

中药

署名人: 余方升

S0960511090002

021-52286447

yufangsheng@china-invs.cn

康恩贝

600572

推荐

下半年利润增速有望提升

投资要点:

- **中期业绩稳健增长。**公司公告预计上半年归属于母公司净利润同比增长60%以上,扣非后增长约20%。我们预计总体营收增长约10%多,相对不快的主要原因是部分地方基药招标政策实施进度滞后和公司自身产品整合等因素影响,预计3季度开始将会逐渐加快。
- **产品销售整体趋势向好。**前6月来看,表现比较好的品种有:我们估计汉防己甲素收入翻番增长,预计全年将突破上亿。乙酰半胱氨酸增长60%以上,肠炎宁增长30%多,天保宁增长20%以上。前列康、阿乐欣、奥美拉唑、珍视明等增长较慢,后面营销整合到位后,逐步恢复仍可期待。
- **麝香通心滴丸市场拓展顺利。**麝香通心滴丸福建等地区开拓情况良好,上半年销售收入约2000万,目前已进入广东省基药增补目录,全年收入有望达到6000万以上,未来具备成为10亿级别品种潜力。
- **推荐评级。**整体来看,我们认为公司当前仍处于销售整合和产品结构转型过程中,心脑血管等重点领域有望成为突破亮点,较为丰富的产品线使得公司具备比普通OTC个股更强的可持续成长性。预计公司13-15年的EPS分别为0.47、0.62和0.81元,同比分别增长29%、33%和30%,推荐评级,目前估值处于底部,估计下半年主营业务将会有所提升,建议配置。

风险提示: 药品降价影响; 基药销售进展受国家政策执行力度影响。

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	2734	3294	4067	4996
收入同比(%)	21%	21%	23%	23%
归属母公司净利润	296	380	504	656
净利润同比(%)	1%	28%	33%	30%
毛利率(%)	66.7%	67.2%	68.4%	69.2%
ROE(%)	13.6%	15.4%	17.7%	19.7%
每股收益(元)	0.37	0.47	0.62	0.81
P/E	28.23	21.99	16.58	12.72
P/B	3.84	3.40	2.94	2.51
EV/EBITDA	16	14	11	9

资料来源: 中投证券研究所

6-12个月目标价: 14.10元

当前股价: 10.31元

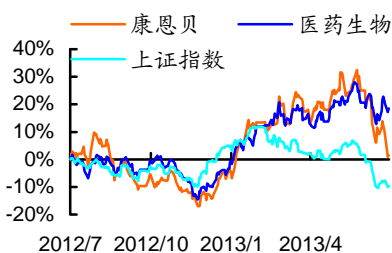
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	1965.45
总股本(百万)	810
流通股本(百万)	701
流通市值(亿)	72
EPS	0.13
每股净资产(元)	2.71
资产负债率	44.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
康恩贝	-18.82%	-12.66%	6.36%
医药生物	-1.75%	3.54%	19.92%
上证指数	-11.10%	-11.70%	-13.62%



相关报告

《康恩贝-1季报业绩符合预期,重点加强基层市场拓展》2013-4-23

《康恩贝600572-二线品种放量将驱动主业稳快发展》2013-3-20

《康恩贝-加强资产整合,积极推进13年经营规划》2013-2-3

附表 1: 公司主导产品收入及成本预测 (单位: 百万)

主营业务	项目	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	
植物药	收入	809.45	1092.12	1460.00	1906.10	2426.70	3077.74	
	增长率	43.34%	34.92%	33.68%	30.55%	27.31%	26.83%	
	毛利率	72.33%	71.05%	71.44%	72.00%	72.51%	72.90%	
	成本	223.97	316.18	417.00	533.76	667.20	834.00	
	前列康	收入	304.75	314.00	290.00	304.50	350.18	402.70
	增长率	15.00%	3.04%	-7.64%	5.00%	15.00%	15.00%	
	天保宁	收入	70.00	105.00	168.00	235.20	329.28	428.06
	增长率	0.00%	50.00%	60.00%	40.00%	40.00%	30.00%	
	麝香通心滴丸等	收入	40.70	90.00	96.00	211.20	316.80	475.20
	增长率	69.58%	121.13%	6.67%	120.00%	50.00%	50.00%	
肠炎宁等天施康品种	收入	394.00	583.12	680.00	884.00	1105.00	1381.25	
	增长率	100.00%	48.00%	18.00%	30.00%	25.00%	25.00%	
云南希陶	收入			226.00	271.20	325.44	390.53	
	增长率			35.30%	20.00%	20.00%	20.00%	
化学药	收入	483.83	601.74	879.74	1073.29	1309.41	1571.29	
	增长率	52.88%	24.37%	46.20%	22.00%	22.00%	20.00%	
	毛利率	75.10%	72.56%	71.81%	72.27%	72.73%	72.73%	
	成本	120.45	165.14	248.00	297.60	357.12	428.54	
	阿乐欣	收入		140.00	257.60	322.00	386.40	463.68
	增长率		0.00%	84.00%	25.00%	20.00%	20.00%	
	奥美拉唑	收入		208.00	250.00	300.00	360.00	432.00
	增长率		30.00%	20.19%	20.00%	20.00%	20.00%	
	其它品种	收入		253.74	372.14	451.29	563.01	675.61
	增长率			46.66%	21.27%	24.76%	20.00%	
保健品	收入	78.97	117.46	93.81				
	增长率	-20.06%	48.74%	-20.13%				
	毛利率	78.00%	69.60%	55.74%				
原料药	收入	183.74	203.82	205.86	216.15	226.96	238.31	
	增长率	8.68%	10.93%	1.00%	5.00%	5.00%	5.00%	
	毛利率	22.31%	24.79%	23.82%	23.82%	23.82%	23.82%	
其他	收入	336.00	243.00	94.00	98.70	103.64	108.82	
	增长率	37.26%	-27.68%	-61.32%	5.00%	5.00%	5.00%	
合计	收入	1891.99	2258.14	2733.41	3294.24	4066.70	4996.16	
	增长率	35.74%	19.35%	21.05%	20.52%	23.45%	22.88%	
	毛利率	63.69%	64.34%	65.49%	67.21%	68.39%	69.23%	

资料来源: 公司历年报表 中投证券研究总部

附表 2：麝香通心滴丸主要竞争品种对比情况

品种	麝香通心滴丸	麝香保心丸	复方丹参滴丸	速效救心丸	银丹心脑通软胶囊
生产厂家	康恩贝	上海和黄药业	天士力	中新药业	贵州百灵
上市年份	2009 年	1981 年	1994 年	1983 年	2005 年
原材料	人工麝香、人参茎叶总皂苷、蟾酥、丹参、人工牛黄、熊胆粉、冰片	人工麝香、人参提取物、人工牛黄、肉桂、苏合香、蟾酥、冰片	丹参、三七、冰片	川芎、冰片	银杏叶、丹参、灯盏细辛、三七、山楂、绞股蓝、大蒜、天然冰片、植物油、山梨醇、蜂蜡
适应症	芳香益气通脉，活血化瘀止痛。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。	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。	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。	行气活血，祛瘀止痛，增加冠脉血流量，缓解心绞痛。用于气滞血瘀型冠心病，心绞痛。	用于气滞血瘀引起的胸痹，症见胸痛，胸闷，气短。心悸等；冠心病，心绞痛，高血压、脑动脉硬化，中风、中风后遗症见上述症状者。
零售价	30mg*18 丸/盒 34 元	22.5mg*42 丸/盒规格 23 元	27mg*180 粒/盒 29.8 元	40mg*60 粒*2 瓶/盒 23.6 元	0.4g*15 粒*2 板/盒 30 元
用法用量	口服。一次 2 丸，一日 3 次	口服，一次 1-2 丸，一日 3 次	口服或舌下含服，一次 10 丸，一日 3 次，4 周为一个疗程	含服，一次 4-6 粒，一日 3 次；急性发作时，一次 10-15 粒。	口服，一次 2-4 粒，一日 3 次。
日均服用费	11.3 元	2.5 元	5 元	4 元	9.1 元
2011 年销售收入	约 0.2 亿	6 亿多	10 多亿	6 亿多	3 亿

数据来源：各公司资料 中投证券研究总部

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	2680	2077	2462	3017	营业收入	2734	3294	4067	4996
现金	1550	714	820	1003	营业成本	911	1080	1285	1537
应收账款	324	391	482	592	营业税金及附加	38	47	59	72
其它应收款	32	58	53	83	营业费用	1149	1384	1688	2073
预付账款	31	37	44	52	管理费用	284	329	407	500
存货	406	481	573	685	财务费用	48	13	11	9
其他	337	397	490	602	资产减值损失	4	5	4	4
非流动资产	1859	1862	1936	1996	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	282	247	259	259	投资净收益	73	40	10	10
固定资产	826	907	941	946	营业利润	373	476	624	811
无形资产	272	341	413	483	营业外收入	47	30	20	25
其他	480	366	323	308	营业外支出	10	10	10	10
资产总计	4539	3939	4397	5013	利润总额	410	497	634	826
流动负债	1346	1042	1065	1127	所得税	67	77	99	128
短期借款	662	300	300	300	净利润	343	419	535	698
应付账款	179	212	252	301	少数股东损益	47	40	32	41
其他	505	531	513	525	归属母公司净利润	296	380	504	656
非流动负债	752	133	156	177	EBITDA	510	587	747	944
长期借款	60	80	100	120	EPS (元)	0.37	0.47	0.62	0.81
其他	692	53	56	57					
负债合计	2098	1176	1221	1303					
少数股东权益	266	306	338	379	主要财务比率				
股本	810	810	810	810	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
资本公积	701	701	701	701	成长能力				
留存收益	664	946	1329	1820	营业收入	21.0%	20.5%	23.4%	22.9%
归属母公司股东权益	2175	2457	2839	3331	营业利润	5.6%	27.8%	31.0%	30.0%
负债和股东权益	4539	3939	4397	5013	归属于母公司净利润	0.7%	28.4%	32.6%	30.3%
					获利能力				
					毛利率	66.7%	67.2%	68.4%	69.2%
					净利率	10.8%	11.5%	12.4%	13.1%
					ROE	13.6%	15.4%	17.7%	19.7%
					ROIC	17.9%	18.8%	21.3%	24.0%
					偿债能力				
					资产负债率	46.2%	29.9%	27.8%	26.0%
					净负债比率	34.98	33.34%	33.75	33.14%
					流动比率	1.99	1.99	2.31	2.68
					速动比率	1.69	1.53	1.77	2.07
					营运能力				
					总资产周转率	0.71	0.78	0.98	1.06
					应收账款周转率	9	9	9	9
					应付账款周转率	5.44	5.53	5.55	5.56
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.37	0.47	0.62	0.81
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.41	0.50	0.63
					每股净资产(最新摊薄)	2.69	3.03	3.51	4.11
					估值比率				
					P/E	28.23	21.99	16.58	12.72
					P/B	3.84	3.40	2.94	2.51
					EV/EBITDA	16	14	11	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

中投医药团队荣誉：2007—2012 年连续 6 年在新财富最佳分析师评选中入围和上榜，2008 年和 2011 年在卖方分析师水晶球奖中获得第 2 名，2012 年获第 1 名。

中投医药团队成员：

周锐，医药行业首席分析师，理学博士，3 年医药行业从业经验，8 年证券行业从业经验，整体负责中投医药团队研究工作；

余方升，医药行业分析师，理学学士，经济学硕士，2009 年加入中投证券研究所，3 年证券行业从业经验，负责中药研究；

余文心，医药行业分析师，北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所，负责化学药、医疗服务及政策研究；

江琦，医药行业分析师，上海交大生物工程学士，金融学硕士，2010 年加入中投证券研究所，负责生物制药及医药流通研究；

王威，医药行业分析师，工学硕士，5 年医疗器械行业从业经验，2010 年加入中投证券研究所，负责医疗器械及境外上市中资医药股研究。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434