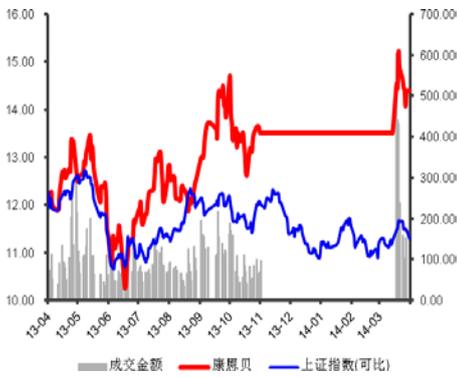


2014年8月5日

评级：推荐（维持）

最近 52 周走势：



相关研究报告：

《并购贵州拜特，收获重磅品种恤彤》2014-4-1

《业绩稳健增长，看好公司外延战略》2014-4-22

报告作者：

分析师：刘生平

执业证书编号：S0590513090002

联系人：

刘生平

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年半年报点评

公司 2014 年 8 月 4 日晚间发布 2014 年半年报：公司 2014 年上半年实现营业收入 16.79 亿元，同比增长 20.72%；归属于母公司所有者的净利润为 2.88 亿元，同比增长 39.62%，归属于上市公司扣除非经常损益的净利润 2.05 亿元，同比增长 45.02%，基本每股收益为 0.36 元，**业绩略超我们的预期。**

点评：

- **业绩实现快速增长，略超我们的预期。**根据公司半年报数据，扣非净利润增速高于营业收入增速是由于公司销售费用率和管理费用率下降所致。总的来说，公司**半年度业绩实现快速增长，略超符合我们的预期。**根据公司半年报数据，我们对各子公司的经营状况预计如下：母公司因天保宁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；希陶的龙金通淋胶囊也开始在国内销售渠道放量增长，今年有望实现过亿销售额，销售额增速将达到 40% 以上；麝香通心滴丸销售逐步向好，全年销售额将超过 7000 万元，增速有望超过 40%；贵州拜特的丹参川芎嗪注射液销售良好，依然保持 30% 左右的销售额增速。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 年全年业绩将会实现快速增长。
- **内部整合促使销售费用率和管理费用率有所下降，财务费用仍旧高企。**根据公司半年报显示，公司 2014 年半年度销售费用 6.54 亿元，占营业收入比例 38.95%，同比下降 2.36 个百分点，这是由于拜特销售模式与母公司不同以及公司销售队伍整顿所致；公司半年度管理费用 1.52 亿元，占营业收入比例 9.04%，同比下降 0.63 个百分点，管理费用率下降是由于内部整合所致。公司半年度财

务费用为 3238 万元，同比增加 3.69%。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，但是销售队伍整顿和拜特并表将导致公司销售费用率持续下降；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 38% 左右，而管理费用率将保持在 9% 左右。

- **相继收购贵州拜特和北京嘉林药业以及设立贵州康恩贝公司加快了外延扩张步伐。**公司在 2014 年上半年相继收购了贵州拜特和北京嘉林药业，这使得公司产品线和营销能力都得到了快速的壮大，并大幅提振了公司未来业绩。另外，公司在 2014 年 8 月拟投资 4.5 亿元投资设立贵州康恩贝公司，这一举措开启了公司整合贵州特色民族药资源的步伐。我们认为这一系列的收购和整合举措加快了公司外延增长步伐，也将大幅加快公司未来业绩增长。
- **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（考虑拜特并表，但暂不考虑增发摊薄），预计公司 2014 年-2016 年的 EPS 分别为 0.63 元，0.78 元和 0.93 元。以公司 2014 年 8 月 4 日收盘价 16.21 元来计算，其 2014 年-2016 年市盈率分别为 26 倍、21 倍和 18 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 | 3,797 | 4,774 | 5,557 | 现金 | 782 | 1,112 | 1,595 | 2,228 |
| 营业成本 | 942 | 1,130 | 1,369 | 1,575 | 应收款项净额 | 861 | 1,040 | 1,282 | 1,492 |
| 营业税金及附加 | 40 | 53 | 62 | 72 | 存货 | 465 | 589 | 689 | 815 |
| 销售费用 | 1,225 | 1,477 | 1,857 | 2,156 | 其他流动资产 | 100 | 114 | 143 | 167 |
| 管理费用 | 287 | 347 | 434 | 500 | 流动资产总额 | 2,208 | 2,855 | 3,709 | 4,701 |
| EBIT | 430 | 785 | 1,046 | 1,249 | 固定资产 | 855 | 1,244 | 1,347 | 1,410 |
| 财务费用 | 63 | 46 | 38 | 33 | 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 | 90 | 30 | 30 | 其他长期资产 | 269 | 290 | 290 | 290 |
| 营业利润 | 480 | 831 | 1,041 | 1,249 | 资产总额 | 4,454 | 5,550 | 6,281 | 7,282 |
| 营业外净收入 | 38 | 20 | 20 | 20 | 短期借款 | 406 | 300 | 300 | 342 |
| 利润总额 | 553 | 851 | 1,061 | 1,269 | 应付款项 | 249 | 243 | 272 | 288 |
| 所得税 | 99 | 127 | 160 | 193 | 其他流动负债 | 419 | 243 | 191 | 242 |
| 净利润 | 454 | 724 | 902 | 1,076 | 流动负债 | 1,073 | 785 | 762 | 872 |
| 少数股东损益 | -37 | -218 | -270 | -325 | 长期借款 | 59 | 59 | 59 | 59 |
| 归属母公司净利润 | 417 | 506 | 632 | 751 | 应付债券 | 595 | 595 | 595 | 595 |
| | | | | | 其他长期负债 | 135 | 105 | 105 | 105 |
| | | | | | 负债总额 | 1,862 | 1,544 | 1,521 | 1,631 |
| | | | | | 少数股东权益 | 224 | 420 | 637 | 891 |
| | | | | | 股东权益 | 2,368 | 3,585 | 4,122 | 4,761 |
| | | | | | 负债和股东权益 | 4,454 | 5,550 | 6,281 | 7,282 |
| | | | | | | | | | |
| 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 | 506 | 632 | 751 |
| 营业收入 | 7.0% | 29.9% | 25.7% | 16.4% | 加: 少数股东损益 | 20 | 196 | 217 | 254 |
| 营业利润 | 28.8% | 73.2% | 25.2% | 20.0% | 公允价值变动 | 5 | 2 | 2 | 2 |
| 净利润 | 41.2% | 21.3% | 24.8% | 18.9% | 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% | 70.2% | 71.3% | 71.7% | 经营活动现金流 | 221 | 869 | 944 | 1,111 |
| 净利率(%) | 15.5% | 19.1% | 18.9% | 19.4% | 短期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ROE(%) | 17.6% | 14.1% | 15.3% | 15.8% | 长期股权投资 | 48 | -10 | -10 | -10 |
| ROA(%) | 9.4% | 9.1% | 10.1% | 10.3% | 固定资产投资 | -411 | -100 | -100 | -100 |
| 偿债能力 | | | | | 投资活动现金流 | -363 | -110 | -110 | -110 |
| 流动比率 | 2.06 | 3.64 | 4.86 | 5.39 | 股权融资 | -798 | 788 | 0 | 0 |
| 速动比率 | 1.62 | 2.89 | 3.96 | 4.46 | 负债净变化 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 资产负债率% | 41.8% | 27.8% | 24.2% | 22.4% | 支付股利、利息 | -192 | -76 | -95 | -113 |
| 营运能力 | | | | | 其它融资现金流 | 557 | -106 | 0 | 42 |
| 总资产周转率 | 65.7% | 68.4% | 76.0% | 76.3% | 融资活动现金流 | -626 | 606 | -95 | -71 |
| 应收账款周转天数 | 107.47 | 100.00 | 98.00 | 98.00 | 现金净变动额 | -768 | 1,365 | 739 | 930 |
| 存货周转天数 | 188.48 | 170.00 | 165.00 | 170.00 | | | | | |
| 每股收益 | 0.52 | 0.63 | 0.78 | 0.93 | | | | | |
| 每股净资产 | 2.92 | 4.43 | 5.09 | 5.88 | | | | | |
| P/E | 44.3 | 25.9 | 20.8 | 17.5 | | | | | |
| P/B | 5.5 | 3.7 | 3.2 | 2.8 | | | | | |

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。