



Research and  
Development Center

# 产业与资本双驱动，植物药航母再出发

—— 康恩贝（600572.sh）深度报告

2013年1月14日

李惜浣  
医药生物行业分析师

## 证券研究报告

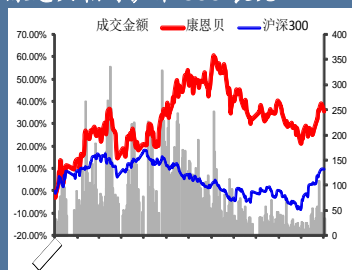
### 公司研究——调研报告

#### 康恩贝 (600572.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

#### 康恩贝相对沪深300表现



资料来源：信达证券研发中心

#### 公司主要数据 (2012-1-11)

收盘价(元)	9.54
52周内股价波动区间(元)	6.62-11.36
最近一月涨跌幅(%)	5.41
总股本(亿股)	8.10
流通A股比例(%)	86.58
总市值(亿元)	77.24

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院  
1号楼6层研究开发中心

邮编：100031

李惜浣 行业分析师

执业编号：S1500512040001

联系电话：+86 10 63081424

邮箱：lixihuan@cindasc.com

吴临平 研究助理

联系电话：+86 10 63081101

邮箱：wulinping@cindasc.com

## 产业与资本双驱动，植物药航母再出发

### 康恩贝深度报告

2013年1月14日

目标价：14.7元

#### 本期内容提要：

- ◇ **康恩贝是我国现代植物药的龙头企业之一。**经过多年市场的培育公司在心脑血管系统用药和泌尿系统用药两大领域建立了完整的产品梯队和品牌优势，同时在消化系统用药、抗感染用药等领域拥有名牌产品和较强的市场竞争力；公司在各用药领域的产品线布局，通常是植物药与化学药相结合、处方药与OTC互补，更有助于产品系列的推广和公司在该领域的品牌建设。
- ◇ **新老品种共同打造心脑血管用药大品牌。**主导品种天保宁如果能够进入更多省份的增补目录，则目前的高速增长态势有望延续；收购获得的独家品种麝香通心滴丸具备成为未来心脑血管一线用药的潜质，与天保宁中高端互补打造心脑血管领域大品牌。
- ◇ **泌尿系统用药实力更加突出。**公司主导产品前列康在调整期后有望迎来恢复性增长；大股东资产注入使公司泌尿系统用药再添潜力品种龙金通淋胶囊，在市场定位和销售终端上与前列康形成了差异化经营和市场互补，使公司在泌尿系统用药领域的实力更加突出。
- ◇ **风险因素：**主要产品招标价格低于预期的风险；新品种市场推广低于预期的风险。
- ◇ **股价催化剂：**龙金通淋胶囊进入医保目录；公司主要产品中标价提升。
- ◇ **盈利预测、估值及投资评级：**预测未来三年全面摊薄后的EPS分别为0.36元、0.48元和0.61元，对应PE分别为26倍、20倍和16倍；未来六个月的合理估值区间为14.1-15.3元，对应PE为29.3-31.9倍；我们取区间的中值14.7元作为目标价，首次覆盖给予公司“买入”评级。

#### 主要财务数据

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	1,799.43	2,122.82	2,678.09	3,350.23	4,099.15
增长率 YoY %	27.93%	17.97%	26.16%	25.10%	22.35%
净利润(百万元)	185.53	280.23	293.58	385.01	492.00
增长率 YoY %	83.30%	51.04%	4.76%	31.14%	27.79%
毛利率%	61.65%	65.85%	67.93%	69.58%	70.21%
净资产收益率 ROE%	12.06%	19.72%	11.73%	13.34%	14.56%
摊薄后每股收益 EPS(元)	0.23	0.35	0.36	0.48	0.61
市场一致预期 EPS(元)	-	-	0.33	0.43	0.55
市盈率 P/E(倍)	41.6	27.6	26.3	20.1	15.7
市净率 P/B(倍)	4.4	4.7	3.1	2.7	2.3

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；注：股价为2013年1月11日收盘价

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

## 目录

投资聚焦	1
一、公司基本情况	2
1.1 公司股权结构	2
1.2 公司主营业务	3
二、心脑血管用药	4
2.1 现有品种快速增长，受益于销售策略调整和进入基药增补后的扩容	4
2.2 战略性收购获得麝香通心滴丸，打造心脑血管领域大品牌	6
三、泌尿系统用药	8
3.1 一线品种前列康在策略调整之后有望迎来恢复性增长	8
3.2 资产注入获得龙金通淋胶囊，泌尿系统用药实力更强	10
四、消化系统用药	10
五、抗感染用药	12
六、资产整合之后的协同效应开始显现	13
6.1 外部并购+资产注入，公司具备了突出的品种优势	13
6.2 销售发力，整合之后的协同效应开始显现	14
相关假设及盈利预测	15
关键假设	15
估值与投资评级	16
绝对估值	16
相对估值	17
投资评级	17
风险因素	18

## 图目录

图 1: 2012 年 12 月增发后公司的股权结构	2
图 2: 2012 年上半年公司营业收入的构成	3
图 3: 2012 年上半年公司毛利润的构成	3
图 4: 前列康日均服用费与竞争产品对比	9

## 表目录

表 1: 公司主要子公司及孙公司业务情况	2
表 2: 公司心脑血管用药产品线	4
表 3: 2011 年医院终端心脑血管中成药销售额 TOP10 品种份额	5
表 4: 公司通过收购伊泰药业获得的主要品种	6
表 5: 公司麝香通心滴丸和主要竞争品种对比	7
表 6: 公司泌尿系统用药主要梯队	8
表 7: 2011 年第 3 季度样本城市前列腺疾病用药零售市场排行	9
表 8: 公司消化系统用药主要产品	11
表 9: 2011 年医院终端消化系统药物销售额 TOP5 品种份额	11
表 10: 2010 年 12 月奥美拉唑肠溶胶囊单独定价品种价格调整表	12
表 11: 公司抗感染用药主要产品	12
表 12: 公司抗感染用药主要产品在北京、广东、浙江的使用级别	12
表 13: 2011 年 3 月发改委调整后的注射用阿洛西林最高零售价	13
表 14: 近两年公司的并购及资产注入情况	13
表 15: 公司主要的销售平台	14
表 16: 主要产品预测假设 (万元)	15
表 17: 产品分类盈利预测假设 (万元)	16
表 18: FCFE 估值法参数与估值结果	17
表 19: 同类公司估值比较	17

## 投资聚焦

### 主要内容

康恩贝是我国现代植物药的龙头企业之一，经过多年市场的培育公司在心脑血管系统用药和泌尿系统用药两大领域建立了完整的产品梯队和品牌优势，同时在消化系统用药、抗感染用药等领域拥有名牌产品和较强的市场竞争力；公司在各用药领域的产品线布局，通常是植物药与化学药相结合、处方药与 OTC 互补，更有助于产品系列的推广和公司在该领域的品牌建设。

### 投资逻辑

心脑血管用药是近年来我国药品市场增长最快速的品类，公司在原有产品梯队的基础上通过收购获得了未来有望成为心脑血管一线用药的潜力品种麝香通心滴丸，通过中高端互补、全力打造国内心脑血管领域的大品牌；泌尿系统新品种龙金通淋胶囊属于中高端产品，与公司原有的主导产品前列康形成了差异化经营和市场互补，同时该产品有望进入下一版全国医保目录；消化系统和抗感染系统用药的肠炎宁、金奥康、阿乐欣等名牌产品均具有较强的市场竞争力。近年来，随着大股东医药资产的注入和外部并购的进行，公司不断完善产品线和战略布局，同时通过对内外部资产的整合、尤其是对销售平台的梳理与合并，使公司整体的协同效应开始显现，推动了盈利能力的持续提升。

### 有别于大众的认识

我们认为公司在各用药领域的产品线布局合理、优势突出，公司的快速增长短期内来自资产整合之后协同效应的释放，长期则依靠产品线中潜力大品种的培养和推广。

### 股价催化剂

龙金通淋胶囊进入医保目录；公司主要产品中标价提升。

### 关键假设、盈利预测与投资评级

我们假设康恩贝 2012-2014 年的营业收入增长率分别为 26.2%、25.1%和 22.4%，毛利率维持略有上升。预测未来三年全面摊薄后的 EPS 分别为 0.36 元、0.48 元和 0.61 元，对应的市盈率分别为 26 倍、20 倍和 16 倍；综合绝对估值和相对估值的计算结果，我们认为康恩贝未来六个月的合理估值区间为 14.1-15.3 元，对应 PE 为 29.3-31.9 倍；我们取合理估值区间的中值 14.7 元作为目标价，首次覆盖给予公司“买入”评级。

### 主要风险

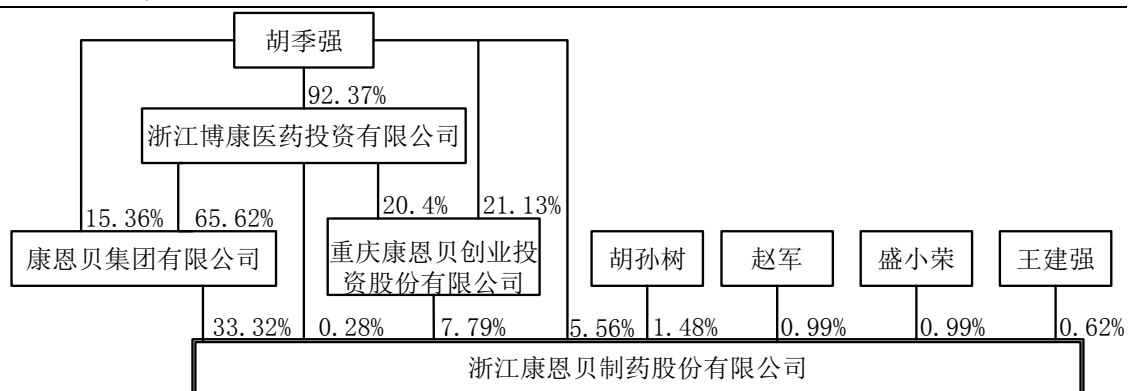
1、主要产品招标价格低于预期的风险；2、新品种市场推广低于预期的风险。

## 一、公司基本情况

### 1.1 公司股权结构

公司作为我国现代植物药的龙头企业之一，于 2004 年 4 月上市，大股东为康恩贝集团有限公司，实际控制人为董事长胡季强；公司上市后分别于 2007 年 9 月、2010 年 11 月和 2012 年 12 月进行了增发。

图 1: 2012 年 12 月增发后公司的股权结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

目前，母公司主要负责前列康（普乐安片、胶囊）和天保宁（银杏叶片）的生产，2011 年销售收入 4.14 亿元，其他中药产品由子公司生产；销售平台主要为康恩贝销售公司和英诺珐公司，珍视明药业和保健品公司的产品由专门的团队销售负责（公司已于 12 月 28 日公告将康恩贝保健品公司转让给大股东康恩贝集团有限公司，预计明年上半年完成变更）。

表 1: 公司主要子公司及孙公司业务情况

主要子公司	主要孙公司	康恩贝持股比例	2011 年营业收入 (万元)	2011 年净利润 (万元)	业务类型	主要产品
金华康恩贝公司		97.69%	60150.37	6188.41	化药制造	阿乐欣（阿洛西林钠）、金奥康（奥美拉唑肠溶胶囊）等；
杭州康恩贝公司		100%	8560.55	2173.41	中药制造	银杏叶胶囊、盐酸坦洛新缓释胶囊、格列吡嗪缓释胶囊等；
	研发公司	100%	448.90	11.39	药品研发	中药、天然药物研发；
	康恩贝保健品公司 <sup>注</sup>	100%	18028.54	718.75	保健品生产及销售	贝贝儿童产品、元邦胶囊两大系列；
江西天施康公司		50.88%	48589.41	3388.70	中药制造	夏天无系列、肠炎宁系列、血康系列、牛黄上清胶囊等；
	珍视明药业公司	81.25%			滴眼液生产及销售	珍视明系列；
	天施康种植公司	60.00%			药材种植	夏天无、穿心莲、葛根等药材的种植；

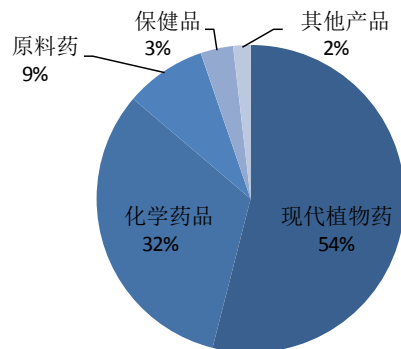
天保发展公司	100%	5262.10	31.91	药材种植	银杏的种植及粗加工;
云南希陶	68.30%	16702.83	2093.80	中药制造	龙金通淋胶囊、芪桑益肝丸两种彝族药及 10 余种中药;
内蒙古伊泰药业	88%	3294.41	-3157.18	中药制造	麝香通心滴丸、三白草肝炎颗粒、蓝苓颗粒等;
云南雄业	84%			中药制造	益肾健骨片、鹿仙补肾片、紫草婴儿软膏等;
康恩贝中药公司	99%	47828.20	3629.10	中药制造	复方鱼腥草合剂等;
英诺法公司	100%			药品销售	金奥康、肠炎宁、牛黄上清胶囊、感冒疏风颗粒等;
上海康恩贝公司	80%	14949.00	184.70	药品销售	麝香通心滴丸等高端产品;
康恩贝销售公司	100%	54631.55	918.36	药品销售	前列康、天保宁、可达灵等;

资料来源: 公司网站, 信达证券研究所;

## 1.2 公司主营业务

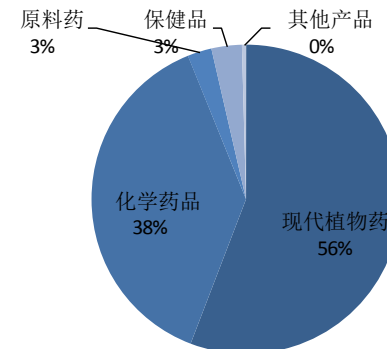
现代植物药（即中药和天然药物）是公司收入和利润的主要来源，主要产品包括前列康、肠炎宁、天保宁、夏天无系列、牛黄上清胶囊、可达灵等；近年来，化学药在公司收入和利润中的占比不断提高，主要产品包括阿乐欣（阿洛西林钠）、金奥康（奥美拉唑肠溶胶囊）、盐酸吡格列酮片等。

图 2: 2012 年上半年公司营业收入的构成



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 3: 2012 年上半年公司毛利润的构成



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

经过多年的培育，公司在心脑血管系统用药和泌尿系统用药两大领域建立了完整的产品梯队和品牌优势，同时在消化系统用药、抗感染用药、抗糖尿病用药、呼吸道系统用药等领域拥有名牌产品和较强的市场竞争力；公司在各用药领域的产品线布局，通常是植物药与化学药相结合、处方药与 OTC 互补，这样更有助于产品系列的推广和公司在该领域的品牌建设。

## 二、心脑血管用药

心脑血管用药是近年来我国药品市场增长最快速的品类，市场规模仅次于抗感染药物；2012年公司在原有产品梯队的基础上，通过收购获得了独家中药保密品种——麝香通心滴丸，通过中高端互补、全力打造国内心脑血管领域的大品牌。

### 2.1 现有品种快速增长，受益于销售策略调整和进入基药增补后的扩容

目前，公司的心脑血管用药产品线主要包括一线品种天保守，以及重点培养的二线品种可达灵片和葛根素注射液；我们认为，如果天保守能够进入即将出台的2012新版基本药物目录或更多省份的基药增补目录，则目前的高速增长态势有望延续。

表2：公司心脑血管用药产品线

产品梯队	产品名称	产品类别	主要成分	功能主治	是否独家	是否基药	是否医保	预计2012年销售规模
一线	天保守 (银杏叶片、胶囊)	植物药	银杏叶提取物	活血化瘀通络。用于胸痹、心痛、中风、半身不遂、舌强语蹇；冠心病稳定型心绞痛、脑梗塞见上述证候者。	否	否	乙类	近2亿元
二线	可达灵片	植物药	延胡索提取物	活血化瘀，利气止痛。用于冠心病、心绞痛，急性心肌梗塞，陈旧性心肌梗塞之胸闷憋气、心悸眩晕。	是	否	否	约2000万
二线	葛根素注射液	化药	葛根素	辅助治疗冠心病、心绞痛、心肌梗死、视网膜动、静脉阻塞、突发性耳聋及缺血性脑血管病等。	否	否	乙类	约2000万
三线	脑络通胶囊	植物药	丹参、盐酸托吡酮、川芎等	补气活血，通经活络。用于脑血栓、脑动脉硬化、中风后遗症等。	否	否	否	-
三线	舒胸胶囊	植物药	三七、红花、川芎	活血祛瘀止痛。用于瘀血阻滞，胸痹心痛，跌打损伤，瘀血肿痛，冠心病，心绞痛，心律失常，软组织挫伤。	否	否	否	-
三线	香丹注射液	植物药	丹参、降香	扩张血管，增进冠状动脉血流量。用于心绞痛、心肌梗塞等。	否	否	甲类	-
三线	丹参注射液	植物药	丹参提取物	活血化瘀，通脉养心。用于冠心病胸闷，心绞痛。	否	是	甲类	-
三线	尼莫地平片	化药	-	用于轻中度高血压。	否	是	甲类	-
三线	卡托普利片	化药	-	用于高血压、心力衰竭。	否	是	甲类	-

资料来源：公司网站，SFDA，信达证券研究所

### ➤ 天保宁（银杏叶片、胶囊）

天保宁作为公司 2010 年开展“处方药品牌化”策略的主要产品之一，在 2011 年实现了快速增长，销售收入约 1.05 亿元，同比增长 50%以上，时隔多年再次回到亿元了水平；同时，天保宁在 2011 年进入了 10 余个省市的基药增补目录，随着各省基药招标的陆续展开，12 年上半年天保宁继续保持着良好的增势，增速达到 90%以上，我们预计全年的销售收入将近 2 亿元。

在国内银杏叶制剂市场中，注射剂型占主导地位、市场份额约 70%，口服制剂的片剂和胶囊剂分别占 15%和 5%左右，近年来，银杏叶制剂整体市场（样本医院）的增速已经从 07 年的 40%以上下降到了 11 年的 10%以下，可见公司产品的增速远高于市场平均水平；我们认为，这主要是受益于公司销售策略的调整和产品进入基药增补目录后的扩容，未来随着产品基数的扩大，增速将回落至正常水平；目前天保宁作为医保乙类品种，日均服用费约 4.5 元，未来如果能够进入更多省份的基本药物增补目录，则目前的高速增长态势有望延续。

表 3：2011 年医院终端心脑血管中成药销售额 TOP10 品种份额

2011 年排位	2010 年排位	产品名称	2011 年份额	2010 年份额
1	1	银杏叶注射液	8.94%	9.80%
2	5	疏血通注射液	4.80%	4.06%
3	2	丹红注射液	4.23%	5.22%
4	3	醒脑静注射液	3.85%	4.57%
5	4	血栓通注射液	3.77%	4.08%
6	11	丹参川芎嗪注射液	2.98%	2.13%
7	6	<b>银杏叶片</b>	<b>2.77%</b>	<b>3.05%</b>
8	10	血塞通注射液	2.34%	2.16%
9	14	脑心通胶囊	2.31%	2.02%
10	24	红花黄色素注射液	2.30%	1.11%

资料来源：2012 中国医药市场发展蓝皮书，信达证券研究所

同时，公司生产的天保宁原料——银杏叶提取物具有国内领先的技术水平，银杏酸含量低于 1PPM，作为单独产品每年国内外销售额约 4000 万元，2012 年 2 月，“银杏叶提取物关键生产技术研究及国际认证”课题获国家“重大新药创制”科技重大专项子课题立项支持，中央财政经费资助 195.83 万元；目前，银杏叶提取物正在进行美国、欧盟的原料药认证工作。

### ➤ 可达灵片和葛根素注射液

可达灵片和葛根素注射液作为公司心脑血管用药产品线的二线品种目前规模在 2000 万左右，其中，可达灵片作为中药保护品种和独家品种，是公司又一个心脑血管领域的战略性品牌，2012 年上半年收入大幅增长。



## 2.2 战略性收购获得麝香通心滴丸，打造心脑血管领域大品牌

2012年8月公司公告以2亿元收购内蒙古伊泰药业有限责任公司88%的股权；通过此次收购，公司获得了心血管领域的独家中药保密品种——麝香通心滴丸等11个药品批文，彰显公司打造心脑血管领域大品牌的决心与魄力。

表4：公司通过收购伊泰药业获得的主要品种

产品类别	产品名称	生产厂家数量	OTC	是否医保	基药目录
心脑血管用药	麝香通心滴丸	1	-	乙类	否
心脑血管用药	镇心痛颗粒	1	-	否	否
心脑血管用药	安神补脑颗粒	2	-	乙类	否
心脑血管用药	炙甘草颗粒	1	-	否	否
心脑血管用药	血府逐瘀颗粒	39	-	乙类	否
癌症辅助用药	生白颗粒	1	-	否	否
癌症辅助用药	消癌平颗粒	5	-	否	否
肝胆类用药	三白草肝炎颗粒	1	-	2个省乙类	否
肝胆类用药	强肝颗粒	1	-	乙类	否
感冒/清热解毒	小儿氨酚黄那敏颗粒	294	甲类	乙类	否
感冒/清热解毒	蓝芩颗粒	2	-	2个省乙类	否

资料来源：公司公告，信达证券研究所

### ➤ 麝香通心滴丸——未来的心脑血管一线产品

麝香通心滴丸由人工麝香、人参茎叶总皂苷、蟾酥、丹参等成份组成，主要功效为芳香益气通脉，活血化瘀止痛，适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。

麝香通心滴丸作为伊泰药业的独家品种，2008年获得生产注册批文，2009年就进入了国家医保目录品种（乙类），2010年获批为国家中药保密品种（秘密级），2010年就取得2367万元的销售收入（2011年受大股东战略调整及整体转让意向影响，销售收入下降至881万元）；我们认为，“天时、地利、人和”的市场环境和产品竞争力，使麝香通心滴丸具备了成为大品种的潜质。

#### “天时”——心脑血管中成药市场快速增长

心脑血管用药是近年来药品市场增长最快速的品类，市场规模仅次于抗感染药物。2007-2009年心脑血管用药的市场规模年均复合增长率达到18.55%，2009年市场规模达到983亿元，预计2012年将超过1200亿元。

虽然化学药仍占据心脑血管市场的主导地位，但中成药发展速度极快，2007-2009我国心脑血管中成药年的市场规模复合增

长率为 21.94%，高于心脑血管总体用药市场和整个医院用药市场的年均复合增长率，2009 年销售额为 348 亿元，2011 年销售额达到 474 亿元；其中，心血管、脑血管的规模分别为 292 亿元和 182 亿元，业内预测到 2015 年心血管、脑血管市场规模将分别达到 530 亿元和 340 亿元左右。

### “地利”——作用于血、脉、痰三条途径的特色品种

麝香通心滴丸作用于“血”、“脉”、“痰”三条途径，实现整体治疗，是集多个经典配方精华于一身的特色品种；具体表现为既具有复方丹参滴丸、丹参片的活血化淤功效，也具有麝香保心丸的芳香温通、通心络的祛痰通络作用；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等方面具有全面、强效的作用。

表 5：公司麝香通心滴丸和主要竞争品种对比

	麝香通心滴丸	复方丹参滴丸	麝香保心丸	通心络胶囊	脑心通胶囊
生产厂家	康恩贝（600572.SH）	天士力（600535.SH）	和记黄埔（0013.HK）	以岭药业（002603.SZ）	步长制药
主要成分	人工麝香、人参茎叶总皂苷、蟾酥、丹参、人工牛黄、熊胆粉、冰片	丹参、三七、冰片	人工麝香、人参提取物、人工牛黄、肉桂、苏合香、蟾酥、冰片	人参、水蛭、全蝎、土鳖虫、蜈蚣、蝉蜕、赤芍、檀香、降香、乳香、酸枣仁、冰片	黄芪、赤芍、丹参、当归、川芎、桃仁、红花、乳香、没药、鸡血藤、牛膝、桂枝、桑枝、地龙、全蝎、水蛭
适应症	芳香益气通脉，活血化瘀止痛，适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。	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。	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。	益气活血，通络止痛。用于冠心病、心绞痛证属气虚乏、血瘀络阻者。	益气活血，化瘀通络。用于气虚血滞、脉络瘀阻所致中风中经络，半身不遂、肢体麻木、口眼歪斜等；脑梗塞、冠心病心绞痛属上述证候者。
零售价	30mg*18 丸/盒，34 元	27mg*180 粒/盒，29.8 元	22.5mg*42 丸/盒，23 元	30 胶囊/瓶，32.5 元	0.4g*36 粒/盒，33 元
用量	一次 2 丸，一日 3 次；	一次 10 粒，一日 3 次；	一次 1-2 丸，一日 3 次；	一次 2-4 粒，一日 3 次；	一次 1 粒，一日 3 次；
日均服用费	11.3 元	5.0 元	1.6 元-3.3 元	6.5 元-13 元	2.8 元
是否基药	否	是	是	是	否
是否医保	乙类	甲类	甲类	甲类	乙类
是否独家	是	是	是	是	是

资料来源：公司网站，信达证券研究所

### “人和”——借助天保宁的销售渠道，中高端产品互补

麝香通心滴丸并入公司心脑血管用药产品线后，可以借助天保宁在浙江、上海、京津、广东、江苏等地已经建立的相对成熟的学术推广体系和营销网络，进行差异化营销；麝香通心滴丸日均服用费用较高，可结合其特色定位高端，天保宁在基层医

疗市场及零售终端市场主打预防保健功效、定位中低端；中高端产品的互补将进一步加快和完善公司心脑血管领域大品牌的建设和发展，提高处方药营销的成效。

### 三、泌尿系统用药

“前列康”作为公司的主导产品，已成为国内前列腺治疗中成药领域的一线品牌；同时，公司将目前国内前列腺增生化学药治疗领域最常用的非那雄胺和盐酸坦索罗辛作为二线重点培育品种；随着多年研发的中药 6 类新药黄莪胶囊于 11 年获批并进入市场导入期，公司在泌尿系统前列腺疾病治疗领域形成了完整的产品梯队；大股东资产注入、再添独家品种龙金通淋胶囊，使公司在泌尿系统用药领域的实力更加突出。

表 6: 公司泌尿系统用药主要梯队

产品梯队	产品名称	产品类别	主要成分	功能主治	是否独家	是否基药	是否医保	预计 2012 年销售规模
一线	前列康 (普乐安片、胶囊)	植物药	青海高原天然油菜花粉	补肾固本。用于肾气不固，腰膝酸软，尿后余沥或失禁，及慢性前列腺炎、前列腺增生等。	否	是	甲类	约 3 亿
二线	必坦 (盐酸坦索罗辛缓释胶囊)	化药	-	用于治疗前列腺增生所致的异常排尿症状，如尿频、夜尿增多、排尿困难等。	否	否	乙类	约 4000 万
二线	艾仕列 (非那雄胺片、胶囊)	化药	-	适用于治疗良性前列腺增生，及改善良性前列腺增生带来的症状。	否	否	乙类	约 1000 万
三线	黄莪胶囊	植物药	黄芪、桃仁、莪术、大黄等	用于 I、II 期良性前列腺增生症，气虚血淤、湿热阻滞证的治疗。	是	否	否	导入期

资料来源：公司网站，SFDA，信达证券研究所

#### 3.1 一线品种前列康在策略调整之后有望迎来恢复性增长

前列康（普乐安片、胶囊）作为中药保护品种，是公司的主导产品之一，是目前国内治疗慢性前列腺炎和良性前列腺增生的一线产品，其有效成分为油菜花粉，可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。该产品上市 20 余年，具有较高市场知名度和占有率。

##### ➤ 前列腺疾病中成药医院终端市场采购规模逐年增长

2007-2010 年九大城市样本医院数据显示，前列腺疾病中成药医院终端的采购规模逐年递增，年均复合增长率为 21.47%；由于患者一般会先去医院进行确诊，之后在药店买药并长期服用，因此，零售终端市场受医院处方带动同样增长良好。

➤ 前列康具有较高的市场占有率

在 2011 年第 3 季度的三个样本城市（杭州、沈阳、重庆）零售市场中，化学药占比过半、中成药份额在 40%左右；化学药市场份额前三的通用名产品分别是非那雄胺、盐酸坦索罗辛和盐酸特拉唑嗪；中成药市场份额前三的产品分别是前列康、前列舒乐和前列安通，三者份额合计约中成药市场的 50%。

表 7：2011 年第 3 季度样本城市前列腺疾病用药零售市场排行

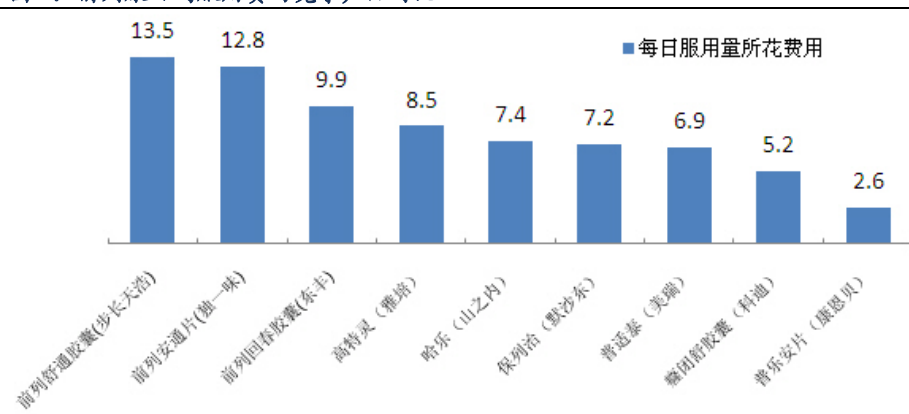
排名	杭州	沈阳	重庆
1	前列康	前列舒乐胶囊	前列康
2	前列安通片	前列康	前列舒乐胶囊
3	前列回春胶囊	前列安栓	前列舒通胶囊
份额合计	83.8%	56.8%	60.4%

资料来源：米内网，信达证券研究所

➤ 前列康日均服用费较低，价格优势突出

前列康的日均服用费约 2.6 元，与其他前列腺疾病用药相比具有明显的价格优势，适合患者长期服用。

图 4：前列康日均服用费与竞争产品对比



资料来源：米内网，信达证券研发中心

➤ 策略调整之后有望迎来恢复性增长

前列康作为基本药物目录产品，2011 年的低价招标导致增速放缓；12 年上半年，公司及时开展了组织和策略调整；我们认为，在前列腺疾病中成药市场整体平稳增长的环境下，前列康凭借多年的品牌积淀和竞争优势，在调整之后将迎来恢复性增长。

### 3.2 资产注入获得龙金通淋胶囊，泌尿系统用药实力更强

大股东为进一步履行有关避免同业竞争并减少经常性关联交易的承诺，公司于 2012 年 11 月公告大股东以 25851.55 万元的价格将其持有的云南希陶药业 68.30% 的股权转让给上市公司，并签订了《盈利补偿协议》。通过此次收购，公司获得了龙金通淋胶囊、消炎止咳片，以及银杏叶提取物等优质产品。

#### ➤ 龙金通淋胶囊有望进入全国医保目录

龙金通淋胶囊是云南希陶的独家品种，主要成分为熊胆粉和人工牛黄，具有清热利湿、化痰通淋的功效，对于急性前列腺炎的治疗疗效显著。目前，龙金通淋胶囊已进入云南、广东等 8 个省份的医保目录，2012 年 1 至 10 月的销售额约 4500 万元，预计全年销售将超 6000 万元；该品种有望进入下一版的全国医保目录，市场潜力巨大。

龙金通淋胶囊每次服用 2-3 粒，一日 3 次，日均服药费用在 7-11 元，属于中高端产品、销售上以医院终端为主；公司原有的主导产品前列康主要定位低端市场、以 OTC 终端为主，两者形成了差异化经营和市场互补，使公司在泌尿系统用药领域具备了更强的实力。

#### ➤ 银杏叶提取物产能大幅提升

云南希陶的安宁分公司拥有云南省内最大的提取生产基地之一，年中药材加工量达到 6000 吨，其中，银杏叶提取物产能可达 100 吨以上，使公司银杏叶提取物的总产能大幅提升，为公司该产品在国内外的销售提供了有力保障。

#### ➤ 云南希陶盈利能力良好，将成为公司新的利润增长点

2011 年、2012 年 1-10 月云南希陶净利润分别为 2093.8 万元、3076.48 万元，按照《盈利补偿协议》中的预测（2012-2014 年预测净利润分别为 4023.24 万元、4458.38 万元和 4800.64 万元），则公司 2012 年净利润增速达到 92.15%，目前来看完成的可能性较大，公司具有较好的盈利能力，未来将成为公司新的利润增长点。

## 四、消化系统用药

从医院终端数据上看，近几年消化系统疾病用药的市场份额保持稳定的增长态势，即使部分产品受到限价政策影响，消化系统化学药市场份额依然由 2010 年的 12.75% 上升至 2011 年的 13.46%；同时，消化系统中成药在医院市场中的份额略降 0.02%，2011 年占比为 6.17%。

公司在消化系统用药领域拥有肠炎宁和金奥康两大名牌产品，植物药与化学药结合、处方药与 OTC 互补的布局依然表现出较强的市场竞争力。

表 8: 公司消化系统用药主要产品

产品梯队	产品名称	产品类别	主要成分	功能主治	是否独家	是否基药	是否医保	预计 2012 年销售规模
一线	肠炎宁系列 (片、胶囊、颗粒、糖浆)	植物药	地锦草、黄毛耳草、樟树根、香薷、枫树叶	清热利湿、行气。用于急、慢性胃肠炎，腹泻，细菌性痢疾，小儿消化不良。	片、糖浆剂型独家	否	否	2.5-3 亿
一线	金奥康 (奥美拉唑肠溶胶囊)	化药	-	用于胃溃疡、十二指肠溃疡、应激性溃疡、反流性食管炎和胃泌素瘤。	否	是	甲类	2.5-3 亿
二线	盐酸雷尼替丁系列 (胶囊、注射液、泡腾颗粒)	化药	-	用于缓解胃酸过多所致的胃痛、胃灼热(烧心)、反酸。	泡腾颗粒剂型独家	是	甲类	-

资料来源: 公司网站, SFDA, 信达证券研究所

### ➤ 肠炎宁系列

肠炎宁作为双跨品种，2011 年通过重新调整品牌与市场定位，加强营销队伍、网络和终端管理，完善产销对接，市场开发和销售增速加快，收入达 20371 万元，同比增长 37%，首次突破 2 亿元；2012 年上半年继续保持了快速增长，我们预计全年收入将超过 2.5 亿元。

### ➤ 金奥康（奥美拉唑肠溶胶囊）

奥美拉唑作为全球重磅炸弹药品，其各种剂型在国内拥有几十家生产企业，该品种连续多年占据国内消化系统化学药份额第一的位置。

表 9: 2011 年医院终端消化系统药物销售额 TOP5 品种份额

2011 年排位	2010 年排位	产品名称	2011 年份额	2010 年份额
1	1	奥美拉唑	8.43%	10.76%
2	2	泮托拉唑	6.04%	6.27%
3	3	阿卡波糖	4.63%	4.77%
4	10	维生素 A/维生素 D/维生素 E/维生素 K1	4.01%	2.45%
5	4	托烷司琼	3.86%	3.79%

资料来源: 2012 中国医药市场发展蓝皮书, 信达证券研究所

2010 年 12 月，发改委调整了奥美拉唑单独定价品种的最高零售价，原研厂家阿斯利康的产品洛赛克被取消了单独定价，相比之下公司产品的降价幅度最小，同时，调整后 35.7 元的最高零售价与公司产品出厂价之间仍有 25% 左右的空间。2011 年公司充分利用调价带来的市场机会，以浙江市场为基础，依靠自身强大的产品力和品牌力，深耕细作、增强产品的优势地位；2011 年金奥康实现销售收入 21928 万元，同比增长 21%，也跨入 2 亿级品种行列。

表 10: 2010 年 12 月奥美拉唑肠溶胶囊单独定价品种价格调整表

药品名称	剂型	规格	企业名称	最高零售价	降幅约为
奥美拉唑	肠溶胶囊	20mg*14	阿斯利康制药有限公司	取消单独定价资格	
奥美拉唑	肠溶胶囊	20mg*14	江苏常州四药制药有限公司	49.7	30%
奥美拉唑	肠溶胶囊	20mg*7	江苏常州四药制药有限公司	25.5	30%
奥美拉唑	肠溶胶囊	20mg*7	浙江金华康恩贝	35.7	15%

资料来源: 公司公告, 发改委, 信达证券研究所

## 五、抗感染用药

随着《抗菌药物临床应用分级管理办法(讨论稿)》的出台, 抗感染药物市场受到使用限制和降价的多因素影响占比不断下滑, 2011 年抗感染化学药占医院终端化学药的市场份额下降至 18.89%, 但依然是终端市场份额最高的药品类别。

表 11: 公司抗感染用药主要产品

产品梯队	产品名称	产品类别	功能主治	是否独家	是否基药	是否医保	预计 2012 年销售规模
一线	阿乐欣 (注射用阿洛西林钠)	化药	用于敏感的革兰阳性菌及阴性菌所致的各种感染以及铜绿假单胞菌感染。	否	否	乙类	约 3 亿
二线	硫酸阿米卡星	化药	适用于铜绿假单胞菌及部分其他敏感革兰阴性杆菌与葡萄球菌属(甲氧西林敏感株)所致严重感染。	否	是	甲类	约 1 亿

资料来源: 公司网站, SFDA, 信达证券研究所

从北京、广东、浙江三地的抗菌药物分级管理目录上看, 阿乐欣在广东、北京地区属于限制使用级抗菌药; 即, 严重感染、免疫功能低下者合并感染或病原菌只对限制使用抗菌药物敏感时, 可选用限制使用抗菌药物治疗, 需具有主治医师以上专业技术职务任职资格的医师同意, 并签名开具处方; 由于各地的分级管理目录不同, 我们认为总体上对公司的影响较小。

表 12: 公司抗感染用药主要产品在北京、广东、浙江的使用级别

	非限制使用级	限制使用级	特殊使用级
阿乐欣	浙江	广东、北京	-
硫酸阿米卡星	浙江、广东、北京	-	-

资料来源: 卫生部, 信达证券研究所

### ➤ 阿乐欣迎来恢复性增长

阿洛西林冻干在国内有数十家生产企业, 在 2011 年样本医院中, 公司产品阿乐欣的市场占有率约占 56%。

2011年3月发改委调整抗感染类药品价格，阿乐欣受到降价影响当年几乎无增长；2012年以来，公司适时的调整产品结构和营销模式，加大基层医疗终端的市场开发和学术推广，同时，阿乐欣进入浙江省等地基药增补目录之后开始放量，2012年上半年阿乐欣同比增长90%以上，预计全年将接近3亿规模。

**表 13：2011年3月发改委调整后的注射用阿洛西林最高零售价**

药品名称	剂型	规格	最高零售价
阿洛西林	注射剂	1g, 冻干(溶媒结晶粉)	12.9元
阿洛西林	注射剂	500mg, 冻干(溶媒结晶粉)	7.6元
阿洛西林	注射剂	2g, 冻干(溶媒结晶粉)	21.9元
阿洛西林	注射剂	1g	10.9元

资料来源：发改委，信达证券研究所

#### ➤ 阿米卡星和大观霉素原料药已形成规模优势

公司的大观霉素原料药于07年通过了美国FDA认证；目前，公司的大观霉素和阿米卡星原料药在国际市场上的占有率分别达到35%和40%；同时，WHO希望康恩贝提供阿米卡星产品用于肺结核病人的治疗，公司已向WHO提供了相关文件、标准、生产管理资料，待第三方认证后即可成为其特许供应商。

## 六、资产整合之后的协同效应开始显现

### 6.1 外部并购+资产注入，公司具备了突出的品种优势

为避免同业竞争并减少经常性关联交易，公司大股东于2010年9月承诺在2012年12月31日之前，将集团内其他医药资产或业务注入上市公司，大股东履行承诺的同时，公司也在通过外部并购的方式，并购潜力品种、进行战略布局。

**表 14：近两年公司的并购及资产注入情况**

时间	标的公司	交易类型	交易金额	获得的品种或资源	丰富原有产品线
2011年9月	康恩贝中药	资产注入	39402万元	复方鱼腥草合剂、牛黄解毒片、六味地黄丸等品种； 英诺珐医药销售公司。	清热解毒类
2011年12月	云南雄业	收购	6505万元	益肾健骨片、肠舒片、紫草婴儿软膏等44个批文，其中5个独家品种，国家医保目录品种23个，基本药物目录品种9个。	骨伤科用药 消化系统用药
2012年8月	内蒙古伊泰	收购	20000万元	麝香通心滴丸、三白草肝炎颗粒、蓝苓颗粒等11个批文，其中 国家医保目录品种5个。	心脑血管用药 肝胆类用药、清热解毒类
2012年11月	云南希陶	资产注入	25852万元	龙金通淋胶囊、芪桑益肝丸等14个批文； 中药材前处理和提取基地。	泌尿系统用药

资料来源：公司公告，信达证券研究所



## 6.2 销售发力，整合之后的协同效应开始显现

随着并购的进行与大股东的资产注入，公司产品线丰富和优化的同时，对内外部资产的整合也持续进行，尤其是对销售平台的梳理与合并，使公司的销售体系更加完善和健康、各平台各司其职；在客户资源、营销团队、渠道网络、品牌建设、降低成本等方面的整体协同效应开始显现，推动了公司盈利能力的持续提升。

表 15：目前公司主要的销售平台

销售公司	销售人员	销售产品	处方药营销	OTC 营销
英诺珐	超 1000 人	金奥康、肠炎宁、牛黄上清胶囊、感冒疏风颗粒等；	浙江市场为主，已覆盖浙江省 90% 以上的二级以上医院及 40% 以上的社区医院；	覆盖全国 85% 以上的零售终端（含连锁）；
康恩贝医药销售	超 1000 人	前列康、天保宁、夏天无、刻停等；	在浙江、上海、京津、广东、江苏等地建立了较成熟的心脑血管药品学术推广体系；	
上海康恩贝	200 多人	麝香通心滴丸等高端产品；	在上海、江苏地区进行以学术推广为主的处方药销售；	
云南希陶子公司	-	以云南希陶产品销售为主；	昆明子公司以云南希陶处方药产品的医院销售为主，在云南、广东、浙江、江苏、四川、上海、北京等建立了自营销售队伍和销售网络，实行以销定产内部订单式生产管理。	湖北子公司以云南希陶 OTC 产品的销售为主，有区域代理商 4,000 余家、大型配送商业 30 余家、全国及区域连锁公司 100 余家和社会单店 3,000 余家。

资料来源：公司公告，信达证券研究所

近年来，公司每年都在针对营销体系中的问题及市场变化调整销售策略和市场重点，有效的提升了销售效率和品牌竞争力：

2009 年，公司通过优化商业渠道、与强势连锁终端进行深度合作、在江苏等省区建立专职社区医疗推广队伍等方式，巩固公司 OTC 品牌药的市场地位；继续加强自销体系的建设，优化营销模式和策略。

2010 年，公司以“聚焦营销、做大品牌”为中心，以品牌营销为主要营销模式，针对不同市场终端的产品建立分销体系，大力推广重点终端的覆盖；09 年的募集资金用于前列康、天保宁的品牌规划。

2011 年，公司提出“处方药品牌化、品牌药保健化、品牌管理系统化、品牌药管理处方化”的经营策略，通过“大品牌”工程和创新营销等措施完善品牌规划和运营体系；募集资金用于前列康品牌和天保宁品牌的市场调研。

2012 年，公司着重调整产品结构和营销模式，加大基层医疗终端市场开发和学术推广，完善 OTC 和品牌营销策略；募集资金继续在品牌和品类规划、基层医疗终端营销网络及推广和办事处建设等方面投入。

目前，公司对于三个主要销售平台的定位更加明确，英诺法主要以 OTC 产品的零售终端销售为主，上海康恩贝主要负责以麝香通心滴丸为首的高端市场学术推广，医药销售公司主要负责以基本药物使用为主的基层医疗终端。

## 相关假设及盈利预测

### 关键假设

- 1、假设 12-14 年公司期间费用略降；
- 2、所得税率基本稳定；
- 3、13、14 年未考虑公司减持佐力药业的投资收益；

表 16: 主要产品预测假设 (万元)

类别	产品	2011A	2012E	2013E	2014E
植物药	前列康 <sup>1</sup>	28000	28840	32301	37146
	增速	-	3%	12%	15%
植物药	肠炎宁 <sup>2</sup>	20371	28519	35649	42779
	增速	37%	40%	25%	20%
植物药	天保宁 <sup>3</sup>	10,453	19861	26812	34856
	增速	50%	90%	35%	30%
植物药	牛黄上清胶囊 <sup>4</sup>	5,000	10000	13000	15600
	增速	-	100%	30%	20%
化药	金奥康 <sup>5</sup>	21,928	28506	35633	42760
	增速	21%	30%	25%	20%
化药	阿乐欣 <sup>6</sup>	20000	30000	39000	48750
	增速	-	50%	30%	25%
新品种	麝香通心滴丸	-	-	5000	10000
	增速	-	-	-	100%
新品种	龙金通淋胶囊	-	6000	7800	10140
	增速	-	-	30%	30%

资料来源: 信达证券研发中心预测; 注: 除了以上 6 个品种外, 公司过亿品种还包括夏天无系列、汉防己甲素、阿卡米星、珍视明系列。

表 17: 产品分类别盈利预测假设 (万元)

产品	类别	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
中药与植物药	销售收入	84,550.0	110,668.2	149,402.1	201,692.8	252,116.0
	同比增长	49.7%	30.9%	35.0%	35.0%	25.0%
	毛利率	73.5%	71.4%	71.0%	72.0%	72.0%
化学药	销售收入	48,384.2	61,005.1	85,407.1	109,321.1	133,371.7
	同比增长	52.9%	26.1%	40.0%	28.0%	22.0%
	毛利率	75.1%	75.6%	75.0%	76.0%	76.0%
原料药	销售收入	18,374.4	20,382.3	19,363.2	19,556.8	19,752.4
	同比增长	8.7%	10.9%	-5.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	22.3%	24.8%	21.0%	21.0%	21.0%
保健品	销售收入	7,897.0	11,746.0	9,396.8	-	-
	同比增长	-20.1%	48.7%	-20.0%	-	-
	毛利率	78.1%	69.6%	75.0%	-	-
其他	销售收入	20,737.0	8,480.0	4,240.0	4,452.0	4,674.6
	同比增长	-19.5%	-59.1%	-50.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	10.5%	16.6%	16.0%	16.0%	16.0%
总计	销售收入	179,942.6	212,281.6	267,809.2	335,022.8	409,914.8
	同比增长	27.9%	18.0%	26.2%	25.1%	22.4%
	毛利率	61.7%	65.8%	67.9%	69.6%	70.2%

资料来源: 信达证券研发中心预测

根据模型演示, 我们测算出公司 2012-2014 年归属母公司的净利润分别为 2.94 亿、3.85 亿和 4.92 亿元, 未来三年净利润增速分别为 4.76%、31.14%和 27.79%, 相应 2012-2014 年的 EPS 为 0.36 元、0.48 元和 0.61 元。(注: 2011 年公司参股公司佐力药业上市确认非经常性损益 6786 万元。)

## 估值与投资评级

### 绝对估值

我们采用信达自由现金流模型 (FCFE) 对公司进行估值, 按照下表所设参数计算出公司的内在价值为 11.91 元。

表 18: FCFE 估值法参数与估值结果

参数假设		FCFE 价值分解	
行业平均资产 Beta	0.93	研究期经营价值 (亿元)	40.11
股票 Beta	1.03	TV (亿元)	50.74
无风险利率	3.70%	其他价值(亿元)	5.54
市场收益率	10.70%	合计 (亿元)	96.39
TV 增长率	2%	总股本 (亿股)	8.096
股权融资成本	10.92%	每股价值 (元/股)	11.91

资料来源: 信达证券研发中心

## 相对估值

我们选取了与公司主要产品同类的生产企业（中药口服制剂生产企业）和康恩贝做横向比较，按 2013 年同类公司 26.6 倍平均市盈率计算，康恩贝的每股价值为 12.8 元，考虑到公司良好的成长性以及新产品广阔的市场前景，我们认为公司可以获得至少 10%-20%的溢价空间，即合理估值区间为 14.1-15.3 元，对应 PE 为 29.3-31.9 倍。

表 19: 同类公司估值比较

代码	股票名称	股价(元)	市值(亿元)	2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
				EPS	EPS	EPS	P/E	P/E	P/E
600085.SH	同仁堂	18.84	245.31	0.34	0.43	0.54	56.1	43.7	35.0
600535.SH	天士力	55.10	284.55	1.18	1.46	1.89	46.7	37.6	29.2
002603.SZ	以岭药业	23.95	132.32	1.17	0.68	0.92	20.5	35.0	25.9
600329.SH	中新药业	10.52	77.78	0.33	0.55	0.63	31.9	19.1	16.7
002317.SZ	众生药业	33.90	61.02	0.84	1.01	1.30	40.4	33.6	26.2
	中值	-	-	-	-	-	40.4	35.0	26.2
	均值	-	-	-	-	-	39.3	33.8	26.6
600572	康恩贝	9.54	77.24	0.35	0.36	0.48	26.3	20.1	15.7

资料来源: 对比公司采用 wind 市场预期平均值; 价格为 2013 年 1 月 11 日收盘价。

## 投资评级

综合绝对估值和相对估值的计算结果，我们取合理估值区间的中值 14.7 元作为目标价，首次覆盖给予公司“买入”评级。

## 风险因素

- 1、主要产品招标价格低于预期的风险；
- 2、新品种市场推广低于预期的风险。

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	1,458.78	1,690.05	2,782.33	3,199.23	3,803.03
现金	672.05	720.32	1,588.15	1,743.22	2,042.79
应收账款	237.80	334.86	441.89	552.79	676.36
其它应收款	231.59	220.38	267.81	335.02	409.91
预付账款	51.72	51.14	62.48	74.13	88.85
存货	242.76	327.83	386.49	458.55	549.60
其他	22.87	35.51	35.51	35.51	35.51
非流动资产	1,004.67	1,270.39	1,340.51	1,409.41	1,420.55
长期投资	132.18	252.22	252.22	252.22	252.22
固定资产	589.46	628.53	678.28	752.22	812.73
无形资产	164.76	179.19	175.04	170.76	166.34
其他	118.27	210.44	234.97	234.21	189.25
资产总计	2,463.46	2,960.44	4,122.84	4,608.64	5,223.58
流动负债	681.96	710.94	764.69	829.49	906.42
短期借款	338.00	203.00	203.00	203.00	203.00
应付账款	141.67	143.64	170.17	201.89	241.98
其他	202.30	364.29	391.52	424.59	461.44
非流动负债	65.37	637.38	637.38	637.38	637.38
长期借款	35.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	30.37	637.38	637.38	637.38	637.38
负债合计	747.34	1,348.31	1,402.06	1,466.86	1,543.79
少数股东权益	177.15	191.36	218.82	254.82	300.83
归属母公司股东权益	1,538.97	1,420.77	2,501.96	2,886.96	3,378.95
负债和股东权益	2,463.46	2,960.44	4,122.84	4,608.64	5,223.58

## 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,799.43	2,122.82	2,678.09	3,350.23	4,099.15
同比	27.93%	17.97%	26.16%	25.10%	22.35%
归属母公司净利润	185.53	280.23	293.58	385.01	492.00
同比	83.30%	51.04%	4.76%	31.14%	27.79%
毛利率	61.65%	65.85%	67.93%	69.58%	70.21%
ROE	12.06%	19.72%	11.73%	13.34%	14.56%
每股收益(元)	0.23	0.35	0.36	0.48	0.61
P/E	41.6	27.6	26.3	20.1	15.7
P/B	4.4	4.7	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	9.68	14.82	13.73	10.76	8.36

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,799.43	2,122.82	2,678.09	3,350.23	4,099.15
营业成本	689.99	725.00	858.86	1,019.01	1,221.33
营业税金及附加	22.61	28.81	36.42	45.56	55.75
营业费用	732.15	896.02	1,205.14	1,474.10	1,803.62
管理费用	173.20	206.72	267.81	318.27	389.42
财务费用	20.00	21.08	44.79	38.02	36.97
资产减值损失	-2.81	1.53	2.01	2.42	2.96
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	16.23	90.64	96.70	24.37	26.81
营业利润	180.50	334.30	359.77	477.22	615.91
营业外收入	54.08	23.66	24.60	25.04	24.43
营业外支出	5.64	8.57	6.68	6.96	7.40
利润总额	228.95	349.39	377.69	495.30	632.94
所得税	28.12	42.96	56.65	74.29	94.94
净利润	200.83	306.43	321.04	421.00	538.00
少数股东损益	15.30	26.21	27.46	36.01	46.01
归属母公司净利润	185.53	280.23	293.58	385.00	491.99
EBITDA	315.69	460.16	507.24	633.16	778.73
EPS (摊薄)	0.23	0.35	0.36	0.48	0.61

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	125.93	188.36	185.25	339.79	432.70
净利润	200.83	306.43	321.04	421.00	538.00
折旧摊销	65.07	71.48	79.67	87.98	95.91
财务费用	21.67	39.29	49.88	49.88	49.88
投资损失	-16.23	-90.64	-96.70	-24.37	-26.81
营运资金变动	-117.95	-144.61	-172.71	-199.45	-230.25
其它	-27.46	6.40	4.07	4.75	5.97
投资活动现金流	-49.27	-515.20	-55.16	-134.85	-83.25
资本支出	-47.73	-112.31	-158.83	-159.22	-110.05
长期投资	29.49	-373.38	103.68	24.37	26.81
其他	-31.03	-29.51	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	280.18	362.53	737.74	-49.88	-49.88
短期借款	432.84	1.60	787.62	0.00	0.00
长期借款	-74.75	-135.00	0.00	0.00	0.00
其他	74.94	90.98	49.88	49.88	49.88
现金净增加额	356.47	34.94	867.84	155.07	299.57

## 医药生物小组简介

李惜浣，曾任职于某医药上市公司研究院、东海证券研究所，2012 年加入信达证券研究发展中心，从事医药行业研究。

吴临平，南京大学制药学士，生化硕士，2012 年加入信达证券研究发展中心。

## 医药生物行业重点覆盖公司

公司及代码	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
康恩贝	600572	双鹭药业	002038	天坛生物	600161	天士力	600535
华润双鹤	600062	嘉事堂	002462	新华医疗	600587	利德曼	000289
同仁堂	600085	昆明制药	600422	长春高新	000661	羚锐制药	600285

## 机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上； <b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%； <b>持有：</b> 股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间； <b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	<b>看好：</b> 行业指数超越基准； <b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平； <b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。