

证券研究报告

信达卓越推

推荐公司精选

李惜浣 医药生物行业分析师
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

产品提示:

【卓越推】为行业周产品,集政策前瞻、市场热点、行业深度挖掘于一体,对追求绝对收益的投资者有重要参考价值。

【卓越推】行业覆盖公司里优中选优,每期只推1-2只股票。每周更新,若荐股不变,则跟踪点评,若荐股变,则说明理由。

【卓越推】为未来3个月我们最看好,我们认为这些股票走势将显著战胜市场,建议重点配置。

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

医药生物行业: 康恩贝

2014年7月1日(第26周)

➤ 本期【卓越推】推荐康恩贝(600572.SH)。

康恩贝(600572)“买入”评级(2014-6-30收盘价13.87元)

核心推荐理由:

拜特并表将显著增厚业绩。

- **一季度利润增长提速。**在13年基数较高的情况下,公司今年一季度依然保持了快速增长,利润增速高于我们之前的预期;毛利率基本稳定,销售费用率、财务费用率和所得税率下降。
- **假设5月份并表贵州拜特,预计14年业绩增厚0.12元。**2013年贵州拜特营业收入4.66亿,净利润2.06亿,核心品种丹参川芎嗪注射液销量约6300万支;我们认为,随着丹参川芎嗪在空白省份的市场开拓、医院覆盖率的持续提升、使用科室的不断扩大,未来3年仍将保持快速增长;我们预计拜特14年的销量有望达到8500万支以上,由于新生产基地3月份才拿到GMP证书,1季度发货主要以存货为主(且存货较少),2季度之后才是全年业绩的主要部分。
- **假设1年内完成拜特剩余股权收购,预计摊薄后15年业绩增厚0.19元。**我们认为,公司非公开发行完成后净资产额和现金大幅增加,具备进一步收购剩余股权的条件;同时,今年3月国务院下发的《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》提出“取消上市公司重大资产购买、出售、置换行为审批(构成借壳上市的除外)”,如果配套文件对上市公司现金并购的审批放开,则公司剩余股权的收购有望加快。

表 1: 贵州拜特并表和非公开发行对公司业绩的影响

	2013A	2014E	2015E
康恩贝主业(扣非净利润)	2.47 亿	3.21 亿(+30%)	4.01 亿(+25%)
非经常性损益(政府补助和减持佐力药业为主)	1.7 亿	1.5 亿-2 亿	1.5 亿-2 亿
贵州拜特净利润	2.06 亿	2.80 亿(+36%)	3.64 亿(+30%)
贵州拜特贡献利润	-	1.14 亿(=2.80*51%*0.8)	3.64 亿
股本	8.096 亿	8.096 亿	9.846 亿
EPS	0.516 元	0.72-0.78 元	0.93-0.98 元
未并购拜特的 EPS 预测	-	0.60 元	0.74 元

资料来源: 信达证券研发中心测算(注: 假设康恩贝2014年5月并表贵州拜特, 2015年完成增发并完成拜特剩余股权收购)

- **并购贵州拜特是康恩贝并购发展战略的新起点。**不同于公司 2012 年收购的内蒙古伊泰药业和云南雄业，标的虽有品种资源优势（获得麝香通心滴丸、龙金通淋胶囊等品种）但整体经营多年亏损；此次收购贵州拜特开始，公司的并购方向从之前的强弱式并购和内部并购转向强强式并购。未来公司将继续通过强强联合式并购，实现资源优势互补整合发展；继续加大对植物药特别是银杏系列、丹参系列等植物药产品领域的并购整合；通过对心脑血管用药大品种及相关企业并购，巩固康恩贝在心脑血管用药领域的市场领先地位。（资料来源：公司网站）
- **拜特将通过质量标准的提升在招标中争取差别定价。**贵州拜特和吉林四长的丹参川芎嗪注射液分别于 2007 年和 2012 年上市销售，目前拜特的市场份额在 80%以上；吉林四长作为国内心脑血管龙头企业四环制药（0460.HK）的子公司，借助四环的心脑血管处方药销售渠道实现了快速增长；我们认为拜特相对于吉林四长具有以下竞争优势：
 - （1）拜特的丹参川芎嗪已经完成质量标准提升，预计国家药典委员会最快将于 6 月底公布该产品的国家标准；公司率先提升质量标准，国标正式颁布后不达到标准的企业将不得生产，同时也将帮助公司在招标定价中获得差别定价话语权；
 - （2）四环制药的心脑血管品种众多，13 年丹参川芎嗪在四环心脑血管产品中的销售占比为 3.0%，并不是核心品种；而该产品在贵州拜特营业收入中的占比达到 95%以上；
 - （3）吉林四长目前处于从拜特手中抢市场的地位，13 年增速较快另一方面原因是基数较低。

表 2：拜特的丹参川芎嗪注射液在部分省份的中标价

省份	云南	贵州	四川	湖北	山东	黑龙江	吉林	辽宁	内蒙古	山西	河北	安徽	浙江	江苏
中标价（元）	38.2	50.37	38.31	39.46	53.2	46.57	45.6	55.3	41.99	38.5	41.99	38.25	49.3	45.47

资料来源：各省招标网站，信达证券研发中心整理

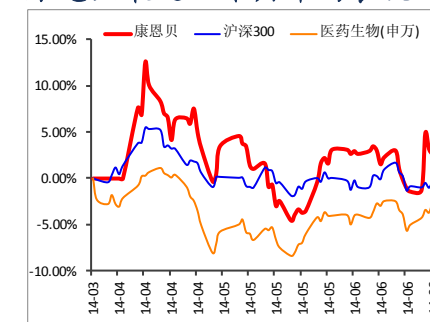
- **公司主业全年增长有望提速。**13 年公司主业受招标进度慢于预期、GMP 改造、反商业贿赂以及并购的云南、内蒙子公司业绩不达预期影响，扣非后净利润 2.47 亿、基数较低；14 年公司主要品种销售步入正轨，前列康、天保宁在基层医疗终端销售加强，麝香通心滴丸持续高端医院开拓，金奥康、阿乐欣增长提速，汉防己甲素、乙酰半胱氨酸等潜力品种保持高速增长，同时去年的亏损子公司也将扭亏；我们预计 14 年公司主业的增速有望达到 30%。未来公司还将借助贵州拜特的处方药经销商渠道，将筛选出来的 100 余个“三独品种”（独家品种、独家剂型、独家规格）中最具有竞争优势的，如可达灵片（独家）、龙金通淋胶囊（独家）、养血当归胶囊（独家）等品种放入拜特渠道，以保证公司主业的稳定增长。
- **盈利预测：**由于贵州拜特尚未并表，非公开发行工作尚未完成，我们维持前期对公司的盈利预测，预计 2014—2016 年 EPS 分别为 0.60、0.74 和 0.93 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。

公司简要财务数据预测

	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%
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)	38.0	26.9	23.2	18.6	14.9
市净率 P/B(倍)	5.2	4.7	4.1	3.4	2.8

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为2014年6月30收盘价

康恩贝最近3个月市场表现



➤ 相关研究:

- 《收购北京嘉林药业 1.1%的股权》 2014.6
- 《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

医药生物研究小组简介

李惜浣，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，南京大学生物学硕士，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	yiyahua@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。