

康恩贝（600572）调研报告一

拜特提供业绩弹性，并购战略变化提升估值

谨慎推荐（首次）

2014年8月25日

证券分析师—洪阳

执业资格证书号码：S0600513060001

0512-62938572

Hongyang614@gmail.com

证券分析师—许希晨

执业资格证书号码：S0600512080001

021-63123162

jenny1727@gmail.com

盈利预测与估值

	2011	2012	2013	2014E
营业收入（百万元）	2122.8	2733.7	2924.2	3801.4
同比（%）	18.0%	28.8%	7.0%	30.0%
净利润（百万元）	280.2	295.7	417.4	554.7
同比（%）	51.0%	5.5%	41.1%	32.9%
毛利率（%）	65.8%	66.7%	67.8%	68.2%
ROE（%）	19.7%	13.6%	17.6%	20.8%
每股收益（元）	0.40	0.37	0.52	0.69
P/E	26.46	34.30	32.94	24.78
P/B	5.22	4.67	5.81	5.15

历史上，公司的产品较多，较杂，且缺乏过5亿的大产品，此次收购“贵州拜特”，获得销售额过5亿，终端销售额过20亿的品种“丹参川穹嗪注射液”，有力地补充了公司的产品线，并且带来公司业绩与估值的提升。

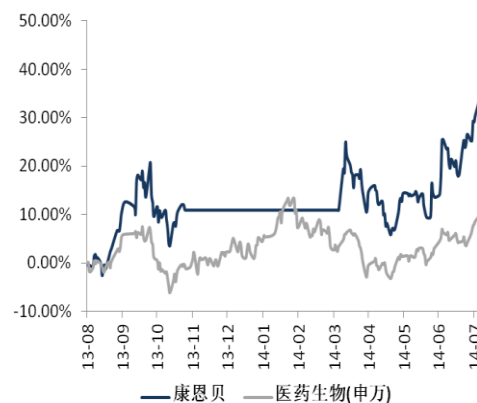
1、丹参川穹嗪去年受产能限制（6000万支产能，销售6100万支）导致市场销售放缓，今年上半年各地补货的量较大；今年1-2月份GMP认证期间，主要是靠备货销售，3月20日拿到新版证书后，开始正常生产销售，各地销量快速增长。6月份，产品质量标准由地标提高到国标，为了衔接好销售，公司6月份发的货比较多。所以上半年增速较快。下半年预计将逐季度增速恢复正常，同比数据依然较快。

2、我们认为目前产品都不存在市场空间瓶颈，几个3亿的品种做到5-8亿是很正常的，但是没有实现，就说明营销体系需要改善。我们希望公司可以通过2-3年的改革，实现3个过5亿的品种（肠炎宁、前列康、天保宁）；目前过亿品种，可以到3亿；二线品种可以快速过亿。公司从2013年开始进行营销体系整合，希望可以建立4个平台，我们认为营销整合的难度较大，需要时间观察。

3、公司也在汲取并购云南康恩贝和内蒙古伊泰药业的经验，不仅仅吸收产品，还要是有强势营销团队的企业，即从过去的“强弱互补性”收购，转为“强强互助型”收购。这说明公司战略上的变化。

4、贵州拜特5月并表，我们预计5-12月拜特贡献的收入为3.6亿元，增厚EPS0.11元（未摊薄），全年收入38亿，增长30%，净利润5.6亿，EPS0.69元。如果考虑增发摊薄，则EPS0.58元。公司拟增发融资21亿，补充运营资金，我们认为未来仍会继续并购的战略思想。参考市场同类公司的估值水平，我们认为康恩贝2014年可以给30倍估值。给予“谨慎推荐”评级。

股价走势图



一、收购“拜特”为公司带来估值与业绩的提升

历史上，公司的产品较多，较杂，且缺乏过 5 亿的大产品，此次收购“贵州拜特”，获得销售额过 5 亿，终端销售额过 20 亿的品种“丹参川穹嗪注射液”，有力地补充了公司的产品线，并且带来公司业绩与估值的提升。

（1）“丹参川穹嗪注射液”是心脑血管注射剂大品种

在国内，由于中成药在心脑血管领域具有多靶点、副作用低、抗药性小等独特优势，治疗心脑血管疾病的中成药市场规模呈稳步增长趋势。2008-2012 年间，我国心脑血管疾病中成药市场规模由 376.14 亿元增长到 783 亿元，年复合增长率为 20.13%。

中药注射剂是心脑血管中成药市场中的主要品种，具有作用迅速、疗效确切等优点，尤其是在活血化瘀、改善微循环方面疗效显著，2012 年该产品占心脑血管中成药制剂 57.57% 的市场份额。2012 年心脑血管中药注射剂总体市场规模达到 451 亿元，同比增长 24.59%，高于同期心脑血管中成药总体市场的增长速度。

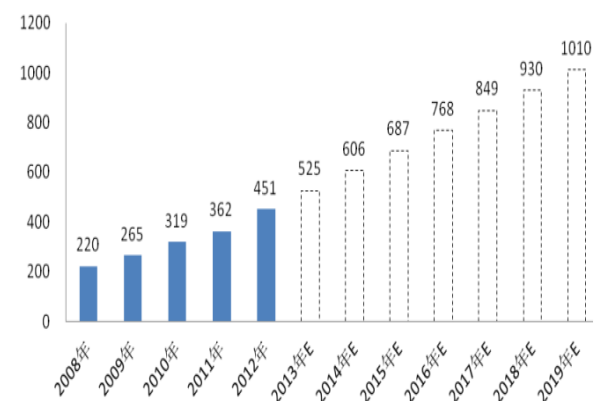
由于我国心脑血管疾病发病率的持续增高和心脑血管中药注射剂在心脑血管疾病治疗领域的重要地位，未来我国心脑血管中药注射剂市场将持续快速发展，预计 2012 至 2019 年心脑血管中药注射剂市场销售额将由 451 亿元增长至 1,010 亿元，为 2012 年的 2.2 倍。

图表 1：中药注射剂市场销售额及增速



数据来源：南方医药经济研究所

图表 2：“中药注射剂”市场空间



数据来源：南方医药经济研究所

资料来源：南方所、东吴证券研究所

资料来源：南方所、东吴证券研究所

正因为心脑血管中药注射剂高于中成药市场平均增长，并且有成长为“重磅炸弹”的潜力，因此市场往往给以中药注射剂企业较高的估值。

(2) 拜特的销售情况

IMS1-5 月份的销售数据是有问题的。(由于丹参川芎嗪 70%的销售集中在基层医院，因此统计口径上存在差异) 去年受产能限制(6000 万支产能，销售 6100 万支)导致市场销售放缓，今年上半年各地补货的量较大；

今年 1-2 月份 GMP 认证期间，主要是靠备货销售，3 月 20 日拿到新版证书后，开始正常生产销售，各地销量快速增长。6 月份，产品质量标准由地标提高到国标，为了衔接好销售，公司 6 月份发的货比较多。所以上半年增速较快。下半年预计将逐季度增速恢复正常，同比数据依然较快。

终端平均供货价 38-40 元*6100 万支=23.18-24.40 亿元，公司出厂价为 6 元多，相当于 2 折扣。未来的增长主要靠空白市场的覆盖，例如浙江市场在公司的帮助下，进入增长期；而辽宁市场已经成熟，一个市场就卖了 800 万支(占总体市场的近 13%，折合销售近 3 亿元)。公司在规划中是覆盖 10400 家医院(基本包括大部分二级和基层医院，去年只覆盖 4700 家)，但是大型医院(尤其是上海、北京等)对于中药注射剂还是不太接受。

景峰药业的参芎葡萄糖注射液(主要成分丹参素 20mg、盐酸川芎嗪 100mg，葡萄糖 5g)基本成分与贵州拜特的盐酸川芎嗪相近，而且都是适用于闭塞性脑血管疾病，针对科室相同，是名副其实的竞争对手，目前销售额也突破 10 亿，但是其是大输液，不良反应多，而且富含葡萄糖，因而糖尿病患者不可使用。

(3) 与拜特的整合

公司与贵州拜特的渠道整合方案正在制定，贵州拜特采取的是深度管理的招商模式（与仟源制药的“精细化招商”相近），全部是区域代理商，并没有全国总代理；目前进入的 26 个省医保，有十多个代理商。双方只是合作关系，拜特并没有实际控制力，但是我们认为存在软约束（代理权，这建立在丹参川芎嗪的强势，当然如果经销商在当地资源非常丰富和深厚，公司基本上也没有话语权）。

因此，从商务关系，康恩贝是和拜特的经销商合作，主要是看经销商能否看得上康恩贝的产品，是否有利润可做，是否有特色的产品（例如价格要高，口服制剂等），中低端价格产品很难做出来，因此对于康恩贝来说，目前整合和使用难度较大，当然我们认为，如果公司能够理顺拜特的这种招商模式，对于公司提升自身的销售能力也是一个难得的机遇（公司以自营销售为主）。

二、公司原有产品销售分析

我们认为目前产品都不存在市场空间瓶颈，几个 3 亿的品种做到 5-8 亿是很正常的，但是没有实现，就说明营销体系有问题，不适宜。我们希望公司可以通过 2-3 年的改革，实现 3 个过 5 亿的品种（肠炎宁、前列康、天保宁）；目前过亿品种，可以过 3 亿；二线品种可以快速过亿。

（1）肠炎宁由于 OTC 产品，受招标政策影响不大，主要还是看公司营销策略的调整；肠炎宁今年上半年保持了 20% 增长，说明公司的营销渠道策略效果不错；

（2）前列康过去销售主要依赖渠道推动，终端拦截做的很不够，而且品牌营销也不足，主要是内部的营销理的不顺，2004-2007 年间换了五位营销总监，实际在 2006 年就已经达到 3 亿，2013 年也还是维持在这个水平线。

（3）阿乐欣去年受产能限制，增速放缓。今年产能释放，但是由于区域性销售，新的招标没有开始，因此不会有大幅增长。该产品市场空间不会太大，大概在 5 亿左右。

(4) “汉防己甲素” 由于基数变大，增速将逐步趋于放缓。

(5) 金奥康的销售处于徘徊状态。

(6) 珍视明由于有竞争厂家的事件性公关，导致销售受到很大影响。

(7) 龙金通淋目前已经进了 8 个省的医保，准备借助拜特的渠道，扩大销售规模，过去昆明康恩贝主要是代理制，现在努力进入国家医保。

(8) 麝香通心滴丸进入公司后销售并没有达预期，我们认为今年基本不可能实现过亿，2013 年实现销售 4700 万元，今年甚至连 7000 万都做不到。由于 GSK 事件，导致各医院的药事委员会都不开会，产品进不了医院；目前上海、江苏和浙江等市场由公司自己的队伍来做；其它弱势区域采取经销商或者终端合作方式来实现，同时公司在过去两年经销商选择上也存在问题，导致部分地区始终无法实现快速销售。

募投项目中基药固体制剂项目新厂房今年年底基本投产，但是由于受各地招标进展影响销售。但是换个角度，哪年招标，哪年增量就出来，如果公司的终端销售工作做好。

银杏叶提取物是作为原料出口，上半年欧盟 EDQM 颁发的 CEP 证书，标志着该产品获得了以药品形式出口欧洲的资格。主要可以作为药品、营养剂、药妆和化妆品的原料。但是目前依然产能限制，母公司产能为 50 吨，兰溪基地约为 100 吨，但实际产量只有 70-80 吨。目前在云南建设两条生产线，安利是公司主要客户之一。

三、公司营销体系改革

公司从 2013 年开始进行营销体系整合，但推进进度却是低于预期的，利益整合有难度。2007 年金华康恩贝并入公司、2009 年天施康和珍视明并入公司；2011 年康恩贝中药并入公司；2012 年云南烯陶进入公司，这些企业都有自己的商务营销队伍，而且存在与母公司的关联交易，都有业绩和盈利承诺，因此必须等全部进入公司后，开始筹划营销体系整合。

公司计划整合成是四个营销平台，分别是：

(1) 品牌 OTC 药品牌平台：公司希望可以做一个百年企业，品牌是基础，而且公司打造的康恩贝、肠炎宁等品牌是有市场影响力的，可以在此品牌基础上延伸推出新产品；

(2) 处方药营销平台：公司在 1995-1996 年就开始打造处方药队伍，当年把天保宁就做到过亿，但是 2006 年行业反商业贿赂给公司震动很大，因此过早的将该队伍打散，导致公司一直没有全国性营销团队；目前计划依赖麝香通心滴丸、黄我胶囊等高端处方药来重建处方药营销队伍，该平台建设从 2013 年开始；

(3) 基药市场营销平台：公司基药品种多，而且由于基药招标和新医改，因此该市场将长期存在，公司必须抓住这个机会；目前正在做康恩贝销售公司和天施康的营销资源整合，这一块也是公司管理问题最大的地方（将逐步撤销天施康的商务销售平台）；

(4) 精细招商代理平台：主要是和贵州拜特渠道、市场销售人员的磨合期，公司计划通过引入康恩贝的产品开展合作与整合。

预计营销体系改革完成后，销售费率反而会出现下降，公司目前的净利率太低，各家公司都有营销和商务团队，费用控制不好。未来在传统媒体广告投入可能会控制，逐步探索新媒体的营销模式。

四、公司的并购战略

公司目前进入外延收购密集期，主要是由于一方面到 2012 年底，公司将集团里的医药资产都逐步并入上市公司，内部整合基本完成；另一方面也是由于行业进入结构调整周期，尤其是 GMP 改造，加快行业集中度提升。同时 IPO 的停滞，也导致大量风投项目寻找出口，因此增加公司的并购选择面；

内蒙古康恩贝今年依然亏损，整合没有达到预期，主要是由于公司的营销结构不均衡，在化学药领域较强，在基药和中药处方药领域较弱；同时公司整合能力也比较差，这都将影响公司未来并购的思路和方向。云南康恩贝的主要问题是生产能力比较差，只要把几个产品

的销售做到 2000-3000 万元，就可以扭亏为盈（2014H1 仅亏损 85 万元），目前新生产线的 GMP 改造已经完成，因此该公司的整合效果会更加明显。

公司也在汲取并购云南康恩贝和内蒙古伊泰药业的经验，不仅仅吸收产品，还要是有强势营销团队的企业，即从过去的“强弱互补性”收购，转为“强强互助型”收购，这既是由于公司自身营销体系还无法支撑起一个弱势企业的快速成长；另一方面也是降低整合成本和时间周期。

公告收购北京嘉琳 1.1% 股权，我们认为，主要是三层意思，一层北京嘉琳的股权结构非常复杂，里面的风投和 PE 太多，各自成本不同，因此要价偏高。其次，北京嘉琳过去采取直营销售模式，探索转型为代理模式，具体效果也需要观察；最后，嘉林药业的核心产品阿托伐他汀片与原研药立普妥的专利之争目前正在最高院审理，其结果对于嘉林药业至关重要，因此也需要观察，所以现在对于该项收购需要谨慎！

五、盈利预测与估值

贵州拜特 5 月并表，我们预计 5-12 月拜特贡献的收入为 3.6 亿元，增厚 EPS0.11 元（未摊薄），全年收入 37.5 亿，增长 30%，净利润 5.6 亿，EPS0.69 元。如果考虑增发摊薄，则 EPS0.58 元。公司拟增发融资 21 亿，补充运营资金，我们认为未来仍会继续并购的战略思想。参考市场同类公司的估值水平，我们认为康恩贝 2014 年可以给 30 倍估值，给予“谨慎推荐”评级。

可比公司:

上市公司	2013 营收 (亿)	总市值 (亿元)	2014 年预测市盈率
上海凯宝	13.2	83.8	20.3
红日药业	21.0	158.5	36.0
中恒集团	40.0	139.6	14.6
振东制药	16.6	44.2	30.3
益佰制药	27.8	153.2	27.3
康缘药业	22.3	132.3	34.8

来源: wind、东吴证券研究所

康恩贝主要财务数据

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2011	2012	2013	2014E		2011	2012	2013	2014E
流动资产	1690.0	2679.7	2208.1	2630.2	营业收入	2122.8	2733.7	2924.2	3801.4
现金	720.3	1550.0	782.0	800.0	营业成本	725.0	911.3	941.9	1210.4
应收款项	590.2	685.2	861.0	1124.8	营业税金及附加	28.8	38.3	40.0	52.1
存货	327.8	405.9	464.8	591.3	营业费用	896.0	1148.7	1225.4	1474.9
其他	51.7	38.4	100.3	114.0	管理费用	206.7	283.6	291.8	353.3
非流动资产	1270.4	1859.0	2245.7	2359.5	财务费用	21.1	47.6	62.7	40.6
长期股权投资	252.2	281.6	233.4	233.4	投资净收益	90.6	72.8	123.0	100.0
固定资产	779.7	1062.3	1409.0	1533.8	其他	-1.5	-4.2	-5.2	-5.0
无形资产	179.2	271.9	334.0	322.8	营业利润	334.3	372.7	480.1	765.1
其他	59.2	243.2	269.4	269.4	营业外净收支	15.1	37.5	73.1	70.0
资产总计	2960.4	4538.7	4453.8	4989.6	利润总额	349.4	410.2	553.2	835.1
流动负债	710.9	1346.0	1073.3	1239.3	所得税费用	43.0	67.4	99.0	150.3
短期借款	238.0	674.0	405.7	420.7	少数股东损益	26.2	47.1	36.9	130.1
应付账款	143.6	178.6	248.5	314.5	归属母公司净利润	280.2	295.7	417.4	554.7
其他	329.3	493.4	419.2	504.1	EBIT	266.3	351.7	425.1	710.7
非流动负债	637.4	752.0	789.0	789.0	EBITDA	337.0	439.9	524.7	836.3
长期借款	0.0	60.0	59.0	59.0					
其他	637.4	692.0	730.0	730.0	重要财务与估值指标	2011	2012	2013	2014E
负债总计	1348.3	2098.0	1862.3	2028.3	每股收益(元)	0.40	0.37	0.52	0.69
少数股东权益	191.4	266.1	223.9	294.2	每股净资产(元)	2.02	2.69	2.92	3.29
归属母公司股东权益	1420.8	2174.5	2367.6	2667.2	发行在外股份(百万股)	703.6	809.6	809.6	809.6
负债和股东权益总计	2960.4	4538.7	4453.8	4989.6	ROIC(%)	11.6%	10.7%	10.5%	16.4%
					ROE(%)	19.7%	13.6%	17.6%	20.8%
现金流量表 (百万元)	2011	2012	2013	2014E	毛利率(%)	65.8%	66.7%	67.8%	68.2%
经营活动现金流	188.4	245.8	235.4	501.1	EBIT Margin(%)	12.5%	12.9%	14.5%	18.7%
投资活动现金流	-515.2	-509.9	-404.3	-243.0	销售净利率(%)	13.2%	10.8%	14.3%	14.6%
筹资活动现金流	362.5	1082.1	-628.7	-240.1	资产负债率(%)	45.5%	46.2%	41.8%	40.7%
现金净增加额	34.9	817.9	-798.0	18.0	收入增长率(%)	18.0%	28.8%	7.0%	30.0%
折旧和摊销	70.7	88.1	99.6	125.6	净利润增长率(%)	51.0%	5.5%	41.1%	32.9%
资本开支	-180.8	-356.2	-424.2	-243.0	P/E	26.46	34.30	32.94	24.78
营运资本变动	-49.8	-89.1	-289.9	-254.5	P/B	5.22	4.67	5.81	5.15
企业自由现金流	102.8	-10.5	-195.3	210.9	EV/EBITDA	26.01	27.83	29.75	18.86

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需征得东吴证券研究所同意,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

看好: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5%~5%;

看淡: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

公司投资评级:

强烈推荐: 预期未来 6 个月内强于大盘指数 20% 以上;

推荐: 预期未来 6 个月内强于大盘指数 10% 以上;

谨慎推荐: 预期未来 6 个月内强于大盘指数 5% 以上;

观望: 预期未来 6 个月内相对大盘指数 -10%~10%;

卖出: 预期未来 6 个月内弱于大盘指数 10% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: 0512-62938527