

证券研究报告

公司研究——事项点评

康恩贝（600572.sh）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2014.4.22

李惜浣 行业分析师

执业编号：S1500512040001

联系电话：+86 10 63081424

邮箱：lixihuan@cindasc.com

吴临平 研究助理

联系电话：+86 10 63081101

邮箱：wulinping@cindasc.com

相关研究

《一季度增长提速，拜特并表将显著增厚业绩》

2014.4

《营销实力和估值水平双提升》2014.4

《内生外延双轮驱动》2014.2

《关注内生性增长和外延式扩张》2013.10

《关注单季盈利能力提升》2013.8

《生物药研发项目进展顺利》2013.5

《关注季度环比改善》2013.4

《3+1 平台齐发力，销售转型成就大品种》2013.4

《三因素支撑增长提速》2013.3

《天保宁进入新版基药目录，以量补价增长无忧》

《不良反应事件无影响，再次合作生物药研发》

《公告 13 年经营计划，往年完成情况良好》2013.2

《产业与资本双驱动，植物药航母再出发》2013.1

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院

1号楼6层研究开发中心

邮编：100031

收购北京嘉林药业 1.1%的股权

2014年6月16日

事件：公司拟以现金 3,600 万元受让北京华商盈通投资有限公司持有的北京嘉林药业股份有限公司 33.55 万股股份，本次交易完成后，康恩贝将持有嘉林药业 1.1%的股权。按嘉林药业 2013 年净利润计 PE 为 13，按净资产计 PB 为 4.6；受让资金由公司自筹解决。

点评：

- **嘉林药业核心品种为阿托伐他汀钙片。**嘉林药业主要产品以心脑血管药物和抗肿瘤药物为主，共获得 29 个药品生产批文，全部为化药；近 5 年来公司 90%以上的销售收入均来自于阿托伐他汀钙片（10mg、20mg 规格，商品名：阿乐），主要用于高胆固醇血症原发性高胆固醇血症患者，目前国内共有 3 个厂家获得了片剂的生产批文，其他 2 家分别为浙江新东港药业股份有限公司（10mg 规格），辉瑞制药有限公司（10mg、20mg、40mg 规格，商品名：立普妥）。
- **阿托伐他汀大市场中享受首仿红利。**国内 22 个城市样本医院数据显示，他汀类占调血脂药物市场 88.1%的份额；其中，阿托伐他汀制剂占 51.4%份额，瑞舒伐他汀占 16.5%，辛伐他汀占 10.3%，三大主力品种占据市场近八成。统计资料显示，近几年来辉瑞的立普妥占据了约 80%的市场份额，阿乐约占 16%的市场份额。阿乐在立普妥获得国内行政保护之前获得了生产批文、于 2000 年上市，比立普妥进入中国市场早一年；与立普妥的高端医院市场定位不同，阿乐的市场主要集中在基层市场，差异化竞争的同时享受到了阿托伐他汀整体市场的快速扩容；22 城市样本医院数据显示，2008 至 2013 年一季度期间，阿乐的年均复合增长率为 27.51%。
- **收购着眼于寻求业务合作机会和布局需要。**我们认为，嘉林药业拥有成熟的心脑血管化学药品种阿托伐他汀钙片，同时拥有覆盖全国的处方药自营销售网络，此次收购对于康恩贝未来寻求业务合作机会和布局具有重要意义。同时，嘉林药业目前正处于销售模式调整期，并有一项专利诉讼现处于未决状态，少量股权收购也有助于康恩贝对于嘉林药业未来发展做进一步观察。
- **盈利预测：**我们维持对公司的盈利预测，不考虑拜特并表因素，预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.60、0.74 和 0.93 元，（拜特并表将增厚 14、15 年业绩 0.12 元、0.19 元），维持“买入”评级。
- **股价刺激因素：**贵州拜特剩余股权的收购；丹参川芎嗪注射液 4 期临床结果公告；丹参川芎嗪注射液完成质量标准提升；银杏叶提取物欧盟认证取得阶段性进展；生物药在研项目取得阶段性进展；其他外延式并购项目。

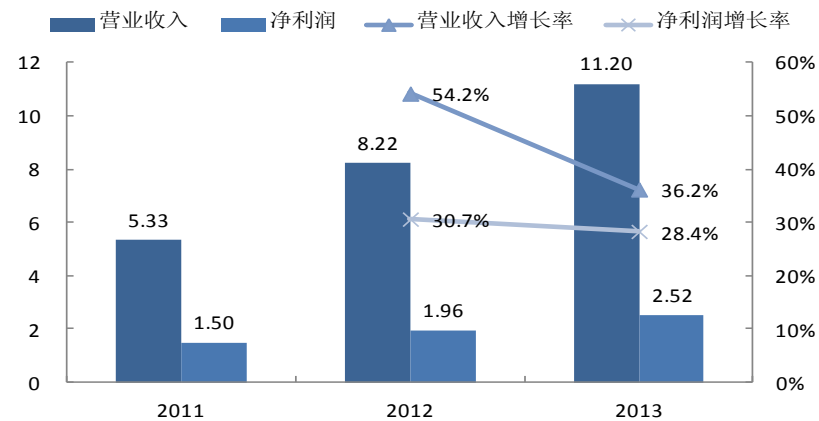
➤ **风险因素：** 并购公司整合进度低于预期；主要产品招标价格下降；新品种推广进度低于预期；新药研发的不确定性。

财务数据（贵州拜特并表前）

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营业务收入(百万元)	2,733.69	2,924.16	3,405.85	3,984.17	4,680.76
增长率 YoY %	28.78%	6.97%	16.47%	16.98%	17.48%
归属母公司净利润(百万元)	295.71	417.37	484.61	603.07	754.03
增长率 YoY%	5.53%	41.14%	16.11%	24.45%	25.03%
毛利率%	66.66%	67.79%	68.70%	70.11%	71.50%
净资产收益率 ROE%	13.60%	17.63%	17.80%	18.13%	18.48%
每股收益 EPS(元)	0.37	0.52	0.60	0.74	0.93
市盈率 P/E(倍)	37.8	26.8	23.1	18.6	14.8
市净率 P/B(倍)	5.1	4.7	4.1	3.4	2.7

资料来源：wind，信达证券研发中心预测 注：股价为2014年6月13日收盘价

附图：嘉林药业近三年主要财务数据



资料来源：公司公告；

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	2,679.66	2,208.11	2,267.11	2,943.03	3,853.35
货币资金	1,550.05	782.00	626.13	1,067.96	1,699.87
应收票据	329.48	415.44	510.88	597.63	702.11
应收帐款	324.07	409.71	510.88	597.63	702.11
预付账款	30.96	34.14	37.43	41.81	46.84
存货	405.92	464.77	479.75	535.94	600.36
其他	39.17	102.06	102.06	102.06	102.06
非流动资产	1,859.03	2,245.74	2,354.45	2,393.02	2,371.41
长期投资	281.56	233.42	233.42	233.42	233.42
固定资产	825.53	854.79	1,160.77	1,230.01	1,239.33
无形资产	271.95	333.97	350.22	364.95	378.19
其他	479.99	823.55	610.03	564.64	520.46
资产总计	4,538.69	4,453.85	4,621.56	5,336.05	6,224.76
流动负债	1,346.02	1,073.35	836.88	895.85	964.97
短期借款	661.96	405.65	105.65	105.65	105.65
应付账款	178.61	240.54	272.25	304.14	340.69
其他	505.45	427.16	458.98	486.07	518.63
非流动负债	752.01	788.98	795.95	795.95	795.95
长期借款	60.00	59.00	59.00	59.00	59.00
其他	692.01	729.98	736.95	736.95	736.95
负债合计	2,098.03	1,862.32	1,632.83	1,691.80	1,760.92
少数股东权益	266.14	223.91	266.05	318.49	384.06
归属母公司股东权益	2,174.51	2,367.61	2,722.69	3,325.75	4,079.79
负债和股东权益	4538.69	4453.85	4621.56	5336.05	6224.76

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,733.69	2,924.16	3,405.85	3,984.17	4,680.76
同比	28.78%	6.97%	16.47%	16.98%	17.48%
归属母公司净利润	295.71	417.37	484.61	603.07	754.03
同比	5.53%	41.14%	16.11%	24.45%	25.03%
毛利率	66.66%	67.79%	68.70%	70.11%	71.50%
ROE	13.60%	17.63%	17.80%	18.13%	18.48%
每股收益(元)	0.37	0.52	0.60	0.74	0.93
P/E	37.8	26.8	23.1	18.6	14.8
P/B	5.1	4.7	4.1	3.4	2.7
EV/EBITDA	19.6	15.9	13.9	11.1	8.6

利润表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,733.69	2,924.16	3,405.85	3,984.17	4,680.76
营业成本	911.28	941.93	1,066.10	1,190.98	1,334.13
营业税金及附加	38.32	39.98	46.66	54.58	64.13
营业费用	1,148.73	1,225.39	1,416.83	1,645.46	1,933.15
管理费用	283.63	291.79	323.56	378.50	444.67
财务费用	47.63	62.71	40.97	34.60	28.85
资产减值损失	4.22	5.20	5.41	6.55	7.81
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	72.81	122.95	90.00	70.00	70.00
营业利润	372.70	480.11	596.31	743.49	938.01
营业外收入	47.47	86.26	52.73	62.29	67.09
营业外支出	9.96	13.15	10.56	11.22	11.65
利润总额	410.21	553.22	638.48	794.56	993.46
所得税	67.40	99.00	111.73	139.05	173.85
净利润	342.80	454.22	526.75	655.51	819.60
少数股东损益	47.09	36.85	42.14	52.44	65.57
归属母公司净利润	295.71	417.37	484.61	603.07	754.03
EBITDA	559.72	722.18	813.54	979.64	1,187.99
EPS (摊薄)	0.37	0.52	0.60	0.74	0.93

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	245.76	235.36	463.87	598.51	737.79
净利润	342.80	454.22	526.75	655.51	819.60
折旧摊销	89.50	100.47	123.93	142.34	151.79
财务费用	60.02	68.49	51.14	42.74	42.74
投资损失	-72.81	-122.95	-90.00	-70.00	-70.00
营运资金变动	-182.06	-233.75	-156.75	-181.66	-217.11
其它	8.31	-31.12	8.82	9.58	10.77
投资活动现金流	-509.87	-404.29	-139.07	-113.94	-63.14
资本支出	-214.23	-422.74	-236.04	-183.94	-133.14
长期投资	-231.40	26.22	96.97	70.00	70.00
其他	-64.24	-7.76	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,082.06	-628.71	-480.67	-42.74	-42.74
吸收投资	790.36	6.53	0.00	0.00	0.00
借款	467.96	-251.31	-300.00	0.00	0.00
支付利息或股息	176.26	191.84	180.67	42.74	42.74
现金净增加额	817.86	-798.04	-155.87	441.83	631.91

医药生物研究小组简介

李惜沅，曾任职于某医药上市公司研究院、东海证券研究所，现任职于信达证券研究开发中心，从事医药行业研究。

吴临平，南京大学制药学士，生化硕士，2012年加入信达证券研究开发中心。

医药生物行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
誉衡药业	002437	康恩贝	600572	天坛生物	600161	利德曼	300289
华润双鹤	600062	嘉事堂	002462	博晖创新	300318	乐普医疗	300003
同仁堂	600085	昆明制药	600422	天士力	600535	羚锐制药	600285

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。