,对绿脓杆菌的杀菌力为青霉素类中最强。国内生产厂家众多,其中金华康恩贝的阿乐欣占到阿洛西林钠总市场份额的 56%。

图 8: 2011 年样本医院阿洛西林竞争格局



数据来源: SFDA南方所 中投证券研究总部

2011年3月发改委曾将阿洛西林钠的最高零售指导价从21.9元调整到12.9元,降价影响导致2011年阿乐欣无增长。2011年10月份发改委重新调整了价格,对用不同工艺生产的阿洛西林钠差别定价,公司生产的阿乐欣最高零售价调整到16.9元,12月正式执行。今年以来调价的效果开始体现,阿乐欣同比增长90%以上,预计2012年将突破3亿。

金奥康奥美拉唑肠溶胶囊,主要用于消化性胃溃疡、十二指肠溃疡、反流性食管炎等的治疗。作为单独定价的基药品种,2010年12月发改委将最高零售价格由42元调降至35.7元,但其他厂家降价幅度在30%左右,甚至阿斯利康被取消单独定价,所以相对来说对公司影响是最小的。公司通过深入开拓浙江等市场,采取措施扩大销售量,2011年销售快速增长至突破2亿,今年尽管受到行业负面事件影响,但增速仍超过了25%。

2.4 保健品等业务有待调整

公司保健产品主要是元邦和贝贝系列,近年销售规模维持在约1亿左右,毛利率70%水平,主要采取商超渠道结合品牌宣传的传统营销模式。

尽管在网上销售取得了一定突破,但整体由于营销费用居高难下、产品竞争力下降等,经营难以走出低迷局面并出现超过千万的亏损。不排除今后公司将这块业务剥离的打算。

三、收购麝香通心滴丸，打造心脑血管大药

8月8日,公司现金出资2亿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、蓝苓颗粒、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影响,伊泰药业经营有所下滑,销售收入从2010年5000多万下降至今年1季度的200万。

表4: 麝香通心滴丸主要竞争品种对比情况

品种	麝香通心滴丸	麝香保心丸	复方丹参滴丸	速效救心丸	银丹心脑血管软胶囊
生产厂家	康恩贝	上海和黄药业	天士力	中新药业	贵州百灵
上市年份	2009年	1981年	1994年	1983年	2005年
原材料	人工麝香、人参茎叶总皂苷、蟾酥、丹参、人工牛黄、熊胆粉、冰片	人工麝香、人参提取物、人工牛黄、肉桂、苏合香、蟾酥、冰片	丹参、三七、冰片	川芎、冰片	银杏叶、丹参、灯盏细辛、三七、山楂、绞股蓝、大蒜、天然冰片、植物油、山梨醇、蜂蜡
适应症	芳香益气通脉,活血化瘀止痛。用于冠心病稳定型劳累性心绞痛,中医辨证气虚血瘀证,症见胸痛胸闷,心悸气短,神倦乏力。	芳香温通,益气强心。用于心肌缺血引起的心绞痛,胸闷及心肌梗塞。	活血化瘀,理气止痛。用于气滞血瘀所致的胸痹,症见胸闷、心前区刺痛;冠心病心绞痛。	行气活血,祛瘀止痛,增加冠脉血流量,缓解心绞痛。用于气滞血瘀型冠心病,心绞痛。	用于气滞血瘀引起的胸痹,症见胸痛,胸闷,气短。心悸等;冠心病,心绞痛,高血压、脑动脉硬化,中风、中风后遗症见上述症状者。
零售价	30mg*18丸/盒 34元	22.5mg*42丸/盒规格 23元	27mg*180粒/盒 29.8元	40mg*60粒*2瓶/盒 23.6元	0.4g*15粒*2板/盒 30元
用法用量	口服。一次2丸,一日3次	口服,一次1-2丸,一日3次	口服或舌下含服,一次10丸,一日3次,4周为一个疗程	含服,一次4-6粒,一日3次;急性发作时,一次10-15粒。	口服,一次2-4粒,一日3次。
日均服用费	11.3元	2.5元	5元	4元	9.1元
2011年销售收入	约0.2亿	6亿多	20亿	6亿多	3亿

数据来源: 各公司资料 中投证券研究总部

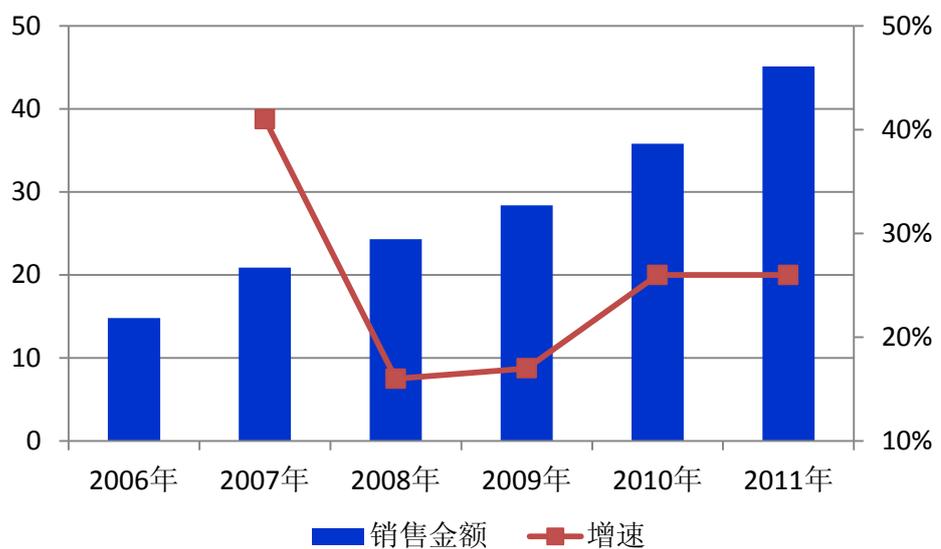
作为独家、国家中药技术秘密级和全国医保品种,麝香通心滴丸适用于冠心病、稳定性劳累性心绞痛。通过作用于“血”、“脉”和“痰”三条途径,实现整体治疗,充分体现中医药特色。具体表现为既具有复方丹参滴丸、丹参片的活血化瘀功效,也具有麝香保心丸的芳香温通、通心络的祛痰通络效果,在抗凝溶栓、抗血小板、降低血粘度、血管扩张、内皮保护及血管新生具更全面、更强效作用。

2008 年取得新药批文后，2010 年产品销售收入就达到约 0.24 亿，突显了很强的市场竞争力。目前正准备启动 4 期临床工作，作为循证医学和学术推广的基础。

我们认为，虽然国内类似竞争品种众多，包括复方丹参滴丸、麝香保心丸、速效救心丸等，但麝香通心滴丸具有较完善的知识产权保护 and 独特全面的综合治疗优势，定位高端医疗市场，正利用部分现有营销队伍、渠道、终端等资源开始组建独立的营销推广体系，福建等市场已开始恢复，并加快开发浙江等省市新的医院市场，预计 2013 年销售规模将过 0.5 亿。

另外，可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，考虑到国内数百亿的心血管药物市场空间，参考同类品种的销售情况，长期来说，麝香通心滴丸具备成长为 10 亿级别大品种的潜力。

图 9：2006-2011 年样本医院心血管中成药市场规模（单位：亿）



数据来源：SFDA南方所 中投证券研究总部

四、大力扩充销售队伍，加强营销整合

整体来说，公司的销售架构体系是比较分散复杂的，这是由于集团资产注入、收购等多种历史原因形成的。但从当前运行情况来看，各销售公司之间产品分工明确，独立运营，机制还是比较有效的。

公司目前在编的销售人员估计超过 2000 人，下属两个主要的销售平台是医药销售公司和英诺珐，贡献了一大半的销售收入。天施康除下面的珍视明有独立的品牌推广队伍外，其它肠炎宁、牛黄上清胶囊等主要品种都由英诺珐来经销。英诺珐代销的产品适合基层市场，未来将大力扩产销售人员，计划形成数千人的庞大终端团队，今年竞争对手由于毒胶囊事件受到了严重打击给公司提供了较好的契机。

上海康恩贝负责上海地区的处方药销售，有一支 200 多人的成熟团队，并负责前期收购的麝香通心滴丸的全国市场拓展。保健品业务有单独的生产销售体系。

表 5: 公司销售体系架构

下属销售公司	销售人员	销售产品
康恩贝医药销售	约 1000 人	前列康、天保宁等
英诺珐	超过 1500 人	肠炎宁、金奥康奥美拉唑、牛黄上清胶囊、云南雄业的品种等
珍视明	300 人	滴眼液
上海康恩贝	200 多人	上海和江苏地区的处方药
保健品	200 多人	贝贝和元邦系列

数据来源：公司资料 中投证券研究总部

一直以来，公司十分重视营销体系的改善和建设。2007 年原任职三九医药的岳星开始担任康恩贝销售公司总经理，2008 年对植物药销售进行调整，2009 年下半年以来开始突破，到 2010 年基本完成调整。

2011 年由于国家不合理招标政策和基药制度实施不到位的影响，公司再次对植物药事业部进行了整顿。今年初聘任原葵花药业营销副总杨阳担任植物药事业部及康恩贝销售公司总经理，其具备丰富的 OTC 和第三终端推广、品牌推广与管理经验，目前营销调整仍在进行中，预计 4 季度开始将会陆续见效。

此外综合来看，今后随着希陶药业、天施康剩余股权等收购完毕，未来公司营销体系可能进行的整合优化有望提高营销资源利用成效，降低销售费用率与管理费用率。

五、增发募资将用于驱动内、外资产整合

公司今年5月公布了融资预案，拟以7.71元/股的价格非公开增发不超过1.2亿股，募资不超过9.25亿全部用于补充公司营运资金。其中实际控制人胡季强拟现金认购0.45亿股，康恩贝集团认购在0.15-0.40亿股之间，发行结束之日起3年内不得转让。目前这项工作正在积极申请中，预计年底前有望取得进展。

我们认为，此次实际控制人和大股东重仓参与非公开增发彰显对公司发展前景信心，交易完成后，公司的财务结构将得到改善，进一步提升盈利能力。

统计来看，公司自2004年上市以来进行了两次增发。2007年9月康恩贝以资产和资金全部认购，至2010年9月解禁来看，3年累计收益率约300%，年均约44%。2010年11月参与定增的机构如果持有到现在，收益率约25%，年均12%。

表 6: 公司上市以来历次增发情况

年份	增发情况	认购情况	锁定期	募资项目
2007年	非公开发行股份4280万，发行价7.11元，募资总额30430.8万	康恩贝集团以其持有的浙江金华康恩贝90%权益评估作价18270万认购2569.6万股，另以货币资金12161万认购其余的1710.4万股。	36个月	(1) 康恩贝集团以金华康恩贝90%股权参与认购，同时以募资收购余斌等持有的金华康恩贝7%股权； (2) 阿洛西林扩产GMP改造项目。
2010年	发行价15.21元，发行数量为2780万股，募集资金总额为42283.80万	杭州西子孚信科技、赵辉、施宝忠分别认购500万股，江西国际信托认购770万股，浙江言信诚、天津凯石益盛分别认购255万股。	12个月	(1) 公司基本药物目录产品扩产技改项目投资额约需24500万； (2) 康恩贝医药销售营销网络及推广体系建设投资额需9100万； (3) 银杏叶种植基地建设项目投资额需8700万。
2012年	拟非公开发行不超过12000万股，发行价7.71元，募资总额不超过92520万	实际控制人胡季强拟现金认购4500万股；康恩贝集团拟现金认购1500万-4000万股(含本数)；胡孙树等4个自然人认购剩余股份。	36个月	补充营运资金

资料来源：公司公告 中投证券研究总部

资产整合方面，为避免同业竞争并减少关联交易，康恩贝集团2009年定向增发实施前期便承诺，于2012年底前对康恩贝集团旗下医药生产、研发和销售企业，在适当时注入上市公司。其中2011年9月已兑现部分承诺，上市公司以现金受让康恩贝集团和徐建洪等7位自然人持有的康恩贝中药及全资子公司英诺珐医药。

按规划，剩下的云南希陶绿色药业等资产将在2012年12月31日月底前注入到上市公司。希陶药业的主打产品为拥有独家专利权的龙金通淋胶囊、芪桑益肝丸等，还有丰富的银杏叶等植物药原料资源，今年估计主营收入2.5亿以上，净利润约有0.3亿多。目前公司已经开展前期准备工作，年底前有望完成注入。

六、推荐评级

今年以来业绩逐季加快，我们预计公司 2012-14 年的 EPS 分别为 0.40、0.54 和 0.72 元，扣非后同比分别增长 40%、36%和 33%。

由于估计注入的集团资产利润将能抵消增发摊薄影响，未来增发完成后 EPS 同上。目前股价有较强安全边际，建议适量买入，维持推荐的投资评级。

表 7: 康恩贝主导产品收入及成本预测 (单位: 百万)

主营业务	项目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	
植物药	收入	564.71	809.45	1084.40	1409.30	1826.40	2240.25	
	增长率	80.84%	43.34%	33.97%	29.96%	29.60%	22.66%	
	毛利率	73.97%	72.33%	70.84%	72.40%	73.81%	73.74%	
	成本	146.98	223.97	316.18	388.91	478.35	588.37	
	前列康	收入	265.00	304.75	335.23	318.46	366.23	421.17
	增长率	20.00%	15.00%	8.00%	-5.00%	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%	
	天保康和可达灵	收入	24.00	40.70	61.05	85.47	115.38	155.77
	增长率		69.58%	50.00%	40.00%	35.00%	35.00%	
肠炎宁等天施康品种	收入		394.00	583.12	816.37	1061.28	1294.76	
	增长率		100.00%	48.00%	40.00%	30.00%	22.00%	
化学药	收入	316.48	483.83	601.74	842.43	1053.04	1284.71	
	增长率	21.83%	52.88%	24.37%	40.00%	25.00%	22.00%	
	毛利率	78.75%	75.10%	72.56%	76.48%	77.42%	77.79%	
	成本	67.24	120.45	165.14	198.17	237.80	285.36	
	阿乐欣	收入			210.00	378.00	491.40	614.25
	增长率			0.00%	80.00%	30.00%	25.00%	
	奥美拉唑	收入			208.00	260.00	338.00	422.50
	增长率			30.00%	25.00%	30.00%	25.00%	
	其它品种	收入			183.74	204.43	223.64	247.96
	增长率				11.26%	9.40%	10.87%	
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%	
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%	
其他	收入	244.79	336.00	114.00	57.00	59.85	62.84	
	增长率	2.48%	37.26%	-70.00%	-50.00%	5.00%	5.00%	
合计	收入	1393.83	1891.99	2121.41	2586.14	3225.87	3884.01	
	增长率	29.86%	35.74%	12.13%	21.91%	24.74%	20.40%	
	毛利率	57.15%	63.69%	63.77%	68.96%	70.82%	71.46%	

资料来源: 公司历年报表 中投证券研究总部

附录：公司简介

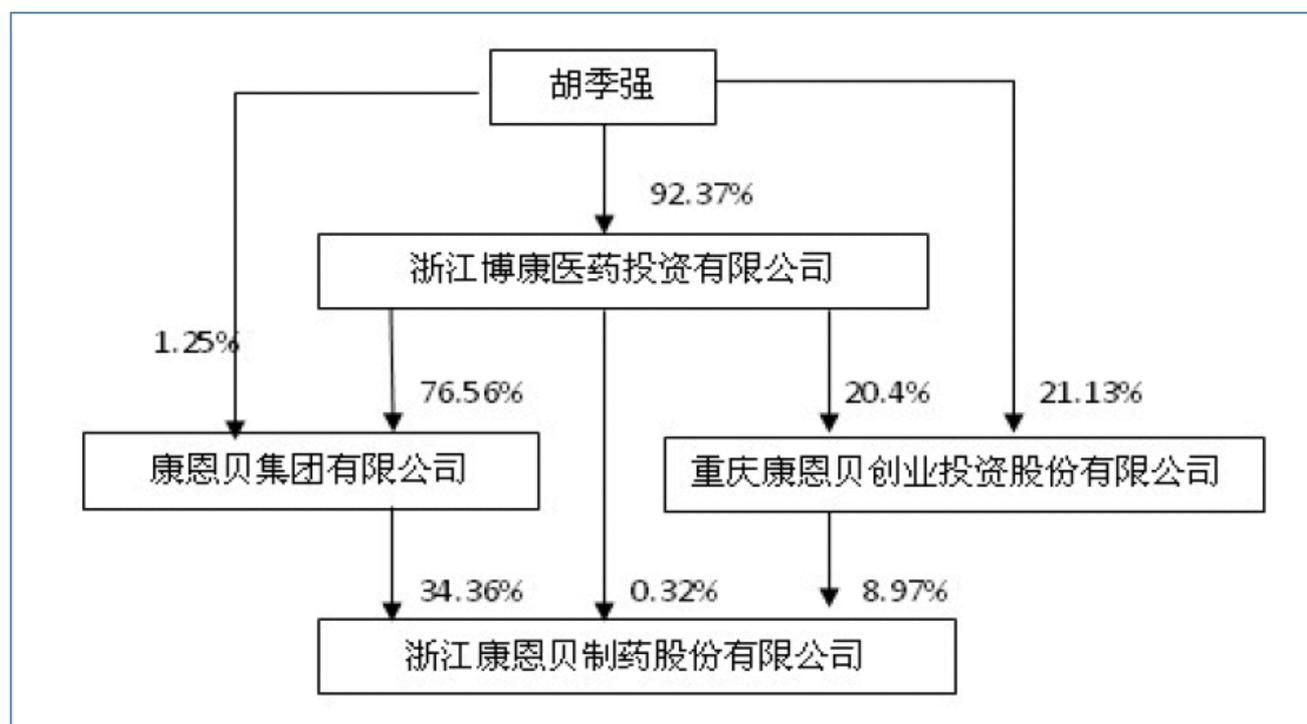
公司基本情况

浙江康恩贝制药股份有限公司是一家集研发、生产、销售为一体的医药企业，注册资本 70360 万元，总资产 35 亿元，净资产 17 亿元，员工 6000 余名。公司于 2004 年 4 月在上海证券交易所上市，股票代码为 600572。

公司总部设在浙江省杭州市，在浙江杭州、兰溪、金华，以及江西、云南等地拥有先进规范的药品生产基地，并在兰溪建有国内最大的现代植物药制造基地——康恩贝植物药产业园。公司旗下拥有浙江康恩贝医药销售有限公司、浙江金华康恩贝生物制药有限公司、浙江康恩贝药品研究开发有限公司、杭州康恩贝制药有限公司、浙江康恩贝集团医疗保健品有限公司、江西天施康中药股份有限公司、上海康恩贝医药有限公司、云南康恩贝植物药有限公司等多个颇具规模和实力的全资及控股子公司。

公司历来十分重视产品品牌和企业品牌的培育和保护，在泌尿系统及心脑血管系统等多个领域树立了较为强势的品牌，如今，公司已成为浙江省拥有著名商标和名牌产品最多的企业之一。其中，“康恩贝”、“前列康”被认定为中国驰名商标，而“前列康”作为公司主导植物药产品，已成国内中药前列腺治疗领域第一品牌；“天保宁”作为中国第一个符合国际质量标准的现代植物药制剂，已成为中国银杏叶制剂第一品牌；“可达灵”属国家中药保护独家品种，是公司又一个心脑血管领域的战略性品牌。此外，“金康”、“金奥康”、“贝贝”、“元邦”等均各自领域拥有较高的品牌知名度。

附图 1：公司股东架构体系



资料来源：公司资料 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	1653	2034	2431
现金	720	517	645	777
应收账款	220	268	335	403
其他应收款	35	40	54	59
预付账款	51	57	66	78
存货	328	363	426	501
其他流动资产	335	408	509	613
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	2886	3300	3724
流动负债	711	1041	1126	1104
短期借款	203	501	577	508
应付账款	144	159	186	220
其他流动负债	364	381	363	377
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	1078	1185	1184
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	1095	1477
归属母公司股东权益	1421	1595	1869	2252
负债和股东权益	2960	2886	3300	3724

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	188	240	277	433
净利润	306	301	413	548
折旧摊销	71	70	80	90
财务费用	21	12	26	25
投资损失	-91	-10	-10	-10
营运资金变动	-145	-123	-247	-222
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	-415	-36	-195
短期借款	-135	298	75	-69
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	-147
现金净增加额	35	-203	128	132

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2123	2586	3226	3884
营业成本	725	803	941	1109
营业税金及附加	29	37	46	56
营业费用	896	1147	1437	1721
管理费用	207	259	306	350
财务费用	21	12	26	25
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	476	631
营业外收入	24	30	20	25
营业外支出	9	7	8	8
利润总额	349	356	489	648
所得税	43	55	76	101
净利润	306	301	413	548
少数股东损益	26	21	32	44
归属母公司净利润	280	279	380	504
EBITDA	427	416	583	746
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%	21.8%	24.7%	20.4%
营业利润	73.7%	-0.3%	42.9%	32.5%
归属于母公司净利润	43.7%	-0.3%	36.2%	32.6%
获利能力				
毛利率	65.8%	69.0%	70.8%	71.5%
净利率	13.2%	10.8%	11.8%	13.0%
ROE	19.7%	17.5%	20.3%	22.4%
ROIC	21.0%	17.8%	22.1%	25.7%
偿债能力				
资产负债率	45.5%	37.4%	35.9%	31.8%
净负债比率	17.65	51.57%	54.97	50.94%
流动比率	2.38	1.59	1.81	2.20
速动比率	1.92	1.24	1.43	1.75
营运能力				
总资产周转率	0.77	0.88	1.04	1.11
应收账款周转率	10	10	10	10
应付账款周转率	4.97	5.30	5.45	5.46
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	0.34	0.39	0.62
每股净资产(最新摊薄)	2.02	2.27	2.66	3.20
估值比率				
P/E	23.78	23.86	17.52	13.22
P/B	4.69	4.18	3.56	2.96
EV/EBITDA	16	16	12	9

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, 3 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