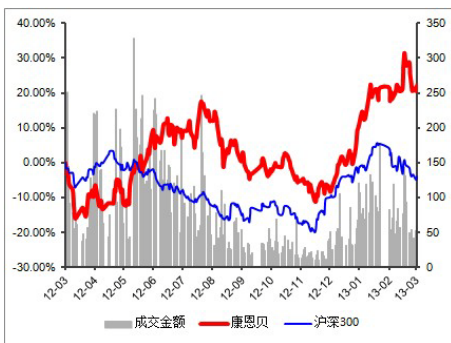


2013年3月20日

康恩贝（600572）年报点评

评级：推荐（维持）

最近52周走势：



相关研究报告：

《定增收官，业绩逐步发力》

2012-12-27

《注入优质资产，业绩腾飞在即》

2012-11-28

报告作者：

分析师：杨扬

执业证书编号：S059052070003

联系人：

刘生平

电话：0510-82832380

Email: liusp@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资

公司 2013 年 3 月 19 日晚间发布 2012 年报：公司 2012 年实现营业收入 27.33 亿元，同比增长 20.96%，实现利润总额 4.10 亿元，同比增长 9.27%，其中归属于母公司所有者的净利润为 2.95 亿元，同比增长 0.75%，归属于上市公司扣除非经常损益的净利润 2.21 亿元，同比增长 15.12%，基本每股收益为 0.42 元，业绩基本符合我们的预期。

点评：

业绩基本符合预期，子公司金华康恩贝、天施康和希陶药业多品种持续快速增长。2012 年度实现营业收入 27.33 亿元，同比增长 20.96%，实现利润总额 4.10 亿元，同比增长 9.27%。业绩基本符合我们的预期。根据此公司年报数据我们分别对母公司和主要子公司（包括天施康和金华康恩贝）产品进行预计：母公司产品主要是老产品前列康和天保宁，我们预计全年前列康销售额 2.8 亿元左右，同比小幅下滑，而预计天保宁持续高增长，销售额为 1.7 亿元左右，同比增长 60%；天施康肠炎宁系列和牛黄上清片（胶囊）等均有较好的业绩增长，我们预计公司牛黄上清胶囊实现销售额 9000 万左右，同比增长 82%；金华康恩贝金奥康、阿乐欣、汉防己甲素等产品均呈现高增长势头，我们预计公司金奥康和阿乐欣均在 3 亿元左右销售额；希陶药业明星制剂龙金通淋胶囊实现快速增长，我们预计其 2012 年销售额在 6000 万元左右；伊泰药业仍小幅亏损（公司 2011 年伊泰药业亏损 3157 万元，公司 2012 年亏损 620 万元）。根据公司 2012 年年报数据显示，子公司金华康恩贝、天施康和希陶药业的主营产品均呈现较快的增长势头。由于公司多品种新进基药和老品种营销模式变化，因此我们预计公司 2013 年业绩将会逐步好转。

前列康、天保宁、牛黄上清胶囊、金奥康和必坦等均已进入新

版基药目录，新老产品齐发力提振公司未来业绩。在卫生部新发布的基本药物目录中，公司的主营产品前列康、天保宁、牛黄上清胶囊、金奥康和必坦等多品种均已进入。其中，主营产品天保宁、金奥康和必坦等均是新进基药物目录品种（非主营产品香连丸和希陶的养阴清肺颗粒也均新进基药目录）。公司银杏叶胶囊相同规格的生产厂家较少，竞争烈度较小；必坦（通用名坦洛新胶囊）的国内竞争企业有四家，其新进基药有利于较快占据原研药市场份额。基于此，我们对公司主营产品未来业绩预计如下：公司前列康产品将在营销模式改革和基药快速推进下，其销售额将逐步恢复增长；天保宁和金奥康将借助于公司大力推广和基药快速推进下，实现快速的放量增长；必坦和独家剂型品种牛黄上清胶囊目前销售基数小，将有可能在公司大力营销下持续高增长的势头。

- **伊泰药业重磅品种麝香通心滴丸和希陶药业的龙金通淋胶囊均值得期待。**公司在 2012 年接连收购了伊泰药业和希陶药业，分别获取了优质品种麝香通心滴丸和龙金通淋胶囊。其中，独家品种麝香通心滴丸市场前景良好，有望在一到两年导入期后实现业绩高速增长，并有望成为公司重磅品种。我们预计这两个优质品种也将在公司大力推广下将成为未来业绩增长亮点。
- **维持给予公司“推荐”的投资评级。**根据公司目前经营状况，我们预计公司 2013 年至 2015 年的 EPS 分别为 0.48 元,0.68 元和 0.87 元（其中 2013 年的业绩未考虑转让康恩贝保健品公司的投资收益）。以公司 2013 年 3 月 19 日收盘价 11.70 元来计算，其 2013 年-2015 年市盈率分别为 25 倍,17 倍和 14 倍。由于公司现有老品种业绩将逐步改善以及新品将实现快速增长，因此我们维持给予对公司“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**1、销售费用增加过快；2、老产品销售改革不达预期。

盈利预测表:

财务报表预测与财务指标 单位: 百万

利润表	2012A	2013E	2014E	2015E	资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	2,734	3,400	4,300	5,371	现金	1,550	2,299	2,534	2,836
营业成本	911	1,070	1,314	1,695	应收款项净额	685	931	1,155	1,442
营业税金及附加	38	48	58	75	存货	406	559	663	872
销售费用	1,149	1,431	1,802	2,213	其他流动资产	38	48	60	76
管理费用	51	323	400	483	流动资产总额	2,680	3,837	4,411	5,226
EBIT	361	518	718	896	固定资产	826	992	1,095	1,159
财务费用	48	45	33	30	无形资产	272	263	254	245
资产减值损失	-4	-2	-2	-2	长期股权投资	282	652	662	672
投资净收益	73	10	10	10	其他长期资产	243	243	243	243
营业利润	373	490	701	883	资产总额	4,539	6,060	6,743	7,608
营业外净收入	15	23	23	23	短期借款	674	568	533	574
利润总额	410	513	724	906	应付款项	179	263	313	411
所得税	67	77	108	131	其他流动负债	493	823	917	937
净利润	343	437	616	775	流动负债	1,346	1,653	1,763	1,922
少数股东损益	-47	-52	-69	-74	长期借款	60	60	60	60
归属母公司净利润	296	385	547	701	应付债券	593	593	593	593
					其他长期负债	99	151	204	257
					负债总额	2,098	2,458	2,621	2,832
					少数股东权益	266	313	368	426
					股东权益	2,175	3,289	3,754	4,349
					负债和股东权益	4,539	6,060	6,743	7,608
主要财务比率	2012A	2013E	2014E	2015E	现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力					税后利润	296	385	547	701
营业收入	28.8%	24.4%	26.5%	24.9%	加: 少数股东损益	19	47	56	58
营业利润	11.5%	31.6%	43.0%	25.9%	公允价值变动	4	2	2	2
净利润	5.5%	30.1%	42.2%	28.1%	折旧和摊销	75	65	77	86
获利能力					营运资金的变动	-99	100	16	18
毛利率(%)	66.7%	68.5%	69.4%	68.4%	经营活动现金流	295	598	697	865
净利率(%)	12.5%	12.8%	14.3%	14.4%	短期投资	0	0	0	0
ROE(%)	13.6%	11.7%	14.6%	16.1%	长期股权投资	-29	-370	-10	-10
ROA(%)	6.5%	6.3%	8.1%	9.2%	固定资产投资	-346	-100	-100	-100
偿债能力					投资活动现金流	-376	-470	-110	-110
流动比率	1.99	2.32	2.50	2.72	股权融资	818	788	0	0
速动比率	1.69	1.98	2.13	2.27	负债净变化	60	0	0	0
资产负债率%	46.2%	40.6%	38.9%	37.2%	支付股利、利息	-176	-58	-82	-105
营运能力					其它融资现金流	325	-106	-35	42
总资产周转率	60.2%	56.1%	63.8%	70.6%	融资活动现金流	910	624	-117	-64
应收账款周转天数	91.49	100.00	98.00	98.00	现金净变动额	830	752	470	691
存货周转天数	169.44	170.00	165.00	170.00					
每股收益	0.37	0.48	0.68	0.87					
每股净资产	2.69	4.06	4.64	5.37					
P/E	44.3	24.6	17.3	13.5					
P/B	4.4	2.9	2.5	2.2					

资料来源: 国联证券研究所

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会，还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。