

证券研究报告

公司研究——中报点评

康恩贝 (600572.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2014.6.16

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 行业分析师

执业编号: S1500514070004

联系电话: +86 10 63081101

邮箱: wulinping@cindasc.com

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

《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

《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

并表拜特提速植物药业务

2014 年中报点评

2014 年 8 月 5 日

事件: 公司发布了 2014 年中报, 报告期内公司实现营业收入 16.79 亿元, 同比增长 20.72%; 归属于上市公司股东的净利润 2.88 亿元, 同比增长 39.62%, 扣除非经常损益后的净利润 2.05 亿元, 同比增长 45.02%; 每股收益 0.36 元; 公司业绩符合我们的预期。

点评:

- **植物药业务增长提速。**上半年公司植物药业务收入 10.38 亿元, 同比增长 25.57%, 占总营业收入的比重从去年同期的 59.4%提升到 61.8%; 植物药业务增长提速主要有两方面原因, 一是并表贵州拜特、核心产品丹参川芎嗪注射液计入植物药业务; 二是公司原有品种的快速增长, 肠炎宁保持了 20%以上的增速; 天保宁增长近 20%; 去年销售过亿的汉防己甲素增长 30%; 龙金通淋胶囊增长 58%、今年有望亿元; 麝香通心滴丸在上海市场销售增量明显, 增速达到 50%以上; 银杏叶提取物增长 43%。上半年公司化学药业务收入 4.89 亿元, 同比增长 12.48%, 其中, 乙酰半胱氨酸增长 80%, 坦洛新胶囊增长 35%。原料药业务收入 1.29 亿元, 同比增长 21.86%, 主要产品大观霉素和硫酸阿米卡星增长良好。
- **贵州拜特保持高速增长。**上半年, 拜特制药实现营业收入 27485.49 万元, 净利润 15693.39 万元, 其中 5 月、6 月合并报表期内营业收入 10513.89 万元, 为母公司贡献净利润 3474.71 万元。主导产品丹参川芎嗪注射液实现收入 2.6 亿元, 销售虽然受到 1-2 月份新版 GMP 认证的影响, 同比增速仍然达到 31%。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。
- **公司非公开发行完成后净资产额和现金将大幅增加, 我们认为具备进一步收购拜特剩余 49%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)”, 7 月 11 日证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法(征求意见稿)》和《关于修改<上市公司收购管理办法>的决定(征求意见稿)》, 如果未来政策对上市公司现金并购的审批放开, 我们认为公司对拜特剩余股权的收购有望加快。
- **盈利预测:** 贵州拜特已经从 5 月份开始并表, 在不考虑对拜特剩余股权收购的情况下, 假设公司在 2015 年完成增发, 我们调整了对公司的盈利预测, 预计 2014—2016 年 EPS 分别为 0.72 (+0.12)、0.81 (+0.07) 和 1.00 (+0.07) 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:** 非公开发行进度低于预期; 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

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营业务收入(百万元)	2,733.69	2,924.16	3,883.90	4,935.10	5,835.84
增长率 YoY %	28.78%	6.97%	32.82%	27.07%	18.25%
归属母公司净利润(百万元)	295.71	417.37	579.92	793.45	982.01
增长率 YoY%	5.53%	41.14%	38.95%	36.82%	23.76%
毛利率%	66.66%	67.79%	69.93%	71.06%	71.48%
净资产收益率 ROE%	13.60%	17.63%	20.58%	14.05%	14.81%
每股收益 EPS(元)	0.37	0.52	0.72	0.81	1.00
市盈率 P/E(倍)	44.4	31.4	22.6	20.1	16.3
市净率 P/B(倍)	6.0	5.5	4.7	2.8	2.4

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为2014年8月4日收盘价

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	2,364.08	5,475.42	6,837.41
货币资金	1,550.05	782.00	530.30	3,200.04	4,177.12
应收票据	329.48	415.44	582.58	740.27	875.38
应收账款	324.07	409.71	582.58	740.27	875.38
预付账款	30.96	34.14	41.00	50.14	58.44
存货	405.92	464.77	525.56	642.65	749.04
其他	39.17	102.06	102.06	102.06	102.06
非流动资产	1,859.03	2,245.74	2,504.01	2,537.45	2,505.89
长期投资	281.56	233.42	233.42	233.42	233.42
固定资产	825.53	854.79	1,175.30	1,374.25	1,373.43
无形资产	271.95	333.97	350.22	364.95	378.19
其他	479.99	823.55	745.07	564.82	520.84
资产总计	4,538.69	4,453.85	4,868.09	8,012.87	9,343.29
流动负债	1,346.02	1,073.35	885.25	1,001.22	1,104.13
短期借款	661.96	405.65	105.65	105.65	105.65
应付账款	178.61	240.54	298.24	364.69	425.07
其他	505.45	427.16	481.36	530.87	573.41
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	1,681.20	1,797.17	1,900.08
少数股东权益	266.14	223.91	368.89	567.25	812.75
归属母公司股东权益	2,174.51	2,367.61	2,818.00	5,648.45	6,630.46
负债和股东权益	4538.69	4453.85	4868.09	8012.87	9343.29

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	3,883.90	4,935.10	5,835.84
同比	28.78%	6.97%	32.82%	27.07%	18.25%
归属母公司净利润	295.71	417.37	579.92	793.45	982.01
同比	5.53%	41.14%	38.95%	36.82%	23.76%
毛利率	66.66%	67.79%	69.93%	71.06%	71.48%
ROE	13.60%	17.63%	20.58%	14.05%	14.81%
每股收益(元)	0.37	0.52	0.72	0.81	1.00
P/E	44.4	31.4	22.6	20.1	16.3
P/B	6.0	5.5	4.7	2.8	2.4
EV/EBITDA	23.05	18.56	12.86	9.86	7.53

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	3,883.90	4,935.10	5,835.84
营业成本	911.28	941.93	1,167.90	1,428.11	1,664.54
营业税金及附加	38.32	39.98	54.37	69.09	81.70
营业费用	1,148.73	1,225.39	1,514.72	1,890.14	2,217.62
管理费用	283.63	291.79	368.97	444.16	525.23
财务费用	47.63	62.71	40.97	35.84	1.14
资产减值损失	4.22	5.20	6.15	8.09	9.74
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	820.82	1,129.66	1,405.87
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	862.98	1,180.73	1,461.32
所得税	67.40	99.00	138.08	188.92	233.81
净利润	342.80	454.22	724.91	991.81	1,227.51
少数股东损益	47.09	36.85	144.98	198.36	245.50
归属母公司净利润	295.71	417.37	579.92	793.45	982.01
EBITDA	559.72	722.18	1,038.52	1,371.03	1,665.35
EPS (摊薄)	0.37	0.52	0.72	0.81	1.00

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	518.05	789.36	1,082.31
净利润	342.80	454.22	724.91	991.81	1,227.51
折旧摊销	89.50	100.47	124.40	147.56	161.29
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	-301.91	-333.72	-291.74
其它	8.31	-31.12	9.52	10.96	12.51
投资活动现金流	-509.87	-404.29	-289.07	-113.87	-62.49
资本支出	-214.23	-422.74	-386.04	-183.87	-132.49
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	1,994.26	-42.74
吸收投资	790.36	6.53	0.00	2,037.00	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	-251.70	2669.75	977.08

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
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com
国际	高 放	010-63081256	13691257256	gaofang@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。