

中药III

余方升

0755-82026844  
yufangsheng@cjis.cn

李昱

0755-82026737  
liyu@cjis.cn

6-12个月目标价: 17.15元

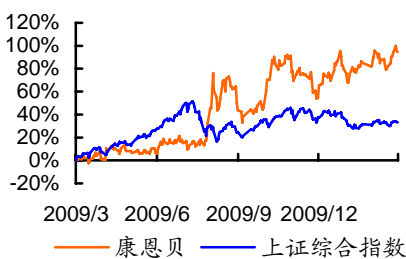
当前股价: 13.83元  
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3056.81
总股本(百万)	324
流通股本(百万)	169
流通市值(亿)	23
EPS (TTM)	0.31
每股净资产(元)	3.54
资产负债率	40.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
康恩贝	3.36	25.84	35.32
上证综合指数	1.15	-3.06	7.12



相关报告

《康恩贝-受益基本药物制度 未来增长可期》2009-8-26  
《康恩贝-收购天施康股权 打造植物药龙头》2009-8-13  
《康恩贝-主营改善明显估值水平偏低的植物药龙头》2009-3-23

康恩贝

600572

推荐

品种资源优势突出，良好增长势头可以期待

我们于24日调研了康恩贝，公司有多个产品进入了基本药物目录，同时天施康品种优势突出，未来有被公司完全控股的可能。

投资要点:

- 09年公司业绩增长状况良好。09年公司营业收入达到14.1亿，同比增长28.5%。归属于母公司净利润约1亿，同比增长10%，实现EPS0.31元。公司主导产品均有不同程度增长，主业经营和发展态势良好；
- 植物药大幅增长，化学药品增速加快，保健品略有下降。由于合并了天施康，植物药09年同比大增81%达到5.65亿。其中普乐安片（胶囊）营收约2.65亿，增长20%，已恢复到历史最好水平，天保宁约0.7亿；化学药和原料药去年增速都超过了20%，其中奥美拉唑和阿乐欣销售收入都在1.2亿左右，吡格列酮也有千万规模；保健品因竞争激烈使得贝贝和元邦系列略有下降，经过调整后未来将呈稳定增长；
- 天施康品种优势非常突出，快速增长势头可期。天施康09年营收达到3.93亿，净利润约0.28亿。其中肠炎宁接近1亿，夏天无0.6亿，珍视明增长40%达到0.7亿，创历史最佳。牛黄上清胶囊去年超过一千万，未来会呈跳跃式增长。预计10年天施康总营收将达到约5亿规模，未来将保持快速增长势头，并且剩余股权有被公司收购的可能；
- 营销改革效果显著，未来将进一步好转。近年公司从外部引进了一批销售骨干，效果初步显现，尤其是去年下半年以来有明显突破。未来3年公司还计划将营销队伍扩充一倍至千人规模以上，这将为公司未来成长提供有力保障；
- 投资建议。综合来看，公司品种优势突出，营销成效明显，未来良好增长势头可期。预计公司10-12年的EPS分别为0.49、0.59和0.72元，按照10年35倍PE给予公司目标价17.15元，维持推荐评级。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1407	1887	2276	2735
同比(%)	28%	34%	21%	20%
归属母公司净利润(百万元)	101	158	193	232
同比(%)	10%	56%	22%	20%
毛利率(%)	56.9%	58.3%	58.8%	59.1%
ROE(%)	10.1%	14.3%	15.4%	16.6%
每股收益(元)	0.31	0.49	0.59	0.72
P/E	44.27	28.37	23.27	19.32
P/B	4.49	4.05	3.58	3.21
EV/EBITDA	26	18	15	12

资料来源: 中投证券研究所

**表 1：康恩贝主营业务预测（单位：百万）**

		2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
植物药	收入	<b>312.28</b>	<b>564.71</b>	<b>915.84</b>	<b>1122.90</b>	<b>1359.68</b>
	增长率	-35.43%	80.84%	62.18%	22.61%	21.09%
	毛利率	70.12%	73.97%	71.11%	71.02%	70.56%
	成本	93.31	146.98	264.56	325.41	400.26
前列康	收入	<b>220.83</b>	<b>265.00</b>	<b>318.00</b>	<b>381.60</b>	<b>438.84</b>
	增长率		20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
天保宁	收入		70.00	84.00	100.80	120.96
	增长率	56471.40%		20.00%	20.00%	20.00%
天保康	收入		18.00	20.70	23.81	27.38
	增长率			15.00%	15.00%	15.00%
可达灵	收入		6.00	20.00	30.00	45.00
	增长率			233.33%	50.00%	50.00%
其他	收入		205.71	473.14	586.70	727.50
	增长率			130.00%	24.00%	24.00%
化学药	收入	<b>259.76</b>	<b>316.48</b>	<b>395.60</b>	<b>494.49</b>	<b>618.12</b>
	增长率	-8.88%	21.83%	25.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	76.77%	78.75%	78.75%	78.75%	78.75%
	成本	60.35	67.24	84.05	105.06	131.33
保健品	收入	<b>121.99</b>	<b>98.78</b>	<b>103.72</b>	<b>108.91</b>	<b>114.36</b>
	增长率	1.54%	-19.02%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	78.77%	77.83%	78.00%	78.00%	78.00%
	成本	25.90	21.90	22.82	23.96	25.16
原料药	收入	<b>140.40</b>	<b>169.06</b>	<b>202.88</b>	<b>253.59</b>	<b>316.99</b>
	增长率	10.04%	20.41%	20.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	24.05%	18.30%	16.00%	16.00%	16.00%
	成本	106.63	138.13	170.42	213.02	266.27
其他	收入	<b>238.87</b>	<b>244.79</b>	<b>269.27</b>	<b>296.20</b>	<b>325.81</b>
	增长率	20.07%	2.48%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	11.06%	8.89%	8.89%	8.89%	8.89%
	成本	212.45	223.04	245.34	269.88	296.87
合计	收入	<b>1073.30</b>	<b>1393.83</b>	<b>1887.31</b>	<b>2276.10</b>	<b>2734.96</b>
	增长率	-11.69%	29.86%	35.40%	20.60%	20.16%
	毛利率	53.54%	57.15%	58.29%	58.82%	59.05%
	成本	498.64	597.28	787.19	937.33	1119.88

资料来源：中投证券研究所

**附：财务预测表**

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	978	1264	1502	1819	<b>营业收入</b>	1407	1887	2276	2735
现金	316	377	455	547	营业成本	607	787	937	1120
应收账款	221	296	357	429	营业税金及附加	17	23	28	33
其它应收款	51	78	78	110	营业费用	541	723	869	1042
预付账款	37	48	57	68	管理费用	120	160	193	232
存货	209	271	323	385	财务费用	23	29	41	53
其他	144	193	233	280	资产减值损失	10	7	7	8
<b>非流动资产</b>	951	1103	1217	1339	公允价值变动收益	0	-0	-0	-0
长期投资	116	138	135	133	投资净收益	16	12	10	12
固定资产	599	611	639	671	<b>营业利润</b>	105	170	210	259
无形资产	171	252	331	411	营业外收入	23	24	24	24
其他	65	101	113	125	营业外支出	6	5	5	5
<b>资产总计</b>	1928	2367	2720	3158	<b>利润总额</b>	122	189	229	278
<b>流动负债</b>	720	1026	1210	1475	所得税	17	26	32	39
短期借款	398	630	803	1020	<b>净利润</b>	105	163	198	239
应付账款	129	167	199	238	少数股东损益	4	5	5	8
其他	193	229	208	217	<b>归属母公司净利润</b>	101	158	193	232
<b>非流动负债</b>	61	79	99	119	EBITDA	182	254	312	378
长期借款	50	70	90	110	EPS (元)	0.31	0.49	0.59	0.72
其他	11	9	9	9					
<b>负债合计</b>	781	1105	1309	1594	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	150	155	160	168	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	324	324	324	324	<b>成长能力</b>				
资本公积	326	326	326	326	营业收入	28.5%	34.2%	20.6%	20.2%
留存收益	347	457	601	747	营业利润	139.6	62.5%	23.6%	23.2%
归属母公司股东权益	997	1107	1250	1397	归属于母公司净利润	10.0%	56.1%	21.9%	20.4%
<b>负债和股东权益</b>	1928	2367	2720	3158	<b>获利能力</b>				
					毛利率	56.9%	58.3%	58.8%	59.1%
					净利率	7.2%	8.4%	8.5%	8.5%
					ROE	10.1%	14.3%	15.4%	16.6%
					ROIC	9.5%	11.9%	12.7%	13.4%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	40.5%	46.7%	48.1%	50.5%
					净负债比率	57.35	63.33%	68.25	70.91%
					流动比率	1.36	1.23	1.24	1.23
					速动比率	1.07	0.97	0.97	0.97
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.80	0.88	0.89	0.93
					应收账款周转率	8	7	7	7
					应付账款周转率	4.90	5.32	5.12	5.13
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.31	0.49	0.59	0.72
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	0.27	0.46	0.52
					每股净资产(最新摊薄)	3.08	3.42	3.86	4.31
					<b>估值比率</b>				
					P/E	44.27	28.37	23.27	19.32
					P/B	4.49	4.05	3.58	3.21
					EV/EBITDA	26	18	15	12

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师简介

李昱, 中投证券研究所医药行业分析师, 理学硕士。2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名。

余方升, 医药行业研究员助理, 药学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518048  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层  
邮编: 100031  
传真: (010) 66276939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434