



证券研究报告

医药生物

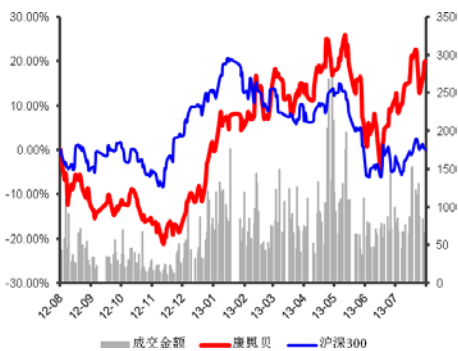
经营稳健, 产品销售逐步向好

2013年8月23日

康恩贝(600572)半年报点评

评级: 推荐(维持)

最近52周走势:



相关研究报告:

《营销渠道整合, 新老产品逐步发力》2013-4-23

《业绩增长符合预期, 基药品种推动业绩好转》2013-3-20

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格。

公司2013年8月22日晚间发布2013年半年度报告: 公司2013年上半年实现营业收入13.91亿元, 同比增长5.52%; 归属于母公司所有者的净利润为2.06亿元, 同比增长46.75%, 归属于上市公司扣除非经常损益的净利润1.41亿元, 同比增长21.85%, 基本每股收益为0.25元, 业绩基本符合我们的预期。

点评:

- 业绩基本符合预期, 新老产品销售情况将逐步好转。2013年上半年实现营业收入13.91亿元, 同比增长5.52%, 实现扣非净利润1.41亿元, 同比增长21.85%。业绩基本符合我们的预期。根据公司半年报数据, 我们对此前预计修改如下: 虽然天保宁因招标进度的缓慢影响了销量增长(预计上半年天保宁销量同比增长20%左右), 但是随着全国药品招标进度的实行, 其有望在浙江、江苏、上海和北京等优势地区快速放量, 预计全年销售额增速将在40%左右; 前列康上半年已逐步恢复增长, 预计全年可实现销售额同比小幅增长; 金华康恩贝金奥康平稳增长, 乙酰半胱氨酸和汉防己甲素等品种将持续高速增长势头(上半年汉防己甲素业绩同比增长超过100%); 肠炎宁等天施康主导品种销售情况持续向好; 麝香通心滴丸已逐步在国内销售(上半年实现销售收入2000万元), 并进入了广东省基药增补目录, 我们预计其将在公司大力学术推广下实现快速放量。基于公司老产品销售改善和潜力新品逐步放量增长, 我们认为公司业绩将逐步好转。
- “三船”模式营销体系整合促使销售费用率稳中有降, 快速增加的研发费用推高公司管理费用。根据公司半年报数据显示, 公司2013年上半年销售费用5.74亿元, 占营业收入比例41.31%, 同比下降0.75个百分点, 这是由于公司销售体系整合效率提高所致; 公司上半年管理费用1.35亿元, 占营业收入比例9.68%, 同



比上升 0.13 个百分点, 管理费用的快速增加是由于研发投入增幅较快所致。随着公司营销体系整合的进行和销售规模的扩大, 我们预计其销售费用率将稳中有降。公司管理费用将因公司的上市新品四期临床和老产品二次开发而保持快速增长, 其管理费用率将保持稳定。

- **麝香通心滴丸四期临床启动, 干扰素等新药研发进展顺利。**公司麝香通心滴丸四期临床的启动将对产品在终端的认知度和安全有效使用方面有较大的提升, 也有助于公司产品在终端的放量增长。另外, 公司参股研发的高效复合干扰素进入一期临床阶段, 化药 1.1 类新药 EVT-401 的合作开发也在积极推进。这些前景良好的新药研发将为公司未来培育出重磅新药, 从而将大幅提振公司未来业绩。
- **维持给予公司“推荐”的投资评级。**根据公司目前经营状况, 我们调整之前的盈利预测, 预计公司 2013 年-2015 年的 EPS 分别为 0.49 元, 0.64 元和 0.85 元。以公司 2013 年 8 月 22 日收盘价 12.83 元来计算, 其 2013 年-2015 年市盈率分别为 26 倍, 20 倍和 15 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	3,198	3,940	4,821	现金	1,550	2,317	2,531	2,853
营业成本	911	1,043	1,259	1,526	应收款项净额	685	876	1,058	1,294
营业税金及附加	38	45	53	67	存货	406	545	636	790
销售费用	1,149	1,329	1,615	1,933	其他流动资产	38	45	55	68
管理费用	275	294	359	434	流动资产总额	2,680	3,782	4,280	5,006
EBIT	361	478	645	851	固定资产	826	992	1,095	1,159
财务费用	48	52	42	39	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	48	30	20	其他长期资产	243	243	243	243
营业利润	373	481	640	840	资产总额	4,539	6,005	6,612	7,387
营业外净收入	15	30	20	20	短期借款	674	568	533	574
利润总额	410	511	660	860	应付款项	179	256	300	372
所得税	67	78	96	125	其他流动负债	493	778	845	833
净利润	343	433	564	735	流动负债	1,346	1,602	1,678	1,779
少数股东损益	-47	-39	-43	-50	长期借款	60	60	60	60
归属母公司净利润	296	394	521	685	应付债券	593	593	593	593
					其他长期负债	99	151	204	257
					负债总额	2,098	2,407	2,536	2,690
					少数股东权益	266	301	336	375
					股东权益	2,175	3,297	3,740	4,322
					负债和股东权益	4,539	6,005	6,612	7,387
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	394	521	685
营业收入	28.8%	17.0%	23.2%	22.4%	加: 少数股东损益	19	35	35	39
营业利润	11.5%	29.2%	32.9%	31.2%	公允价值变动	4	2	2	2
净利润	5.5%	33.4%	32.1%	31.5%	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%	67.4%	68.0%	68.3%	经营活动现金流	295	596	650	830
净利率(%)	12.5%	13.6%	14.3%	15.2%	短期投资	0	0	0	0
ROE(%)	13.6%	12.0%	13.9%	15.8%	长期股权投资	-29	-370	-10	-10
ROA(%)	6.5%	6.6%	7.9%	9.3%	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	2.36	2.55	2.81	股权融资	818	788	0	0
速动比率	1.69	2.02	2.17	2.37	负债净变化	60	0	0	0
资产负债率%	46.2%	40.1%	38.4%	36.4%	支付股利、利息	-176	-59	-78	-103
营运能力					其它融资现金流	325	-106	-35	42
总资产周转率	60.2%	53.3%	59.6%	65.3%	融资活动现金流	910	622	-113	-61
应收账款周转天数	91.49	100.00	98.00	98.00	现金净变动额	830	749	427	659
存货周转天数	169.44	170.00	165.00	170.00					
每股收益	0.37	0.49	0.64	0.85					
每股净资产	2.69	4.07	4.62	5.34					
P/E	44.3	26.3	19.9	15.2					
P/B	4.8	3.2	2.8	2.4					

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

免责条款:



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。