



分析师

孙伟娜

电话: 010-88085269

Email: sunweina@hysec.com

康恩贝 (600572)

买入(上调)



医药行业/年报点评

受益基本药物制度超预期

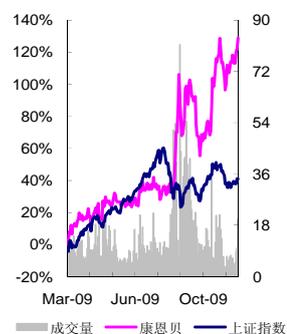
公司数据

总股本(万股)	32400
流通股(万股)	16867
每股净资产	3.08
主要股东	康恩贝集团有限公司
主要股东持股比例	47.43%

交易数据

一年价格波动区间	6.14~13.91
半年绝对表现	34.40%
半年相对表现	31.55%
半年换手率	9.55%

市场表现



投资要点:

业绩受益基本药物制度超预期

康恩贝公布 2009 年年报, 实现营业收入 14.1 亿元, 同比增长 28.46%; 利润总额 1.2 亿元, 同比增长 13.33%, 归属于上市公司股东的净利润 1 亿元, 同比增长 10.05%。若扣除非经常性损益净利润 9250 万, 同比增长 80.66%。每股收益 0.31 元。加权平均 ROE 为 10.15%, 同比微增 0.06 个百分点。

现代植物药受益基本药物目录同比增 81%

康恩贝的分产品中, 包括现代植物药、化学药、原料药、保健品和其他药品, 其中现代植物药增速最快, 同比增长 81%, 达到 5.65 亿元, 因此 2009 年报中, 医药工业营业收入的比例从 78% 增加到 83%; 现代植物药由 2008 年份额 28% 增长到 40%。

2009 年 8 月 19 日, 卫生部正式发布《国家基本药物目录(基层医疗卫生机构配备使用部分)》, 康恩贝有多达 49 个品种入选, 其中普乐安片/胶囊的贡献最大, 零售价涨价 10%, 2009 年收入超过 3 亿元。普乐安片虽然不是独家品种, 生产批号有 100 多个, 但康恩贝的市场份额有 60%; 普乐安胶囊生产批号有 2 个, 但另一家甘肃河西制药的产量不到康恩贝的 10%。因此, 普乐安进入基本药物目录对康恩贝影响较大。虽然 2009 年有零售价涨价因素, 但出厂价未变, 因此预计 2010 年普乐安片仍维持高速增长, 增速高于 60%。

化学药和原料药分别增长 22% 和 20%

分别占营业收入 22% 和 12% 的化学药和原料药产品, 2009 年分别同比增长 22% 和 20%, 一改 2008 年负增长的局面。

相关研究:

《宏源证券 \* 深度研究 \* 康恩贝: 受益基本药物制度和江西天施康 \* 600572 \* 医药行业 \* 孙伟娜》

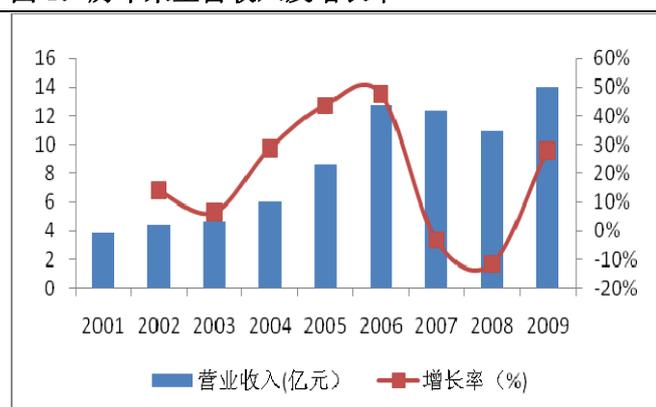
2009.9.8

主要原因一方面是得益于基本药物目录，公司的化学药有奥美拉唑胶囊、盐酸左氧氟沙星注射液、盐酸雷尼替丁胶囊等进入了 2009 版基本药物目录，在药品招标上更加容易。原料药方面，由于受益于出口回暖，阿乐欣（注射用阿洛西林钠）、金奥康（奥美拉唑肠溶胶囊）、阿奇霉素、硫酸阿米卡星、大观霉素等品牌产品都有了较大增长。2010 年原料药出口回暖将更加明显。

### 保健品同比下降 19%

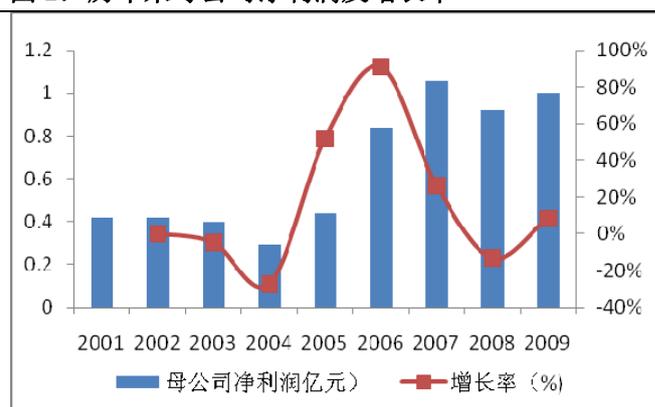
公司保健品有贝贝儿童产品和元邦胶囊两大产品系列，包括贝贝血宝、贝贝开胃宝、贝贝智多星、元邦胶囊等都是浙江省知名品牌。收入下降的主要原因是同类产品竞争激烈，贝贝智多星产品销售下降，其次也与过节提前与错后有关。2009 年康恩贝保健品公司出资 400 万元参与设立西双版纳铁皮石斛公司，占 80% 股权，该产品可能于 3 年之后问世，与元邦胶囊互补，一个补阴一个补阳，将丰富产品线。

图 1：历年来主营收入及增长率



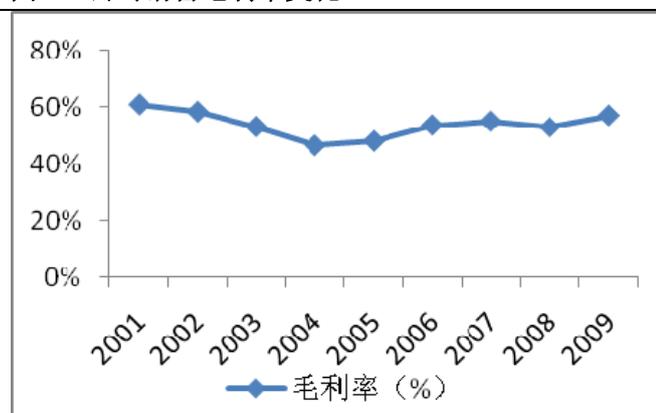
资料来源：Wind、宏源证券研究所

图 2：历年来母公司净利润及增长率



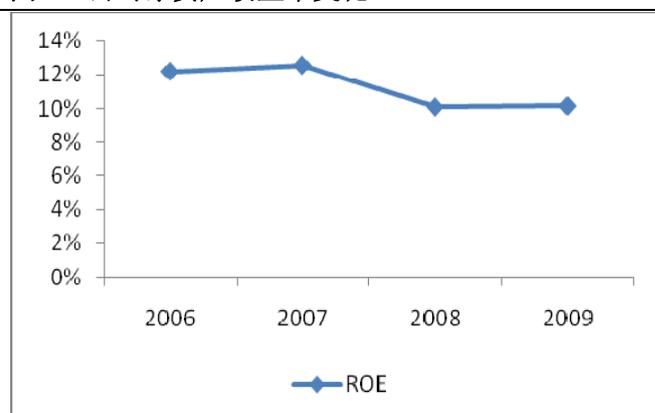
资料来源：Wind、宏源证券研究所

图 3：公司销售毛利率变化



资料来源：Wind、宏源证券研究所

图 4：公司净资产收益率变化



资料来源：Wind、宏源证券研究所

## 子公司江西天施康为潜在利润贡献者

2009 年 5 月和 8 月,康恩贝先后受让了天施康 8%和 12.88%的股权,控股 50.88%,成为第一大股东。

天施康药业是国内中药 50 强企业,拥有独家产品 14 个,中药保护品种 25 个。主要产品有复方夏天无、珍视明、肠炎宁片剂糖浆剂、牛黄上清胶囊、复方陈香胃片、血康胶囊、复方乌鸡胶囊、桂灵胶囊、滋心阴颗粒等。**其中牛黄上清胶囊入选 2009 年基本药物目录,还属于“剂型独家”的品种。**尼索地平口崩片(新型二氢吡啶类钙通道阻滞剂抗高血压药)公司研制成功,获 SFDA 药物临床试验批件。

天施康的产品都是有潜力的优质品种,2009 年收入约 4 亿元,净利润超过 2800 万元。由于股权受让协议中规定天施康自 2009 年 1 月 1 日以来的净利润都归受让方所有,本年度增加的 20.88%的股权为康恩贝增加净利润 540 多万元。我们还将密切关注天施康拟上市的情况。

## 股价催化剂

湖南汉森制药即将发行上市,汉森制药的产品之一银杏叶胶囊的原材料银杏叶提取物主要购自康恩贝。康恩贝的银杏叶提取物年产量 200 吨左右,居全国前三名,康恩贝还是我国企业银杏叶提取物标准的制定者,2009 年 7 月将标准中银杏酸含量由 10ppm 降低到 5ppm,成为目前全球银杏叶提取物的最高标准。

## 盈利预测

植物药受益于基本药物目录,未来 3 年仍将快速增长,但由于不再有涨价效应,假设 10-12 年分别增长 65%、40%、30%;化学药也受基本药物目录拉动,假设 10-12 年增速为 18%、15%、12%;原料药出口回暖,增速为 40%、30%、20%;保健品由于贝贝儿童系列销售情况不佳,假设增速为 2%;营业外收入一部分为子公司的退税,较为稳定,假设 09~11 年分别为 1000 万元。预测 2009~2011 年 EPS 分别为 0.41、0.51、0.61 元,对应 PE 为 34、27、22,目前估值合理,但考虑到公司股价催化剂,调高至“买入”评级。

**图 5：销售收入预测表**

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
中药植物药	312	565	932	1305	1697
增长率/%	-35%	81%	65%	40%	30%
化学药	260	316	373	429	480
增长率/%	-9%	22%	18%	15%	12%
原料药	109	169	237	308	369
增长率/%	-36%	55%	40%	30%	20%
保健品	122	99	101	103	105
增长率/%	2%	-19%	2%	2%	2%
其他产品（医药商业）	239	245	257	270	284
增长率/%	20%	3%	5%	5%	5%
主营收入/百万元	1094	1407	1900	2415	2935
增长率/%	-13%	29%	35%	27%	22%

资料来源：宏源证券研究所

**图 6：盈利预测表**

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1095	1407	1900	2415	2935
营业成本	516	607	820	1042	1266
营业税金及附加	13	17	23	29	35
销售费用	388	541	703	893	1086
管理费用	96	120	161	205	249
财务费用	29	23	31	39	47
资产减值损失	3.51	9.80	13.23	16.82	20.44
投资净收益	(5.09)	16.00	-	-	-
营业利润	44	106	149	189	230
营业外收入	67	23	10	10	10
营业外支出	3	6	-	-	-
利润总额	108	123	159	199	240
所得税	15	17	22	28	34
净利润	93	106	137	172	207
少数股东损益	1	4	5	7	8
归属于母公司的净利润	92	102	131	165	198
EPS（元）	0.28	0.31	0.41	0.51	0.61
PE	48	44	34	27	22

资料来源：、宏源证券研究所

**销售经理：万玮**  
**联系电话：010-88085990**  
**电子信箱：wanwei1@hysec.com**

### 免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5% 以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5% 以上