

## 证券研究报告

### 公司研究——事项点评

#### 康恩贝（600572.sh）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2013.2.4

#### 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：wuliping@cindasc.com

#### 相关研究

《公告 13 年经营计划，往年完成情况良好》  
2013.2.4

《产业与资本双驱动，植物药航母再出发》  
2013.1.14

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

## 不良反应事件无影响，再次合作生物药研发

2013 年 2 月 8 日

**事件：**1、公司针对 2 月 6 日 SFDA “提示关注碘普罗胺注射液和红花注射液引起严重不良反应的问题” 做出说明公告，控股子公司江西天施康的红花注射液产品自 2006 年后已经停止生产和销售。2、公司与美国 AFP 开发公司为合作开发肝癌治疗性疫苗（AFP）项目成立合资公司（杭州贝罗康生物技术有限公司），公司持股 70%。

#### 点评：

- **红花注射液不良反应事件对公司无影响。**目前红花注射液共有 16 家企业拥有生产批文，公司的两个品规已于 2006 年停止生产和销售，因此此次不良反应事件不会对公司的生产经营以及业绩造成影响。自鱼腥草注射液、葛根素注射液不良反应事件之后，公司对于中药注射剂产品的态度已经十分谨慎，目前生产销售的主要产品中只有夏天无系列包括一个品规的注射液剂型，并且采取肌肉注射给药；未来公司将坚持以口服制剂为主的产品线布局，以降低产品的不良反应风险。
- **看好生物制药未来发展，已介入多个项目。**此次公司与美国 AFP 开发公司成立的合资公司（杭州贝罗康生物技术有限公司），将按照国内 I 类生物药新药的研究要求开展肝癌治疗性疫苗（AFP）项目的新药临床前研究以及后续申报等工作。公司在做大做强植物药的同时，看好生物制药未来的发展潜力，因此近两年多次与其他机构合作、介入潜力品种的前期研发；虽然合作项目短期内不会带来业绩贡献，但是为公司提供了以较低的成本试水生物制药领域的机会。

表 1：近年来公司参与的生物制药项目

合作时间	合作方	公司持股比例	关键项目
2012.7.26	四川辉阳生命工程股份有限公司	18.13%	重组高效复合干扰素——乙肝治疗；三期临床阶段，预计 15 年完成临床；
	远东超级实验室有限公司	18.13%	重组高效复合干扰素——癌症治疗；临床前阶段，预计 13 年开始临床；
2013.2.8	美国 AFP 开发公司	70%	α 胎蛋白（AFP）项目——肝癌治疗性疫苗，美国正在进行 I 期临床试验； （2011 年 6 月签订战略合作框架协议，2012 年 5 月签订合作协议书）。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

- **盈利预测及评级：**我们维持对公司 2012-2014 年的盈利预测，预测 EPS 分别为 0.36 元、0.48 元和 0.61 元，对应 2013 年 2 月 7 日收盘价（11.30 元）的 PE 分别为 31 倍、24 倍、19 倍；我们认为，按相对估值计算公司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；取区间中值 14.7 元作为目标价，维持公司“买入”评级。
- **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；生物药新药研发的不确定性。

### 公司主要财务数据

	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%
每股收益 EPS(元)	0.23	0.35	0.36	0.48	0.61
市盈率 P/E(倍)	49.3	32.6	31.2	23.8	18.6
市净率 P/B(倍)	5.2	5.6	3.7	3.2	2.7

资料来源：信达证券研发中心预测 注：股价为2013年2月7日收盘价

#### 附注 1: 我国肝癌的发病率和死亡率

全球每年肝癌发病率位居恶性肿瘤发病率的第 5 位，死亡率位居第 3 位，而其中 55% 的病例发生在中国。我国肝癌死亡率已经上升至癌症死亡的第二位，仅次于肺癌；我国每年新诊断的肝癌患者约 30 多万例，发病率仍在不断上升，同时死亡率从 1990-1992 年的 20.37/10 万人，上升至 2004-2005 年的 26.26/10 万人。

#### 附注 2: 目前国内肝癌治疗性疫苗的研发情况

中信国建——自体肝癌细胞及脾 B 淋巴细胞融合疫苗，目前处于二期临床，在美国、澳大利亚等多个国家取得专利授权的自主创新“双功能抗体制备肿瘤疫苗”，兼具了肿瘤疫苗和单克隆抗体的优点。

#### 附注 3: AFP 项目

AFP 项目是一种基于质体的 DNA 疫苗刺激抗体和产生肿瘤抗原反应，在 HCC 和生殖细胞上高度表达的肿瘤抗原，是很重要的一个肿瘤抗原。肿瘤免疫疗法能产生对癌抗原的抗癌免疫反应，是一种能预防和治疗多种癌症的方法。项目研究至今已超过 10 年，进入临床试验前已经投入约 500 万美元。多例 I 期临床试验初步结果显示，证明肝癌病人可耐受 AFP，AFP 的免疫疗法(实际上是一种自体免疫反应的产生)是安全的，观察到受试者体内产生免疫反应，限制肿瘤发展。预计通常情况下该项目在美国完成临床试验并获得上市许可，还需投入数千万美元及 5-8 年左右时间。

## 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	2463.46	2960.44	4122.84	4608.64	5223.58

## 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	385.00	491.99
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	49.3	32.6	31.2	23.8	18.6
P/B	5.2	5.6	3.7	3.2	2.7
EV/EBITDA	11.65	17.52	16.54	13.01	10.19

## 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

李惜沅，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开发中心，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开发中心。

## 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
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@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

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。

### 股票投资评级

**买入：** 股价相对强于基准 20% 以上；

**增持：** 股价相对强于基准 5% ~ 20%；

**持有：** 股价相对基准波动在  $\pm 5\%$  之间；

**卖出：** 股价相对弱于基准 5% 以下。

### 行业投资评级

**看好：** 行业指数超越基准；

**中性：** 行业指数与基准基本持平；

**看淡：** 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。