# 拜特2014年并表，业绩加速

## 康恩贝（600572）

## 投资评级：推荐

### 收购贵州拜特，丰富植物药品种

2014 年 4 月 8 日公布收购贵州拜特 51%股权，此次收购与此前收购内蒙古伊泰药业和云南雄业制药不同，贵州拜特拥有培育成熟的产品，完善的营销网络，主要产品丹参川芎嗪注射液，2013 年贵州营业收入为 4.66 亿元，净利润为 2.06 亿元。主要应用于心血管、脑血管、骨科、肾内科、内分泌科等领域。主要成分为中药提取物丹参素和盐酸川芎嗪，是植物源化学原料加上有效中药单体复合的现代植物药，和传统中药注射剂相比不同，拿的是化学药的批件，中药降价对其无影响。

贵州拜特产能问题已经解决，2014 年 1-2 月份受产能瓶颈影响增速不快，新产能已经于 3 月份拿到新版 GMP 认证，目前新的两条生产线产能为年产丹参川芎嗪注射液 1.2 亿支，第三条生产线将于今年下半年投入使用，能解决产能不足的影响。

不足之处是丹参川芎嗪注射液占贵州拜特收入比重较大，达到 90%以上，但具备成为大品种的优秀基因，公司将加大科室推广力度，拓展适应症，加大基层医疗机构的覆盖等等，目前市场上竞争者仅一家为吉林四长制药，但仍然以公司产品为主。

康恩贝收购贵州拜特可以弥补在渠道方面的不足，同时丰富重磅产品系列，重点发展心脑血管领域用药，未来可以利用整合营销网络，发挥各条产品线的互补优势，提升公司价值，且对剩余 49%的股权将进一步协商解决。

### 公司对心脑血管用药布局

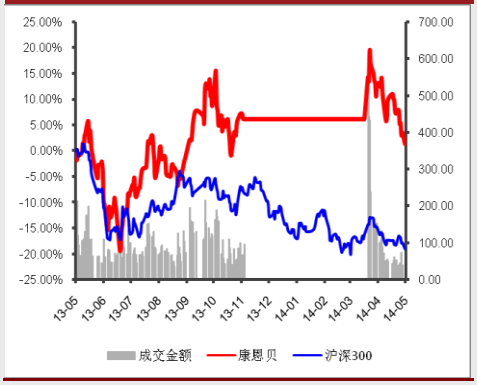
公司原有心脑血管用药品种天宝宁和 2012 年收购的独家品种麝香通心滴丸都具有成为未来大品种的潜质，新收购的拜特制药丹参川芎嗪注射液能大大提升康恩贝在心脑血管领域药品市场的地位，目前城市患病人群中心脑血管排名第一，中药占到了心脑血管用药的 1/3，公司将坚持这个方向，继续寻找合适的品种，巩固在心脑血管领域中的地位。

### 麝香通心滴丸——康恩贝未来主打产品

麝香通心滴丸作为独家品种，2008 年拿到批文，2009 年进入全国医保，2010 年获得国家中药保密技术品种，具有成为大品种的优势基因，2014 年 6 月将启动对其四期临床研究，预计完成需一年半时间，营销模式主要以学术推广为主，不排除利用目前收购的贵州拜特代理商进行销售，预计在未来 5 年内将麝香通心滴丸打造成康恩贝的主力品种之一。

### 非公开发行补充营运资金

**一年来市场表现** 截至 2014/5/20




| 市场数据 | 2014/5/20 |
|---|---|
| A 股收盘价（元） | 12.98 |
| A 股一年内最高价（元） | 15.65 |
| A 股一年内最低价（元） | 9.92 |
| 上证指数 | 2,008.12 |
| 市净率 | 4.2 |
| 总股本（万股） | 80,960 |
| 实际流通 A 股（万股） | 70,096 |
| 限售的流通 A 股（万股） | 10,864 |
| 流通 A 股市值（亿元） | 91.0 |

分析师 张科然
执业证书号：S1490513050001
电话：010-58565075
邮箱：zhangkeran@hrsec.com.cn

2014 年 4 月 8 日公布了向原有股东定向增发募集资金 21 亿元用于补充营运资金，主要是由于公司在 2011 年发型了 3+2 公司债，前三年在 2014 年 6 月份到期，未来具有一定偿债压力。同时，公司规模不断扩大，加上并购所需资金，导致营运资金偏紧。为了满足公司经营和发展需要，公司拟通过定向增发补充营运资金。

## 多个产品进入低价药物目录，但不会贸然提价

公司及下属子公司共有 94 个药品（按药品批文共 117 个）进入国家发改委制定的低价药品目录，其中包括复方夏天无片、牛黄上清胶囊、前列康普乐安（片、胶囊）等公司独家产品和具有优势的品种。公司不会贸然提价，好的政策要用好，会根据市场情况逐步提价，不会一步到位，首先调整因成本倒挂的品种。

## 未来发展战略

公司在未来几年继续做大医药主业，暂不考虑多元化，多元化不符合公司目前发展要求，把公司现有产品做大做强，提高公司盈利能力。预计到 2015 年，使得过 5 亿元的品种有 1-2 个、几个过 3 亿的品种，通过挖掘潜力品种，培养收入可以超过 10 个亿元的产品群，预计到 2015 年总收入达到 50 亿，未来两年净利润年增长不低于 25%。

## 盈利预测和投资建议

我们预测公司 2014-2016 年公司营业收入分别为 35.09 亿元、42.11 亿元和 50.53 亿元，归属上市公司净利润分别为 4.99 亿元、6.29 亿元和 7.3 亿元，每股收益分别为 0.62 元、0.78 元和 0.9 元，对应 PE 分别为 21 倍、17 倍和 14 倍，目前估值较低，给予推荐评级。

## 风险提示

中药材价格波动剧烈；中成药价格调整；低价药物价格调整低于预期；外延并购整合风险等等。

**财务数据与估值**

| 会计年度 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|---|
| 主营收入（百万元） | 2,733.7 | 2,924.2 | 3,509.0 | 4,210.8 | 5,052.9 |
| 同比增长(+/-%) | 28.8% | 7.0% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| 营业利润（百万元） | 372.7 | 480.1 | 628.6 | 811.7 | 950.5 |
| 同比增长(+/-%) | 11.5% | 28.8% | 30.9% | 29.1% | 17.1% |
| 净利润（百万元） | 342.8 | 454.2 | 573.1 | 723.0 | 838.7 |
| 同比增长(+/-%) | 11.9% | 32.5% | 26.2% | 26.2% | 16.0% |
| 每股收益（元） | 0.37 | 0.52 | 0.62 | 0.78 | 0.90 |
| PE | 35.54 | 25.18 | 21.08 | 16.71 | 14.40 |
| PB | 4.83 | 4.44 | 3.83 | 3.26 | 2.80 |

附表：

资产负债表

| 单位：百万元 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | **2,679.7** | **2,208.1** | **2,070.0** | **2,556.6** | **3,068.1** |
| 现金 | 1,550.0 | 782.0 | 526.3 | 631.6 | 757.9 |
| 交易性投资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 应收票据 | 329.5 | 415.4 | 456.2 | 579.3 | 669.7 |
| 应收款项 | 324.1 | 409.7 | 431.0 | 511.1 | 635.2 |
| 其他应收款 | 31.7 | 35.9 | 41.6 | 50.8 | 60.8 |
| 存货 | 405.9 | 464.8 | 458.8 | 577.0 | 694.1 |
| 其他 | 38.4 | 100.3 | 156.0 | 206.8 | 250.2 |
| **非流动资产** | **1,859.0** | **2,245.7** | **2,768.0** | **3,264.6** | **3,749.4** |
| 长期股权投资 | 281.6 | 233.4 | 356.7 | 479.9 | 603.1 |
| 固定资产 | 825.5 | 854.8 | 1,025.0 | 1,144.8 | 1,316.7 |
| 无形资产 | 271.9 | 334.0 | 395.7 | 446.3 | 497.7 |
| 其他 | 480.0 | 823.6 | 990.6 | 1,193.7 | 1,331.9 |
| **资产总计** | 4,538.7 | 4,453.8 | 4,838.0 | 5,821.3 | 6,817.5 |
| **流动负债** | **1,346.0** | **1,073.3** | **994.8** | **1,372.1** | **1,690.6** |
| 短期负债 | 662.0 | 405.7 | 306.8 | 514.5 | 659.1 |
| 应付账款 | 178.6 | 240.5 | 210.5 | 252.6 | 303.2 |
| 预收账款 | 23.8 | 27.5 | 35.7 | 44.7 | 49.1 |
| 其他 | 481.7 | 399.6 | 441.7 | 560.2 | 679.2 |
| **长期负债** | **752.0** | **789.0** | **800.4** | **834.3** | **869.1** |
| 长期借款 | 60.0 | 59.0 | 59.0 | 59.0 | 59.0 |
| 其他 | 692.0 | 730.0 | 741.4 | 775.3 | 810.1 |
| **负债合计** | **2,098.0** | **1,862.3** | **1,795.2** | **2,206.3** | **2,559.7** |
| 股本 | 809.6 | 809.6 | 809.6 | 809.6 | 809.6 |
| 资本公积金 | 700.9 | 573.8 | 573.8 | 573.8 | 573.8 |
| 留存收益 | 664.0 | 984.3 | 1,361.1 | 1,839.2 | 2,373.0 |
| 少数股东权益 | 266.1 | 223.9 | 298.4 | 392.4 | 501.4 |
| 母公司所有者权益 | 2,174.5 | 2,367.6 | 2,744.4 | 3,222.6 | 3,756.3 |
| **负债及权益合计** | **4,538.7** | **4,453.8** | **4,838.0** | **5,821.3** | **6,817.5** |

利润表

| 单位：百万元 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 2,733.7 | 2,924.2 | 3,509.0 | 4,210.8 | 5,052.9 |
| 营业成本 | 911.3 | 941.9 | 1,052.7 | 1,263.2 | 1,515.9 |
| 营业税金及附加 | 38.3 | 40.0 | 49.1 | 59.0 | 70.7 |
| 营业费用 | 1,148.7 | 1,225.4 | 1,473.8 | 1,768.5 | 2,122.2 |
| 管理费用 | 283.6 | 291.8 | 315.8 | 379.0 | 454.8 |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 财务费用 | 47.6 | 62.7 | 61.0 | 10.8 | 16.0 |
| 资产减值损失 | 4.2 | 5.2 | 3.6 | 9.1 | 13.3 |
| 公允价值变动净收益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 投资收益 | 72.8 | 123.0 | 75.7 | 90.5 | 90.5 |
| **营业利润** | 372.7 | 480.1 | 628.6 | 811.7 | 950.5 |
| 营业外收入 | 47.5 | 86.3 | 52.9 | 52.6 | 59.8 |
| 营业外支出 | 10.0 | 13.2 | 9.3 | 10.3 | 10.7 |
| **利润总额** | 410.2 | 553.2 | 672.1 | 854.0 | 999.6 |
| 所得税 | 67.4 | 99.0 | 99.0 | 131.0 | 160.9 |
| **净利润** | 342.8 | 454.2 | 573.1 | 723.0 | 838.7 |
| 少数股东权益 | 47.1 | 36.9 | 74.5 | 94.0 | 109.0 |
| 归属母公司所有者净利润 | 295.7 | 417.4 | 498.6 | 629.0 | 729.6 |
| EPS（元） | 0.37 | 0.52 | 0.62 | 0.78 | 0.90 |

**现金流量表**

| 单位：百万元 | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | **241.5** | **230.2** | **567.7** | **559.0** | **693.1** |
| 净利润 | 342.8 | 454.2 | 573.1 | 723.0 | 838.7 |
| 折旧摊销 | **89.5** | **100.5** | **121.1** | **136.0** | **154.5** |
| 财务费用 | 60.0 | 68.5 | 61.0 | 10.8 | 16.0 |
| 投资收益 | **-68.7** | **-152.8** | **-88.0** | **-99.3** | **-102.7** |
| 营运资金变动 | -182.1 | -233.8 | -98.7 | -217.7 | -222.7 |
| 其他 | 0.0 | -6.5 | -0.8 | 6.2 | 9.3 |
| **投资活动现金流** | **-509.9** | **-404.3** | **-553.2** | **-533.5** | **-534.3** |
| 资本支出 | -371.4 | -589.2 | -488.7 | -480.3 | -484.5 |
| 其他投资 | -138.5 | 184.9 | -64.4 | -53.2 | -49.8 |
| **筹资活动现金流** | **1,243.4** | **-373.2** | **-270.2** | **79.8** | **-32.4** |
| 借款变动 | 519.0 | -257.3 | -98.8 | 207.6 | 144.7 |
| 普通股增加 | 106.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 资本公积增加 | 629.9 | -127.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 股利分配 | -105.5 | -97.2 | -121.8 | -150.9 | -195.9 |
| 其他 | 94.1 | 108.4 | -49.6 | 23.0 | 18.8 |

**主要财务比率**

| **单位：百万元** | **2012** | **2013** | **2014E** | **2015E** | **2016E** |
|---|---|---|---|---|---|
| **同比增长率** | | | | | |
| 营业收入 | 28.8% | 7.0% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| 营业利润 | 11.5% | 28.8% | 30.9% | 29.1% | 17.1% |
| 净利润 | 11.9% | 32.5% | 26.2% | 26.2% | 16.0% |
| **盈利能力** | | | | | |
| 毛利率 | 66.7% | 67.8% | 70.0% | 70.0% | 70.0% |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 净利率 | 12.5% | 15.5% | 16.3% | 17.2% | 16.6% |
| ROE | 13.6% | 17.6% | 18.2% | 19.5% | 19.4% |
| ROIC | 12.2% | 16.9% | 18.3% | 18.1% | 18.3% |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率 | 46.2% | 41.8% | 37.1% | 37.9% | 37.5% |
| 流动比率 | 1.99 | 2.06 | 2.08 | 1.86 | 1.81 |
| 速动比率 | 1.68 | 1.56 | 1.52 | 1.34 | 1.29 |
| **营运能力** | | | | | |
| 资产周转率 | 0.60 | 0.66 | 0.73 | 0.72 | 0.74 |
| 存货周转率 | 2.24 | 2.03 | 2.29 | 2.19 | 2.18 |
| 应收账款周转率 | 4.18 | 3.54 | 3.96 | 3.86 | 3.87 |
| **每股资料（元）** | | | | | |
| 每股收益 | 0.37 | 0.52 | 0.62 | 0.78 | 0.90 |
| 每股经营现金 | 0.30 | 0.29 | 0.70 | 0.69 | 0.86 |
| 每股净资产 | 2.69 | 2.92 | 3.39 | 3.98 | 4.64 |
| 每股股利 | 0.13 | 0.12 | 0.15 | 0.17 | 0.21 |
| **估值比率** | | | | | |
| PE | 35.54 | 25.18 | 21.08 | 16.71 | 14.40 |
| PB | 4.83 | 4.44 | 3.83 | 3.26 | 2.80 |

## 投资评级定义

| 公司评级 | | 行业评级 | |
|---|---|---|---|
| 强烈推荐 | 预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上 | 看好 | 预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上 |
| 推　　荐 | 预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15% | 中性 | 预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平 |
| 中　　性 | 预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内 | 看淡 | 预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上 |
| 卖　　出 | 预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上 | | |

## 免责声明

张科然，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给公司客户有偿使用。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为公司客户。本报告版权归公司所有。未获得公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询公司的投资顾问。公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

**华融证券股份有限公司市场研究部**
地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层（100033）
传真：010－58568159　　网址：**www.hrsec.com.cn**