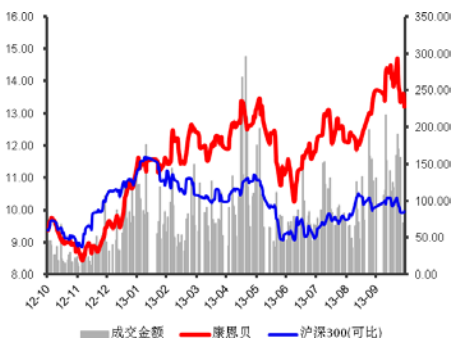


2013年10月30日

康恩贝 (600572) 三季报点评

评级: 推荐 (维持)

最近 52 周走势:

相关研究报告:

《经营稳健, 产品销售逐步向好》

2013-8-22

《营销渠道整合, 新老产品逐步发力》

2013-4-23

报告作者:

分析师: 刘生平

执业证书编号: S0590513090002

联系人:

刘生平 杨扬

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 10 月 29 日晚间发布 2013 年三季度报告: 公司 2013 年前三季度实现营业收入 20.98 亿元, 同比增长 4.50%; 归属于母公司所有者的净利润为 3.05 亿元, 同比增长 57.59%, 归属于上市公司扣除非经常损益的净利润 1.81 亿元, 同比增长 11.41%, 基本每股收益为 0.38 元, 业绩基本符合我们的预期。

点评:

- **业绩基本符合预期, 新产品销售将逐步放量。** 公司 2013 年三季报显示, 公司前三季度实现营业收入 20.98 亿元, 同比增长 4.50%, 归属于母公司所有者的净利润为 3.05 亿元, 同比增长 57.59%。总体来说, 公司主业收入增长略低于预期, 业绩基本符合我们的预期。根据公司三季报数据, 我们对公司产品销售情况预计如下: 虽然天保宁因招标进度的缓慢影响了销量增长 (预计前三季度天保宁销量同比增长 10% 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逐步放量, 预计未来两年销售情况将会快速转好; 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%); 肠炎宁产品销售情况; 麝香通心滴丸已逐步在国内销售, 我们预计其将在公司大力学术推广下实现较快放量, 全年销售额将超过 5000 万元。随着国内招标的实施和公司潜力新品的放量增长, 我们认为公司业绩将逐步好转。
- **期间费用稳定增长, 全年销售费用率和管理费用率将与去年持平。** 根据公司三季报数据显示, 公司 2013 年前三季度销售费用 8.93 亿元, 占营业收入比例 42.57%, 同比上升 0.14 个百分点, 其中第三季度销售费用 3.18 亿元, 占营业收入比例 45.06%, 同比增长 1.90

个百分点，这是由于公司加大新产品学术推广所致；公司前三季度管理费用 2.07 亿元，占营业收入比例 9.68%，同比上升 0.08 个百分点，其中第三季度管理费用 7278 万元，占营业收入比例 10.30%，同比上升 0.42 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。公司前三季度财务费用为 4557 万元，同比增长 36.84%，其中第三季度财务费用 1434 万元，同比下降 11.15%。公司财务费用是由于公司去年下半年一年期借贷较多所致。总的来说，公司期间费用保持稳定增长，销售费用率和管理费用率均保持平稳。因此，我们预计：随着公司目前营销体系整合的进行和新产品学术推广的进行，公司全年销售费用率与去年持平；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。

- **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 0.48 元, 0.60 元和 0.75 元。以公司 2013 年 10 月 29 日收盘价 13.21 元来计算，其 2013 年-2015 年市盈率分别为 27 倍, 22 倍和 18 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	1,366	1,583	1,841
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	1,338	1,639	1,996	其他流动资产	38	96	118	145
管理费用	279	307	362	448	流动资产总额	2,680	2,882	3,394	4,070
EBIT	357	460	621	778	固定资产	826	992	1,095	1,159
财务费用	48	58	53	50	无形资产	272	367	362	357
资产减值损失	-4	-2	-2	-2	长期股权投资	282	292	302	312
投资净收益	73	73	30	20	其他长期资产	243	290	290	290
营业利润	373	478	601	751	资产总额	4,539	5,311	5,701	6,385
营业外净收入	15	30	20	20	短期借款	674	568	533	574
利润总额	410	508	621	771	应付款项	179	224	250	279
所得税	67	78	90	112	其他流动负债	493	221	170	228
净利润	343	431	531	659	流动负债	1,346	1,013	954	1,081
少数股东损益	-47	-39	-43	-50	长期借款	60	40	40	40
归属母公司净利润	296	392	488	609	应付债券	593	593	593	593
					其他长期负债	99	69	69	69
					负债总额	2,098	1,715	1,656	1,783
					少数股东权益	266	301	336	375
					股东权益	2,175	3,295	3,710	4,227
					负债和股东权益	4,539	5,311	5,701	6,385
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	392	488	609
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%	28.3%	25.7%	24.9%	公允价值变动	4	2	2	2
净利润	5.5%	32.5%	24.5%	24.9%	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	594	617	754
净利率(%)	12.5%	13.5%	13.5%	13.7%	短期投资	0	0	0	0
ROE(%)	13.6%	11.9%	13.1%	14.4%	长期股权投资	-29	-10	-10	-10
ROA(%)	6.5%	7.4%	8.6%	9.5%	固定资产投资	-346	-100	-100	-100
偿债能力					投资活动现金流	-376	-110	-110	-110
流动比率	1.99	2.85	3.56	3.76	股权融资	818	788	0	0
速动比率	1.69	2.31	2.89	3.03	负债净变化	60	-20	0	0
资产负债率%	46.2%	32.3%	29.0%	27.9%	支付股利、利息	-176	-59	-73	-91
营运能力					其它融资现金流	325	-106	-35	42
总资产周转率	60.2%	60.2%	69.1%	75.5%	融资活动现金流	910	602	-108	-50
应收账款周转天数	91.49	100.00	98.00	98.00	现金净变动额	830	1,086	399	594
存货周转天数	169.44	170.00	165.00	170.00					
每股收益	0.37	0.48	0.60	0.75					
每股净资产	2.69	4.07	4.58	5.22					
P/E	44.3	27.3	21.9	17.6					
P/B	4.9	3.2	2.9	2.5					

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。