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，2013.2.8

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

相关研究

《不良反应事件无影响，再次合作生物药研发》2013.2.8

《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

天保宁进入新版基药目录，以量补价增长无忧

2013 年 3 月 18 日

事件： 2013 年 3 月 15 日，卫生部公布了 2012 年版《国家基本药物目录》，公司主要产品之一天保宁——银杏叶片、银杏叶胶囊成为新进品种；此外，40mg 注射用奥美拉唑钠成为新进剂型。

点评：

➢ **天保宁 12 年高速增长是价稳、量升共同作用的结果。**

我们预计 2012 年公司的天保宁产品（银杏叶片、胶囊）销售收入近 2 亿元，同比增长 90%左右，市场占有率约 10%-20%。天保宁作为 90 年代的老品种在 12 年出现高速增长是价稳、量升共同作用的结果。2010 年、2011 年银杏叶制剂进入 10 余个省份的基本药物增补目录，随着各省基药招标工作的陆续展开，银杏叶产品迎来放量期；同时，公司天保宁凭借质量优势和品牌优势，在各地招标中维护了较好的中标价格。

表 1：2013 年四川、湖北两省基本药物招标中部分银杏叶片产品的招标结果

中标地区	规格（含总黄酮醇苷）	中标价（元）	转换单价（元/片）	质量层次	生产企业
四川	19.2mg*24 片	10.26	0.43	GMP 国产	宁波立华、四川科伦、江苏润邦
四川	19.2mg*24 片	26.25	1.09	优质优价	信邦制药
四川	19.2mg*24 片	28.42	1.18	优质优价	康恩贝
四川	19.2mg*36 片	15.16	0.42	GMP 国产	江苏润邦、安徽圣鹰
四川	19.2mg*36 片	51.19	1.42	优质优价	信邦制药
四川	19.2mg*60 片	63.46	1.06	优质优价	信邦制药
湖北	9.6mg*24 片	16.98	0.71	优质优价	扬子江
湖北	9.6mg*24 片	18.01	0.75	优质优价	康恩贝
湖北	19.2mg*24 片	23.98	1.00	优质优价	康恩贝
湖北	19.2mg*36 片	29.12	0.81	优质优价	上海信谊

资料来源：药品招标信息网，信达证券研发中心

➢ **进入新版基药目录，以量补价、增长无忧。**

市场通常认为产品进入基本药物目录后普遍面临降价压力，但是我们认为，从天保宁目前的销售情况和市场规模上看，进入全国基药利大于弊，以量补价会加快天保宁成为 5 亿大品种。

虽然银杏叶制剂进入 10 余个省的基药增补目录，但是天保宁的基层市场主要集中在上海、浙江、江苏等地区，这是各省的招标政策、省内销售实力以及主要竞争对手等综合因素共同作用下的结果。进入全国基药目录后，公司可选择的重点开拓区域范围扩大、全国的销售网络布局更加系统，更重要的是，以前列康和天保宁两个大品种为主的基药产品群形成，公司对于基层医疗终端的定位和布局都进行了调整。

我们认为，基层医疗市场开拓最重要的就是产品进入基药目录和之后的各省招标；由于产品进入基药目录后薄利多销，一个企业有 5 个以上的基药品种在一个省中标，才能产生明显的业绩贡献。未来公司将以天保宁（全国基药）、前列康（全国基药）、牛黄上清胶囊（全国基药、独家剂型）、唐贝克/格列吡嗪缓释胶囊（基药增补）4 个品种为核心，10 多个基药品种群形成合力、共同开拓基层医疗终端和相关招投标工作，同时医药销售公司从 OTC 终端向基层医疗终端的转型正在加速。我们预计到 2014 年，公司将基本完成以县级医院、社区医院、农村医疗卫生机构为主的基层医疗终端体系建设，销售团队达到 2000 人以上。

➢ **行业竞争激烈，公司具有突出的质量优势和品牌优势。**

目前，国内银杏叶胶囊生产企业共有 9 家、涉及上市公司 4 家，其中，华润三九和上海医药子公司上海信谊有均有一个规格的批文（总黄酮醇苷 9.6mg、萜类内酯 2.4mg），康恩贝拥有两个规格的批文（总黄酮醇苷 9.6mg、萜类内酯 2.4mg；总黄酮醇苷 19.2mg、萜类内酯 4.8mg），而汉森制药产品的规格未被列入新版目录。目前国内银杏叶片生产厂家超过 80 家，涉及上市公司 20 家，公司的主要竞争对手都具备新版目录中两个规格的批文。**在众多生产厂家的激烈竞争中，我们认为公司的竞争优势主要有以下两点：**

（1）公司作为行业标准制定者、质量优势突出：

除康恩贝外，信邦制药、扬子江、上海信谊、鲁南厚普等公司的银杏叶制剂产品也是优质优价品种，但是作为银杏叶行业标准的制定者，公司在银杏叶提取物和制剂产品上具有突出的质量优势，能够在招标的经济技术标环节中抢占先机。

公司的天保宁参考最新的美国标准 31 版和中国药典 10 版，提出了 **EGB1212 标准：总黄酮含量 24%-27%，黄酮苷元峰面积比（Q：K）0.8-1.2，总内酯 8%-12%，白果内酯 2.6%-5.8%，银杏内酯 A+B+C2.8%-6.2%，银杏内酯 B 不低于 1.2%，银杏酸低于 1ppm。**EGB1212 标准在三个方面得到了提高，第一，黄酮限量，过量的黄酮会过度扩张脑部血管，引起血管痉挛，造成头痛；第二内酯加倍，采用具有专利保护的提取分离方法，使内酯的含量加倍，特别是银杏内酯 B 的含量得到翻倍，从而达到较强的治疗作用；第三，使银杏叶提取物中的致敏物质银杏酸的含量下降到 1 个 ppm，远远高于现行所有的标准，大大提高了天保宁长期服用的安全性。

公司的银杏叶提取物原有产能约 60 吨，13 年合并云南希陶部分产能，总产能可以达到 100 吨左右，十二五期间还将扩大到 200 吨，形成新的利润增长点；目前国内外市场均有销售，制剂产品的主要竞争对手扬子江、汉森制药等都是公司的下游厂商。

（2）首研企业和国际化进程提升品牌竞争力：

通过和中科院上海药物研究所 6 年的合作开发，1993 年公司的天保宁作为国内第一个银杏叶口服制剂品种上市，1997 年该产品销售额就超过 1 亿元；之后由于剂型单一，缺少高端品种，其市场占有率有逐年下降。近年来随着公司对天保宁的重新规划和定位，2012 年之后天保宁主要以基层医疗终端为目标终端，在基本药物使用比例不断提升的过程中扩大市场份额。

公司银杏叶提取物和制剂的国际化进程也在不断推进。**银杏叶提取物的欧盟认证工作有望在 13 年上半年完成**；天保宁、前列康制剂在欧盟已有 15 年以上的销售历史、正在申请注册；同时，公司正在进行美国天然健康产品协会和美国药典 USP 认证中心的认证准备工作，这两项认证通过将意味着产品在美国得到认可，可以快速进入美国膳食食补充剂市场。

- **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（2013-2014 年未含减持佐力药业投资收益），对应 2013 年 3 月 15 日收盘价（11.63 元）的 PE 分别为 32 倍、25 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)	50.8	33.6	32.1	24.5	19.1
市净率 P/B(倍)	5.3	5.8	3.8	3.3	2.8

资料来源：信达证券研发中心预测　　注：股价为 2013 年 3 月 15 日收盘价

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	50.8	33.6	32.1	24.5	19.1
P/B	5.3	5.8	3.8	3.3	2.8
EV/EBITDA	12.01	18.02	17.07	13.43	10.53

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±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。