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： 8.98 元

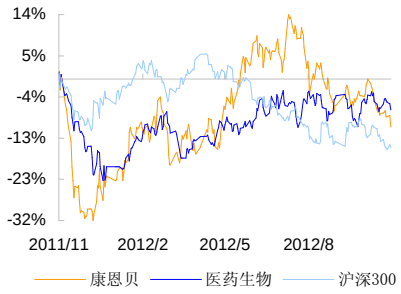
评级调整： 维持

## 基本资料

| | |
|---|---|
| 上证综合指数 | 1991.17 |
| 总股本(百万) | 703 |
| 流通股本(百万) | 596 |
| 流通市值(亿) | 52 |
| 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 | -7.29 | -16.70 | -0.59 |
| 医药生物 | -8.65 | -10.93 | -3.17 |
| 沪深 300 指数 | -4.33 | -5.49 | -16.42 |




## 相关报告

康恩贝－“内整”驱动销售实力提升，“外收”持续丰富产品资源 2012-11-12

康恩贝－主营业绩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 600572 推荐

## 收购云南希陶，积极推动集团资产整合

11 月 28 日，公司董事会通过了收购云南希陶 68.3%股权议案。

**投资要点：**

- **收购云南希陶，积极推动集团资产整合。**公司此次以自筹资金约 25851.6 万受让浙江康恩贝养营堂食品和云南康恩贝生物谷分别持有的云南希陶绿色药业 35%和 33.3%股权，剩下的股权有望于明年 4 月底前完成收购。这是大股东履行承诺的举措，有利于避免消除同业竞争和关联交易，同时也是公司积极参与医药业购并整合，通过内生外延推动公司快速发展的需要；
- **龙金通淋胶囊等独家品种销售拓展潜力较大。**云南希陶主要产品有龙金通淋胶囊、消炎止咳片、妇炎舒片、黄芩素铝胶囊等，其中龙金通淋胶囊为独家品种，主要用于急性前列腺治疗，已进入广东、云南等 8 省医保目录，前 10 月销售额 4500 万，全年将超过 6000 万，如果今后进入全国医保的话，未来将会有较好的拓展潜力。下属全资子公司昆明康恩贝医药和控股子公司湖北康恩贝医药是药品销售企业，全资子公司希尔康制药的中药材前处理和提取业务已转移到希陶药业安宁分公司生产。从今年 1-10 月来看，云南希陶合并报表收入达到 17681 万，净利润约 3076 万，预计全年净利润将达到 3500 万。如果年底收购完成的话，预计将增厚 EPS0.035 元；
- **增发方案有望年底前实施。**公司 11 月 21 日非公开增发申请已获证监会核准，近期将会收到正式文件，预计 12 月将实施；
- **维持推荐评级。**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%。如果增发和云南希陶收购年底前顺利完成的话，12 年摊薄后 EPS 初步预计为 0.37 元，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

## 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 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，旨为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 | 北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 | 上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 |
| 邮编：518000 | 邮编：100032 | 邮编：200041 |
| 传真：（0755）82026711 | 传真：（010）63222939 | 传真：（021）62171434 |