

中药III

周锐 S0960207090141

0755-82026719  
zhourui@cjis.cn

余方升

0755-82026844  
yufangsheng@cjis.cn

6-12个月目标价: 17.15元

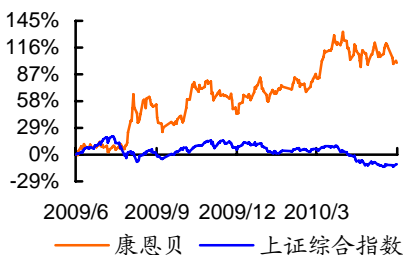
当前股价: 15.03元  
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2569.87
总股本(百万)	324
流通股本(百万)	169
流通市值(亿)	25
EPS (TTM)	0.36
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	-1.51	9.16	38.06
上证综合指数	-0.53	-15.83	-16.39



相关报告

《康恩贝-品种资源优势突出, 良好增长势头可以期待》2010-3-25  
《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

600572

推荐

主导品种增势良好, 维持推荐评级

我们于23日和康恩贝高管进行了交流, 公司主营业务增势良好, 募投项目也在积极推进中。

投资要点:

- **公司中期业绩预计有大幅增长。**近日公司公告预计10年上半年归属于母公司净利润同比增长100%以上, 而6月18日收到的2700万土地处置补偿款和天施康合并报表是业绩大幅增长的主要原因, 预计中期业绩增速有望超过150%;
- **植物药增幅较大, 化学药快速增长, 保健品比较稳定。**由于合并天施康, 植物药10年中期将有较大增长。其中前列康系列近期准备推出新包装组合, 有望进一步促进销售增长。天保宁银杏叶片产业链延伸, 制剂年底将在浙江启动; 化学药1-5月增速接近50%, 其中中美拉唑和阿乐欣销售收入取得了较快增长; 保健品市场竞争激烈, 经过调整后有望实现稳定增长;
- **天施康主导品种增长势头良好。**天施康的肠炎宁和夏天无系列还有较大拓展空间, 其中夏天无转OTC已获批。珍视明未来定位延伸到眼保健等领域, 需求潜力也很大。牛黄上清胶囊优势突出, 跳跃式增长可期。预计10年天施康营收增速将超过20%, 目前费用率较高系考虑到江中制药集团还持有40%股权, 未来有被公司收购的可能;
- **营销拓展顺利推进。**去年下半年以来销售变革取得了明显成效, 目前公司还在积极扩充营销队伍, 销售状况将进一步好转;
- **维持推荐评级。**公司品种资源丰富, 发展后劲较足, 营销体系进一步优化, 增长势头良好。我们预计公司10-12年的EPS分别为0.49、0.59和0.72元, 维持推荐的投资评级。

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

周锐, 中投证券研究所医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 5 年证券行业从业经验, 2006 年和 2007 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “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, 理学学士, 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	北京	上海
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	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434