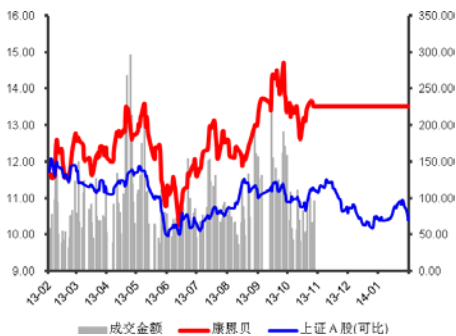


2014年4月8日

评级：推荐（维持）

**康恩贝（600572）临时公告点评**
**最近 52 周走势：**

**相关研究报告：**

《招标延缓主业增长，期待新品放量》2013-10-30

《内生稳健增长，外延步伐加快》2014-2-24

**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](mailto: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 4 月 7 日晚间发布收购增发等公告：1) 公司拟以现金人民币 9.945 亿元受让朱麟先生持有的贵州拜特制药有限公司 51% 股权；2) 公司拟以 12 元/股向公司实际控制人胡季强以及其他个人或机构等非公开发行股票，数量不超过 17500 万股。

**点评：**

- **收购拜特 51% 股权，获重磅品种丹参川芎嗪注射液（商品名：恤彤）。**公司收购的贵州拜特专注于丹参川芎嗪注射液的销售。该产品临床用于治疗冠心病、心绞痛、心肌梗死、缺血性中风、血栓闭塞性脉管炎等心脑血管疾病，在心脑血管、骨科、肾内科和内分泌科等科室广泛应用。其 2013 年销售额已经超过 4.3 亿元，同比增长 30%。我们预计丹参川芎嗪注射液仍将保持快速增长，其理由在于如下四点：1) 丹参川芎嗪注射液适应症多在慢性病心脑血管疾病等领域，容纳量大，相近产品注射用血栓通销量已经突破两亿支；2) 丹参川芎嗪注射液已经进入 26 个省份医保目录、20 个省新农合和 2 个省基本药物目录，销售放量潜力较大；3) 丹参川芎嗪注射液目前仅覆盖 4707 家，目标覆盖医院 10281 家，医院覆盖率有望持续增加；4) 公司新建基地已经在 2014 年 3 月获得新版 GMP 认证，小容量注射剂产能达到 1.2 亿支/年(2014 之前原基地产能 6000 万支/年)。我们预计公司丹参川芎嗪注射液 2014 年销售额 5.5 亿元。因此，此次收购也是继公司收购麝香通心滴丸之后的重磅品种收购，较好地丰富了公司产品线，也极大地提振了公司未来业绩。
- **定增募集资金加快公司业务扩张步伐。**公司此次收购的同时，也定增不超过 1.75 亿股本，募集资金不超过 21 亿元。公司本次募集资金不仅较好地补充营运资金，并可望继续加快公司未来业务在内生外延方面的扩张步伐，这也为公司的未来做大做强植物药和

生物药等领域奠定基础。

- **维持给予公司“推荐”的投资评级。**若考虑收购增发，我们预计2014年和2015年贵州拜特将贡献净利润0.65亿(按预计2014年7月并表计算)，1.65亿元，增厚公司EPS 0.07元和0.17元。根据公司目前收购增发进度，我们暂不调整公司盈利预测，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日停牌收盘价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	<b>2,208</b>	<b>2,610</b>	<b>3,242</b>	<b>3,984</b>
EBIT	<b>430</b>	<b>589</b>	<b>742</b>	<b>889</b>	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	<b>480</b>	<b>589</b>	<b>736</b>	<b>887</b>	资产总额	<b>4,454</b>	<b>5,304</b>	<b>5,814</b>	<b>6,565</b>
营业外净收入	38	30	30	30	短期借款	406	300	300	342
利润总额	<b>553</b>	<b>619</b>	<b>766</b>	<b>917</b>	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	<b>454</b>	<b>521</b>	<b>649</b>	<b>780</b>	流动负债	<b>1,073</b>	<b>741</b>	<b>702</b>	<b>793</b>
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	<b>417</b>	<b>481</b>	<b>606</b>	<b>730</b>	应付债券	595	595	595	595
					其他长期负债	135	105	105	105
					负债总额	<b>1,862</b>	<b>1,480</b>	<b>1,441</b>	<b>1,532</b>
					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	<b>4,454</b>	<b>5,304</b>	<b>5,814</b>	<b>6,565</b>
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	<b>221</b>	<b>684</b>	<b>735</b>	<b>875</b>
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	<b>-363</b>	<b>-110</b>	<b>-110</b>	<b>-110</b>
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	<b>-626</b>	<b>590</b>	<b>-91</b>	<b>-68</b>
应收账款周转天数	107.47	100.00	98.00	98.00	现金净变动额	<b>-768</b>	<b>1,164</b>	<b>534</b>	<b>697</b>
存货周转天数	188.48	170.00	165.00	170.00					
每股收益	<b>0.52</b>	<b>0.59</b>	<b>0.75</b>	<b>0.90</b>					
每股净资产	2.92	4.40	5.04	5.80					
P/E	<b>44.3</b>	<b>22.9</b>	<b>18.1</b>	<b>15.1</b>					
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%
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。