

中药

署名人: 余方升

S0960511090002

021-52286447

yufangsheng@china-invs.cn

康恩贝

600572

推荐

经营稳定发展, 新药将逐渐上量

公司前3季度实现归属于母公司净利润约3.05亿, 同比增长57.59%, 对应EPS0.38元。

投资要点:

- **业绩大幅增加主要是投资收益影响。**公司前3季度实现营收约20.98亿, (追溯调整云南希陶报表后) 同比增长4.50%。归属于上市公司股东净利润约3.05亿, 同比增长57.59%。扣非后净利润约1.81亿, 同比增长11.41%, 对应EPS约0.22元。投资收益较多主要是出售佐力药业收益7800万等所致。毛利率同比提升1.46个百分点, 销售和管理费用率变化都较小。
- **第3季度主业稳定。**第3季度单季营收7.07亿, 同比增长2.53%。归属于母公司净利润约0.99亿, 同比大幅增加86.37%主要是投资收益影响。毛利率同比增加1.48个百分点, 销售费用率增加1.91个百分点, 管理费用率变化不大。
- **营销继续整合, 主导品种未来整体增速有望回升。**前9月主要品种来看: 我们估计汉防己甲素收入大幅增长, 今年将突破上亿。天保宁增长约20%, 不快的原因主要是各地基药招标政策实施进度滞后。前列康增长6%, 经过调整后有所恢复, 肠炎宁增长约30%, 阿乐欣、奥美拉唑等增长较为平缓, 未来有待加强。
- **麝香通心滴丸销售逐渐上量。**麝香通心滴丸福建、广东等地区上半年拓展较好, 3季度受行业负面政策有所影响, 预计4季度开始逐渐恢复正常, 全年收入有望达到5000万, 具备成为重磅级别品种潜力。
- **推荐评级。**公司营销有望持续加强, 未来基药和新药拓展是发展重点。考虑到转让佐力药业等收益因素, 我们调整公司13-15年的EPS分别至0.51(主业0.35元)、0.55和0.66元, 公司货币资金充裕, 未来存在外延式扩张预期, 推荐评级, 建议重点关注。

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	3138	3854	4739
收入同比(%)	21%	15%	23%	23%
归属母公司净利润	296	412	449	532
净利润同比(%)	1%	39%	9%	18%
毛利率(%)	66.7%	66.4%	67.4%	68.3%
ROE(%)	13.6%	16.6%	15.9%	16.6%
每股收益(元)	0.37	0.51	0.55	0.66
P/E	36.17	25.93	23.83	20.12
P/B	4.92	4.30	3.80	3.34
EV/EBITDA	20	17	15	13

资料来源: 中投证券研究总部

6-12个月目标价: 16.50元

当前股价: 13.60元

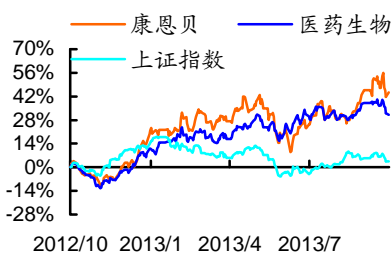
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2133.87
总股本(百万)	810
流通股本(百万)	701
流通市值(亿)	95
EPS	0.25
每股净资产(元)	2.67
资产负债率	43.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
康恩贝	1.04%	17.34%	13.40%
医药生物	-4.78%	-0.23%	12.38%
上证指数	-1.21%	6.12%	-2.02%



相关报告

《康恩贝-下半年利润增速有望提升》

2013-7-10

《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步发展》2013-3-20

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	1855.40	2362.50	2998.35	
	增长率	43.34%	34.92%	33.68%	27.08%	27.33%	26.91%	
	毛利率	72.33%	71.05%	71.44%	71.23%	71.76%	72.18%	
	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	218.40	305.76	397.49
		增长率	0.00%	50.00%	60.00%	30.00%	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	237.30	284.76	341.71	
	增长率			35.30%	5.00%	20.00%	20.00%	
化学药	收入	483.83	601.74	879.74	967.72	1161.26	1393.51	
	增长率	52.88%	24.37%	46.20%	10.00%	20.00%	20.00%	
	毛利率	75.10%	72.56%	71.81%	71.81%	71.81%	71.81%	
	成本	120.45	165.14	248.00	272.80	327.36	392.83	
	阿乐欣	收入		140.00	257.60	257.60	309.12	370.94
		增长率		0.00%	84.00%	0.00%	20.00%	20.00%
	奥美拉唑	收入		208.00	250.00	287.50	345.00	414.00
		增长率		30.00%	20.19%	15.00%	20.00%	20.00%
	其它品种	收入		253.74	372.14	422.62	507.14	608.57
		增长率			46.66%	13.56%	20.00%	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	3137.97	3854.35	4738.99	
	增长率	35.74%	19.35%	21.05%	14.80%	22.83%	22.95%	
	毛利率	63.69%	64.34%	65.49%	66.37%	67.42%	68.33%	

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	2107	2431	2878	营业收入	2734	3138	3854	4739
现金	1550	797	857	948	营业成本	911	1055	1256	1501
应收账款	324	372	457	562	营业税金及附加	38	45	56	68
其它应收款	32	54	51	78	营业费用	1149	1318	1600	1990
预付账款	31	36	43	51	管理费用	284	314	385	521
存货	406	470	559	669	财务费用	48	12	9	10
其他	337	378	465	571	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	130	10	10
固定资产	826	907	941	946	营业利润	373	519	555	654
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	3968	4367	4874	利润总额	410	539	565	669
流动负债	1346	1036	1056	1124	所得税	67	84	88	104
短期借款	662	300	300	307	净利润	343	456	477	565
应付账款	179	207	246	294	少数股东损益	47	43	28	33
其他	505	529	510	523	归属母公司净利润	296	412	449	532
非流动负债	752	133	156	177	EBITDA	510	629	677	788
长期借款	60	80	100	120	EPS (元)	0.37	0.51	0.55	0.66
其他	692	53	56	57					
负债合计	2098	1169	1213	1301	主要财务比率				
少数股东权益	266	309	338	371	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
股本	810	810	810	810	成长能力				
资本公积	701	701	701	701	营业收入	21.0%	14.8%	22.8%	23.0%
留存收益	664	979	1307	1692	营业利润	5.6%	39.3%	6.9%	17.9%
归属母公司股东权益	2175	2490	2817	3202	归属于母公司净利润	0.7%	39.5%	8.8%	18.5%
负债和股东权益	4539	3968	4367	4874	获利能力				
					毛利率	66.7%	66.4%	67.4%	68.3%
					净利率	10.8%	13.1%	11.6%	11.2%
					ROE	13.6%	16.6%	15.9%	16.6%
					ROIC	17.9%	20.9%	19.4%	19.9%
					偿债能力				
					资产负债率	46.2%	29.5%	27.8%	26.7%
					净负债比率	34.98	33.53%	33.97	33.75%
					流动比率	1.99	2.03	2.30	2.56
					速动比率	1.69	1.58	1.77	1.96
					营运能力				
					总资产周转率	0.71	0.74	0.92	1.03
					应收账款周转率	9	9	9	9
					应付账款周转率	5.44	5.48	5.54	5.56
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.37	0.51	0.55	0.66
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.40	0.44	0.49
					每股净资产(最新摊薄)	2.69	3.08	3.48	3.96
					估值比率				
					P/E	36.17	25.93	23.83	20.12
					P/B	4.92	4.30	3.80	3.34
					EV/EBITDA	20	17	15	13

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