

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, 2015.8.27

李惜浣 行业分析师

执业编号: S1500512040001
 联系电话: +86 10 8332 6736
 邮箱: lixihuan@cindasc.com

吴临平 行业分析师

执业编号: S1500514070004
 联系电话: +86 10 8332 6738
 邮箱: wulinping@cindasc.com

卢斯然 研究助理

联系电话: +86 10 8332 6858
 邮箱: lusiran@cindasc.com

相关研究

- 《打造基于互联网的制药蓝筹公司》2015.8
- 《拜特支撑业绩快速增长》2014.10
- 《并表拜特提速植物药业务》2014.8
- 《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
- 《3+1 平台齐发力, 销售转型成就大品种》2013.4
- 《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
 邮编: 100031

专注互联网与产业协同, 具有较高的安全边际

2016年8月26日

事件: 公司发布了16年中报, 2016年上半年公司实现营业收入30.5亿元, 较上年同期增长37.92%; 实现归属于上市公司股东的净利润3.07亿元, 较上年同期下降30.18%; 实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润2.93亿元, 较上年同期下降5.45%; 每股收益0.12元。

点评:

- **公司主业经营总体保持稳健态势。**今年上半年收入同比大幅增长, 主要由于商业销售收入增加8.91亿元所致, 控股子公司珍诚医药自2015年6月起纳入合并范围, 上年同期珍诚医药并表仅为2015年6月当月收入, 今年上半年收入全部并表计入; 净利润下降主要由于去年同期处置持有的佐力药业股票实现税后盈利1.16亿元, 今年上半年持有和处置该股票确认损失0.16亿元, 同比减少净利润1.32亿元。
- **主导产品保持稳定增长。**中药、现代植物药业务销售收入同比下降6.91%, 毛利率提升1.71个百分点, 主导品种天保宁、麝香通心滴丸、丹参川芎嗪注射液等产品保持稳定增长, 麝香通心滴丸增长约30%, 复方鱼腥草合剂及银杏提取物同比增长50%左右, 前列康、珍视明滴眼液、肠炎宁系列、龙金通淋胶囊等品种收入同比下降, 从半年度环比口径来看, 前列康销售基本持平, 肠炎宁系列、珍视明滴眼液、龙金通淋环比销售略有增量。化学药业务销售收入同比增长10.08%, 毛利率略降0.80个百分点, 主导品种金奥康、乙酰半胱氨酸泡腾片、必坦及唐贝克等产品增速较快, 其中金奥康、乙酰半胱氨酸泡腾片同比增长超20%, 必坦销售同比增长逾80%, 唐贝克销售同比增长超40%。硫酸阿米卡星国内销量锐减造成上半年原料药业务销售同比下降21.37%。
- **围绕互联网医+药战略, 向产业链上、下游延伸。**公司在中药、现代植物药领域具备较强的技术和产业基础, 包括药材种植基地、提取物技术、全产业链的质量控制管理体系等, 同时公司在浙江省区域以及子公司(江西、云南)等地积极争取各省中药配方颗粒的试点工作, 截至今年上半年公司中药配方颗粒项目累计完成260个品种的资料申报, 按照产业化的要求推进了40个品种的深度研究, 未来国家对于中药配方颗粒生产资质的限制如果放开, 公司具备抢占市场的实力。下游医疗和健康服务方面, 公司将以新设立的医疗投资管理公司为平台, 择机启动中医门诊部和中医连锁诊所建设, 打造基于互联网的全产业链中医药服务网络。我们认为, 公司近几年所做一系列的互联网布局核心是通过与互联网的融合, 将公司原有产业更好的链接消费者和客户, 通过投资建立一种既有股权资产关系、又有业务关系的产业协同模式; 比如以可得网为平台的眼健康领域, 未来以上海鑫方迅和浙江检康为平台的心血管领域。

- **非公开发行价格和员工持股计划带来较高的安全边际。**公司拟向不超过 10 名的特定对象非公开发行股票，数量合计不超过 18,414 万股，集资金总额 128,900 万元（含发行费用），价格不低于 7.00 元/股；6 月 3 日公司非公开发行股票申请获得证监会发审委审核通过，正在等待正式核准批文。7 月 30 日，公司公告了第一期员工持股计划（草案），并于 8 月 19 日获得了公司股东大会批准通过，股东大会审议通过之后的 6 个月为资产管理计划的建仓期。
- **盈利预测及评级：**暂不考虑非公开增发事项带来的股本变化和业绩增长，我们预计公司 16-18 年每股收益分别为 0.26 元、0.30 元、0.34 元；维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**收购公司整合进度低于预期；主要品种市场调整影响销售；主要产品招标降价；新药研发的不确定性。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,581.62	5,301.97	6,310.52	6,919.18	7,585.38
增长率 YoY %	22.48%	48.03%	19.02%	9.65%	9.63%
归属母公司净利润(百万元)	552.35	440.37	656.73	749.21	862.55
增长率 YoY%	32.34%	-20.27%	49.13%	14.08%	15.13%
毛利率%	69.16%	53.19%	48.10%	48.31%	48.51%
净资产收益率 ROE%	19.79%	10.63%	14.18%	13.93%	13.82%
每股收益 EPS(元)	0.22	0.18	0.26	0.30	0.34
市盈率 P/E(倍)	31	39	26	23	20
市净率 P/B(倍)	4.1	2.7	3.7	3.2	2.7

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2016 年 8 月 25 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	2,177.46	4,969.60	5,677.68	6,602.88	7,657.87
货币资金	668.94	1,796.98	1,818.49	2,412.26	3,104.79
应收票据	293.29	514.09	946.58	1,037.88	1,137.81
应收账款	524.60	1,191.04	946.58	1,037.88	1,137.81
预付账款	33.36	141.90	143.08	156.25	170.64
存货	598.06	976.43	1,473.80	1,609.46	1,757.67
其他	59.22	349.15	349.15	349.15	349.15
非流动资产	4,121.42	4,599.20	4,765.75	4,733.53	4,698.23
长期投资	447.03	426.88	426.88	426.88	426.88
固定资产	1,443.83	1,793.41	2,022.14	2,010.85	1,993.46
无形资产	499.65	589.58	567.57	547.90	530.34
其他	1,730.90	1,789.33	1,749.17	1,747.90	1,747.55
资产总计	6,298.88	9,568.80	10,443.43	11,336.41	12,356.09
流动负债	1,845.23	4,259.96	4,638.27	4,782.04	4,939.18
短期借款	614.06	1,132.49	1,132.49	1,132.49	1,132.49
应付账款	295.44	821.26	1,083.64	1,183.38	1,292.36
其他	935.73	2,306.22	2,422.15	2,466.17	2,514.33
非流动负债	1,083.38	743.50	750.48	750.48	750.48
长期借款	344.00	531.88	531.88	531.88	531.88
其他	739.38	211.62	218.59	218.59	218.59
负债合计	2,928.60	5,003.47	5,388.75	5,532.52	5,689.65
少数股东权益	579.85	423.86	423.86	423.86	423.86
归属母公司股东权益	2,790.43	4,141.48	4,630.82	5,380.03	6,242.58
负债和股东权益	6298.88	9568.80	10443.43	11336.41	12356.09

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,581.62	5,301.97	6,310.52	6,919.18	7,585.38
同比	22.48%	48.03%	19.02%	9.65%	9.63%
归属母公司净利润	552.35	440.37	656.73	749.21	862.55
同比	32.34%	-20.27%	49.13%	14.08%	15.13%
毛利率	69.16%	53.19%	48.10%	48.31%	48.51%
ROE	19.79%	10.63%	14.18%	13.93%	13.82%
每股收益(元)	0.22	0.18	0.26	0.30	0.34
P/E	31	39	26	23	20
P/B	4.1	2.7	3.7	3.2	2.7
EV/EBITDA	6.13	13.29	15.08	13.11	11.27

利润表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,581.62	5,301.97	6,310.52	6,919.18	7,585.38
营业成本	1,104.41	2,482.10	3,275.11	3,576.57	3,905.94
营业税金及附加	44.94	54.35	63.11	69.19	75.85
营业费用	1,422.76	1,450.70	1,546.08	1,681.36	1,820.49
管理费用	350.76	436.19	536.39	588.13	644.76
财务费用	86.15	129.78	118.73	118.87	111.62
资产减值损失	2.49	63.14	4.29	0.30	0.50
公允价值变动收益	0.00	-324.83	0.00	0.00	0.00
投资净收益	230.25	202.57	-3.00	0.00	0.00
营业利润	800.36	563.45	763.82	884.76	1,026.22
营业外收入	69.59	66.67	74.17	70.15	70.33
营业外支出	18.47	19.62	17.08	18.39	18.36
利润总额	851.49	610.50	820.91	936.51	1,078.19
所得税	123.73	106.79	164.18	187.30	215.64
净利润	727.75	503.71	656.73	749.21	862.55
少数股东损益	175.41	63.34	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	552.35	440.37	656.73	749.21	862.55
EBITDA	1,070.92	901.24	1,168.29	1,298.64	1,448.32
EPS (摊薄)	0.22	0.18	0.26	0.30	0.34

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	617.43	831.26	695.45	918.74	1,025.08
净利润	727.75	503.71	656.73	749.21	862.55
折旧摊销	130.54	176.24	209.71	224.45	232.46
财务费用	88.90	114.51	137.67	137.67	137.67
投资损失	-230.25	-202.57	3.00	0.00	0.00
营运资金变动	-57.84	-86.07	-312.55	-187.96	-205.83
其它	-41.66	325.44	0.89	-4.63	-1.77
投资活动现金流	-1,257.44	-1,223.95	-175.20	-187.29	-194.88
资本支出	-392.23	-265.53	-179.17	-187.29	-194.88
长期投资	-659.99	106.67	3.97	0.00	0.00
其他	-205.22	-1,065.08	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	540.83	887.57	-305.06	-137.67	-137.67
吸收投资	0.00	1,941.16	0.00	0.00	0.00
借款	695.83	480.94	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	281.00	372.94	305.06	137.67	137.67
现金净增加额	-99.73	495.53	215.19	593.78	692.52

医药生物研究小组简介

李惜浣，药学学士，工商管理硕士，曾任职于某医药上市公司研究院、东海证券研究所，2012年加入信达证券。

吴临平，南京大学制药学士，生化硕士，2012年加入信达证券。

卢斯然，牛津大学化学生物博士，2年医药行业从业经验，2015年7月加入信达证券。

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
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	何 欢	010-63081150	18610718799	hehuan@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyao Hua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@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。