

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，2013.4.23

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

《业绩符合预期，北京基药招标显优质优价》

2013.4.23

《关注季度环比改善》2013.4.3

《3+1 平台齐发力，销售转型成就大品种》

2013.4.2

《三因素支撑增长提速》2013.3.20

《天保宁进入新版基药目录，以量补价增长无忧》2013.3.18

《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

生物药研发项目进展顺利

2013 年 5 月 16 日

事件：康恩贝全资子公司香港康恩贝国际有限公司参股的远东超级实验室有限公司，于 2013 年 3 月 1 日和 2013 年 5 月 14 日分别取得新加坡卫生科学局关于重组高效复合干扰素（rSIFN-co）用于肺癌等癌症治疗的一期临床试验许可，以及新加坡卫生伦理审查委员会关于上述临床一期试验的许可文件。临床一期试验许可主要为：“rSIFN-co 第一阶段非盲非随机试验，对晚期实体瘤受试者进行剂量递增的研究；在推荐剂量下对非小细胞肺癌、肾细胞癌、或黑色素瘤受试者的扩展治疗研究”。许可证号：CTC1300056，临床试验机构为新加坡国立癌症中心，许可证有效期限为自 2013 年 3 月 1 日起 2 年。

点评：

➤ **生物药研发项目进展顺利。**2012 年 7 月公司出资 456.47 万美元、以增资方式获得远东实验室公司 18.13% 股权；同时 1812.86 万元增资四川辉阳公司获得 18.13% 股权。康恩贝集团关联单位云南希康生物科技有限公司同时对四川辉阳公司和远东实验室公司分别增资投资，对两个公司各持有 7.65% 的股权。远东实验室公司主要从事 rSIFN-co 用于癌症治疗的研究，计划在海外申报 rSIFN-co 用于癌症治疗的临床研究；四川辉阳公司主要从事 rSIFN-co 用于乙型病毒性肝炎治疗的研究，2010 年该项目已经启动了 768 例 III 期临床试验，我们预计临床有望在 2015 年完成。

2013 年 2 月公司与美国 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），在国内开展 I 类生物药新药——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。目前该项目正在美国进行 I 期临床试验。

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；国内 III 期临床阶段，预计 15 年完成；
	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；新加坡进行 I 期临床试验；
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

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。

➤ **盈利预测及评级：**我们认为，公司主要产品前列康、天保宁过去依靠广告拉动零售终端的销售模式使产品销售出现瓶颈；随着目标市场从 OTC 终端转向以基层医疗终端为主的医院终端，核心产品突破销售瓶颈、做出 5 亿大品种水到渠成。随着公司生产整合和营销整合效果的持续显现、并购公司步入正轨，全年来看公司单季度扣非后的归属于母公司股东的

净利润有望持续提升。我们维持公司 2013~2015 年每股收益分别为 0.52 元、0.70 元、0.94 元的盈利预测，对应 2013 年 5 月 16 日收盘价（13.48 元）的市盈率分别为 26 倍、19 倍、14 倍，维持“买入”评级。

- **股价催化剂：**业绩超预期；银杏叶提取物通过欧盟认证；并购项目；子公司剩余股权收购。
- **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

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万元)	2,122.82	2,733.69	3,419.97	4,365.57	5,543.46
增长率 YoY %	17.97%	28.78%	25.10%	27.65%	26.98%
净利润(百万元)	280.23	295.71	418.44	567.31	764.87
增长率 YoY%	51.04%	5.53%	41.50%	35.58%	34.82%
毛利率%	65.85%	66.66%	68.22%	69.08%	69.97%
净资产收益率 ROE%	19.72%	13.60%	16.14%	17.95%	19.49%
每股收益 EPS(元)	0.35	0.37	0.52	0.70	0.94
市盈率 P/E(倍)	38.9	36.9	26.1	19.2	14.3
市净率 P/B(倍)	7.7	5.0	4.2	3.5	2.8

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：重组高效复合干扰素（rSIFN-co）

rSIFN-co 是使用蛋白质空间调控技术，成功研制出的一种具有全新空间构象的非天然的新型干扰素，可用于抑制病毒复制、抗肿瘤治疗。

四川辉阳公司的重组高效复合干扰素项目是国家新药基金项目、国家“九五”重点科技项目（攻关）计划、国家重大新药创制项目。冻干重组高效复合干扰素于 2001 年 1 月向国家药监局申请新药临床研究，并于同年 11 月取得新药临床研究批件，适应症为乙型病毒性肝炎的治疗；2002 年 10 月至 2005 年 6 月同时在四川大学华西医院、重庆医科大学附属第二医院、浙江大学医学院附属第一医院的 GCP 中心开展临床研究，2005 年底，四川辉阳公司完成了所有临床研究工作。2006 年 1 月该公司向国家药监局提交新药注册申请并于同年 3 月收到国家药监局发出《药品注册申请受理通知单》，后未获准注册。2009 年，根据国家药监局《新药临床研究批件》（批件号：2001SL043）和新的审批意见要求，四川辉阳公司制定方案并于 2010 年重新启动了 768 例的临床试验，以浙江大学医学院附属第一医院为牵头单位，20 家中心参加。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	1,690.05	2,679.66	2,556.53	3,258.18	4,261.30
现金	720.32	1,550.05	1,065.16	1,384.05	1,917.01
应收账款	334.86	329.48	564.30	720.32	914.67
其它应收款	220.38	324.07	342.00	436.56	554.35
预付账款	51.14	30.96	56.80	70.55	86.99
存货	327.83	405.92	489.10	607.52	749.10
其他	35.51	39.17	39.17	39.17	39.17
非流动资产	1,270.39	1,859.03	1,907.54	1,948.66	1,934.33
长期投资	252.22	281.56	281.56	281.56	281.56
固定资产	628.53	825.53	899.38	953.53	994.61
无形资产	179.19	271.95	261.48	250.92	240.26
其他	210.44	479.99	465.12	462.66	417.91
资产总计	2,960.44	4,538.69	4,464.07	5,206.84	6,195.63
流动负债	710.94	1,346.02	788.93	887.03	1,006.65
短期借款	203.00	661.96	0.00	0.00	0.00
应付账款	143.64	178.61	213.03	264.61	326.28
其他	364.29	505.45	575.90	622.42	680.38
非流动负债	637.38	752.01	758.98	758.98	758.98
长期借款	0.00	60.00	60.00	60.00	60.00
其他	637.38	692.01	698.98	698.98	698.98
负债合计	1,348.31	2,098.03	1,547.92	1,646.02	1,765.63
少数股东权益	191.36	266.14	323.20	400.56	504.86
归属母公司股东权益	1,420.77	2,174.51	2,592.95	3,160.26	3,925.13
负债和股东权益	2960.44	4538.69	4464.07	5206.84	6195.63

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	2,122.82	2,733.69	3,419.97	4,365.57	5,543.46
同比	17.97%	28.78%	25.10%	27.65%	26.98%
归属母公司净利润	280.23	295.71	418.44	567.31	764.87
同比	51.04%	5.53%	41.50%	35.58%	34.82%
毛利率	65.85%	66.66%	68.22%	69.08%	69.97%
ROE	19.72%	13.60%	16.14%	17.95%	19.49%
每股收益(元)	0.35	0.37	0.52	0.70	0.94
P/E	38.9	36.9	26.1	19.2	14.3
P/B	7.7	5.0	4.2	3.5	2.8
EV/EBITDA	20.85	19.10	14.28	10.98	8.03

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

利润表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	2,122.82	2,733.69	3,419.97	4,365.57	5,543.46
营业成本	725.00	911.28	1,086.90	1,350.04	1,664.67
营业税金及附加	28.81	38.32	47.88	61.12	77.61
营业费用	896.02	1,148.73	1,402.19	1,768.06	2,217.38
管理费用	206.72	283.63	348.84	449.65	582.06
财务费用	21.08	47.63	35.81	23.58	19.44
资产减值损失	1.53	4.22	0.76	3.14	4.13
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	90.64	72.81	47.27	36.36	33.48
营业利润	334.30	372.70	544.87	746.34	1,011.64
营业外收入	23.66	47.47	32.65	34.58	38.23
营业外支出	8.57	9.96	8.05	8.86	8.96
利润总额	349.39	410.21	569.46	772.06	1,040.92
所得税	42.96	67.40	93.96	127.39	171.75
净利润	306.43	342.80	475.50	644.67	869.17
少数股东损益	26.21	47.09	57.06	77.36	104.30
归属母公司净利润	280.23	295.71	418.44	567.31	764.87
EBITDA	460.16	559.72	736.36	928.62	1,203.48
EPS (摊薄)	0.35	0.37	0.52	0.70	0.94

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	188.36	245.76	341.40	483.94	650.91
净利润	306.43	342.80	475.50	644.67	869.17
折旧摊销	71.48	89.50	110.94	119.13	125.13
财务费用	39.29	60.02	55.96	37.43	37.43
投资损失	-90.64	-72.81	-47.27	-36.36	-33.48
营运资金变动	-144.61	-182.06	-257.65	-287.79	-354.68
其它	6.40	8.31	3.92	6.86	7.33
投资活动现金流	-515.20	-509.87	-108.37	-127.62	-80.52
资本支出	-112.31	-214.23	-162.61	-163.98	-114.00
长期投资	-373.38	-231.40	54.24	36.36	33.48
其他	-29.51	-64.24	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	362.53	1,082.06	-717.92	-37.43	-37.43
短期借款	1.60	790.36	0.00	0.00	0.00
长期借款	-135.00	467.96	-661.96	0.00	0.00
其他	90.98	176.26	55.96	37.43	37.43
现金净增加额	34.94	817.86	-484.89	318.89	532.95

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 $\pm 5\%$ 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。