

2014年4月22日

评级: 推荐 (维持)

最近 52 周走势:



相关研究报告:

《内生稳健增长, 外延步伐加快》
2014-2-25

《并购贵州拜特, 收获重磅品种恤形》
2014-4-1

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。

康恩贝 (600572) 2014 年一季报点评

公司 2014 年 4 月 21 日晚间发布 2014 年一季报: 公司 2014 年一季度实现营业收入 7.33 亿元, 同比增长 9.14%; 归属于母公司所有者的净利润为 1.39 亿元, 同比增长 32.67%, 归属于上市公司扣除非经常损益的净利润 6589 万元, 同比增长 21.35%, 基本每股收益为 0.17 元, 业绩基本符合我们的预期。

点评:

- **业绩保持稳健增长, 基本符合我们的预期。** 根据公司一季报数据, 扣非净利润增速高于营业收入增速是由于公司管理费用小幅增加和财务费用减少所致。其中, 母公司实现营业收入 1.06 亿元, 同比增长 8.96%。总的来说, 公司**一季度业绩实现稳健增长, 基本符合我们的预期。** 根据公司一季报数据, 我们对各子公司的经营状况预计如下: 母公司因前列康等产品销售逐步好转, 实现销售收入小幅增长; 金华康恩贝因必坦等产品销售较快增长, 销售收入增长保持 20% 以上的快速增长; 天施康品种销售潜力有待挖掘, 销售收入实现小幅增长。由于公司 2014 年并购贵州拜特, 收获快速增长的重磅品种丹参川芎嗪注射液, 因此, 我们预计公司 2014 年全年业绩将会持续平稳较快增长势头。
- **内部整合促使管理费用率有所下降, 财务费用仍旧高企。** 根据公司一季报显示, 公司 2014 年一季度销售费用 3.12 亿元, 占营业收入比例 42.58%, 同比上升 0.41 个百分点, 这是由于公司新产品学术推广力度加大所致; 公司一季度管理费用 7038 万元, 占营业收入比例 9.60%, 同比下降 0.87 个百分点, 管理费用率下降是由于内部整合所致。公司一季度财务费用为 1446 万元, 同比减少 7.92%, 这是由于公司增发后资金面逐步好转所致。总的来说, 公司期间费用控制逐步好转。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; 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；公司此次增发结束后，可望解决财务成本问题，这也将较多地提振公司 2015 年业绩；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。

- **贵州拜特将大幅提振公司业绩。**由于贵州拜特主营产品丹参川芎嗪注射液新建产能扩产、医院拓展空间打开、终端较好的认可度和依托卓有成效的销售管理体系，因此我们预计此产品将保持 30% 左右的销量增速。收购贵州拜特也将加快了公司外延式发展的步伐。根据公司并购进度，我们预计公司可在 2014 年 5 月份完成收购并表。
- **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（暂不考虑增发和拜特并购），预计公司 2014 年-2016 年的 EPS 分别为 0.53 元，0.60 元和 0.73 元（若可在 5 月份完成收购并表，我们预计拜特收购可望给公司 2014 年和 2015 年增厚净利润 8000 万元和 1.65 亿元）。以公司 2014 年 4 月 21 日收盘价 14.39 元来计算，其 2014 年-2016 年市盈率分别为 27 倍、24 倍和 20 倍。由于公司新产品麝香通心滴丸丹参川芎嗪注射液快速增长和外延式增长步伐加快是大概率事件，**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	3,298	3,793	4,307	现金	782	1,047	1,379	1,750
营业成本	942	1,048	1,198	1,354	应收款项净额	861	904	1,018	1,156
营业税金及附加	40	46	49	56	存货	465	548	606	705
销售费用	1,225	1,382	1,574	1,757	其他流动资产	100	99	114	129
管理费用	287	317	349	388	流动资产总额	2,208	2,597	3,118	3,741
EBIT	430	500	618	747	固定资产	855	1,244	1,347	1,410
财务费用	63	47	40	37	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	88	30	30	其他长期资产	269	290	290	290
营业利润	480	545	611	744	资产总额	4,454	5,292	5,690	6,321
营业外净收入	38	20	20	20	短期借款	406	300	300	342
利润总额	553	565	631	764	应付款项	249	226	239	249
所得税	99	93	102	121	其他流动负债	419	226	163	201
净利润	454	471	528	642	流动负债	1,073	751	702	791
少数股东损益	-37	-42	-43	-50	长期借款	59	59	59	59
归属母公司净利润	417	429	485	592	应付债券	595	595	595	595
					其他长期负债	135	105	105	105
主要财务比率	2013A	2014E	2015E	2016E	负债总额	1,862	1,510	1,461	1,550
成长能力					少数股东权益	224	262	296	335
营业收入	7.0%	12.8%	15.0%	13.5%	股东权益	2,368	3,520	3,932	4,436
营业利润	28.8%	13.4%	12.2%	21.7%	负债和股东权益	4,454	5,292	5,690	6,321
净利润	41.2%	2.8%	13.1%	22.0%					
获利能力					现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E
毛利率(%)	67.8%	68.2%	68.4%	68.6%	税后利润	417	429	485	592
净利率(%)	15.5%	14.3%	13.9%	14.9%	加: 少数股东损益	20	38	35	39
ROE(%)	17.6%	12.2%	12.3%	13.3%	公允价值变动	5	2	2	2
ROA(%)	9.4%	8.1%	8.5%	9.4%	折旧和摊销	82	65	77	86
偿债能力					营运资金的变动	-303	100	16	18
流动比率	2.06	3.46	4.44	4.73	经营活动现金流	221	634	615	737
速动比率	1.62	2.73	3.58	3.84	短期投资	0	0	0	0
资产负债率%	41.8%	28.5%	25.7%	24.5%	长期股权投资	48	-10	-10	-10
营运能力					固定资产投资	-411	-100	-100	-100
总资产周转率	65.7%	62.3%	66.7%	68.1%	投资活动现金流	-363	-110	-110	-110
应收账款周转天数	107.47	100.00	98.00	98.00	股权融资	-798	788	0	0
存货周转天数	188.48	170.00	165.00	170.00	负债净变化	-1	0	0	0
每股收益	0.52	0.53	0.60	0.73	支付股利、利息	-192	-64	-73	-89
每股净资产	2.92	4.35	4.86	5.48	其它融资现金流	557	-106	0	42
P/E	44.3	27.2	24.0	19.7	融资活动现金流	-626	618	-73	-47
P/B	4.9	3.3	3.0	2.6	现金净变动额	-768	1,142	432	580

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。