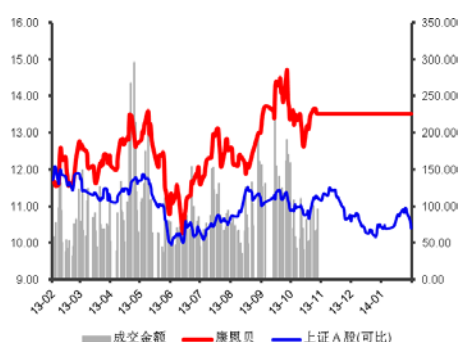


2014年2月25日

评级：推荐（维持）

康恩贝（600572）2013年年报点评
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

 《招标延缓主业增长，期待新品放量》
 2013-10-30

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：021-38991500 转 816

 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2014年2月24日晚间发布2013年年度报告：公司2013年实现营业收入29.24亿元，同比增长6.97%；归属于母公司所有者的净利润为4.17亿元，同比增长41.14%，归属于上市公司扣除非经常损益的净利润2.47亿元，同比增长12.06%，基本每股收益为0.52元，业绩基本符合我们的预期。

点评：

- **业绩基本符合预期，2014年主营产品销售持续稳健增长。**公司2013年年报显示，公司2013年度实现营业收入29.24亿元，同比增长6.97%，归属于母公司所有者的净利润为4.17亿元，同比增长41.14%。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。根据公司年报数据，我们对公司产品销售情况拆分预计如下：销售额超过2亿元的品种有前列康、银杏叶制剂、肠炎宁系列、奥美拉唑和阿乐欣等5个；销售额在1亿元左右的品种有牛黄上清胶囊、汉防己甲素和夏天无系列等3个；2014年随着各省药品招标的进行，公司具有较好竞争力的品种如银杏叶片、牛黄上清胶囊、龙金通淋胶囊、必坦和麝香通心滴丸等都将持续快速增长势头，其他老品种如前列康和珍视明系列等都将逐步销售向好。基于此，我们预计公司2014年主营产品销售将持续稳健增长。
- **期间费用稳定增长，全年销售费用率和管理费用率都较去年有所下降。**根据公司2013年年报显示，公司2013年销售费用12.25亿元，占营业收入比例41.90%，同比下降0.12个百分点，这是由于公司销售体系整合所致；公司2013年管理费用2.92亿元，占营业收入比例9.98%，同比下降0.4个百分点，管理费用的快速增加是由于研发的持续投入和并购公司管理体系整合所致。公司2013年财务费用为6271万元，同比增长31.66%，公司财务费用是由于

公司公司借贷较多。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较 2012 年有所下降。因此，我们预计：2014 年随着公司新产品的持续推广，公司销售费用将持续较快增长，而老产品销售费用将稳步增长；公司管理费用将由于公司新产品四期临床、新药研发和重组整合而持续较快增长；公司销售费用率有望维持在 41.5% 左右，而管理费用率将保持在 9.5% 左右。

- **公司推进重大资产重组，外延式增长空间打开。**公司自 2013 年 11 月 25 日起开始停牌，推进重大资产重组。此次重大资产重组，是自去年公司增发以来又一积极举措，有助于公司快速实施战略布局，也彰显了公司管理层做大做强医药产业的信心。随着公司重大资产重组的逐步完成，公司外延式增长空间已打开，有望快速提振公司未来业绩。
- **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 2014 年-2016 年的 EPS 分别为 0.59 元, 0.75 元和 0.90 元。以公司 2013 年 11 月 22 日收盘价 13.57 元来计算，其 2014 年-2016 年市盈率分别为 23 倍, 18 倍和 15 倍。由于公司新老品种销售逐步发力和外延增长步伐加快，**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	2013A	2014E	2015E	2016E	资产负债表	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,924	3,351	3,953	4,487	现金	782	1,060	1,461	1,941
营业成本	942	1,014	1,184	1,350	应收款项净额	861	918	1,061	1,205
营业税金及附加	40	44	51	58	存货	465	531	601	704
销售费用	1,225	1,381	1,607	1,781	其他流动资产	100	101	119	135
管理费用	287	318	364	404	流动资产总额	2,208	2,610	3,242	3,984
EBIT	430	589	742	889	固定资产	855	1,244	1,347	1,410
财务费用	63	47	39	35	无形资产	334	429	424	419
资产减值损失	-5	-2	-2	-2	长期股权投资	233	243	253	263
投资净收益	123	43	30	30	其他长期资产	269	290	290	290
营业利润	480	589	736	887	资产总额	4,454	5,304	5,814	6,565
营业外净收入	38	30	30	30	短期借款	406	300	300	342
利润总额	553	619	766	917	应付款项	249	219	237	248
所得税	99	98	117	137	其他流动负债	419	223	165	203
净利润	454	521	649	780	流动负债	1,073	741	702	793
少数股东损益	-37	-40	-43	-50	长期借款	59	39	39	39
归属母公司净利润	417	481	606	730	应付债券	595	595	595	595
					其他长期负债	135	105	105	105
					负债总额	1,862	1,480	1,441	1,532
					少数股东权益	224	260	295	334
					股东权益	2,368	3,564	4,079	4,699
					负债和股东权益	4,454	5,304	5,814	6,565
主要财务比率	2013A	2014E	2015E	2016E	现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力					税后利润	417	481	606	730
营业收入	7.0%	14.6%	18.0%	13.5%	加: 少数股东损益	20	36	35	39
营业利润	28.8%	22.6%	25.0%	20.5%	公允价值变动	5	2	2	2
净利润	41.2%	15.2%	26.1%	20.5%	折旧和摊销	82	65	77	86
获利能力					营运资金的变动	-303	100	16	18
毛利率(%)	67.8%	69.7%	70.0%	69.9%	经营活动现金流	221	684	735	875
净利率(%)	15.5%	15.5%	16.4%	17.4%	短期投资	0	0	0	0
ROE(%)	17.6%	13.5%	14.9%	15.5%	长期股权投资	48	-10	-10	-10
ROA(%)	9.4%	9.1%	10.4%	11.1%	固定资产投资	-411	-100	-100	-100
偿债能力					投资活动现金流	-363	-110	-110	-110
流动比率	2.06	3.52	4.62	5.02	股权融资	-798	788	0	0
速动比率	1.62	2.80	3.76	4.14	负债净变化	-1	-20	0	0
资产负债率%	41.8%	27.9%	24.8%	23.3%	支付股利、利息	-192	-72	-91	-109
营运能力					其它融资现金流	557	-106	0	42
总资产周转率	65.7%	63.2%	68.0%	68.3%	融资活动现金流	-626	590	-91	-68
应收账款周转天数	107.47	100.00	98.00	98.00	现金净变动额	-768	1,164	534	697
存货周转天数	188.48	170.00	165.00	170.00					
每股收益	0.52	0.59	0.75	0.90					
每股净资产	2.92	4.40	5.04	5.80					
P/E	44.3	22.9	18.1	15.1					
P/B	4.6	3.1	2.7	2.3					

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%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	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

免责声明:

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。