

# 康恩贝：植物药和化学药快速增长

2010 年半年报点评

## 报告关键点：

- 主营产品快速增长和天施康并表使公司收入和利润大幅增长
- 公司的植物药和化学药快速增长，保健品低于预期
- 维持“增持-A”的投资评级，12个月目标价15.6元

## 报告摘要：

- 主营产品快速增长和天施康并表使公司收入和利润大幅增长。**2010年上半年，公司实现营业收入8.79 亿元，同比增长54.7%；实现营业利润8,477万元，同比增长115.69%；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7,005.61 万元，同比增长 81.27%。收入和利润大幅增长的原因主要是江西天施康公司开始并表，若不考虑天施康并表，则公司营业收入增长了32%；公司主营产品金奥康、阿乐欣、前列康、天保宁等销售收入增长良好；同时收到公司土地处置补偿款2,700 万元所形成的收益，若扣除土地处置收益和不考虑天施康并表，则公司实际净利润增长33%。
- 公司的植物药和化学药增长迅速，保健品低于预期。**2010年上半年，公司的植物药实现销售收入3.8亿元，同比增长87.72%，大幅增长的主要原因同样是因为江西天施康开始并表，同时主打产品前列康和天保宁银杏叶片增长迅速。前列康在新的营销方案推动下，2010年全年销售收入有望突破5亿元，天保宁银杏叶片2011年在浙江市场的销售有望突破1亿元；化学药实现销售收入2.3亿元，同比增长64.87%。预计2010年公司整个化学药的收入将达到6.5亿元，利润达到6,000万元；保健品实现收入4,824万元，同比基本持平，保健品“元邦”上半年销售低于预期，预计2010年销售收入低于1亿元。公司的整体营业利润率提高了6.24个百分点，一方面是由于前列康、天保宁等产品带来的规模效应，一方面合并了天施康后整体利润率有所提高。
- 子公司佐力药业增长迅速。**公司持股26%的子公司佐力药业2010年上半年在主打产品佐力乌灵胶囊销售强劲增长的推动下，实现销售收入1.2亿元，同比增长85%，净利润1,876万元，同比增长83%，预计佐力乌灵胶囊在2010年全年将达2.6亿元的销售收入。
- 维持“增持-A”的投资评级，12个月目标价15.6元。**公司在植物药和化学药销售增长的推动下将继续保持稳定增长，我们维持对公司2010-2011年EPS分别为0.52元和0.60元的盈利预测，12个月内目标价为15.6元，维持“增持-A”的投资评级。

## 财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,094.9	1,406.5	1,758.2	2,074.6	2,489.6
Growth(%)	-11.5%	28.5%	25.0%	18.0%	20.0%
净利润	92.6	105.2	179.7	213.7	278.5
Growth(%)	-13.3%	10.0%	65.1%	16.9%	37.6%
毛利率(%)	52.9%	56.9%	59.5%	59.6%	59.7%
净利润率(%)	8.4%	7.2%	9.5%	9.4%	10.8%
每股收益(元)	0.28	0.31	0.52	0.60	0.83
每股净资产(元)	2.84	3.54	3.94	4.39	4.96
市盈率	51.1	46.4	28.1	24.1	17.5
市净率	5.1	4.1	3.7	3.3	2.9
净资产收益率(%)	10.1%	9.2%	14.1%	15.0%	17.3%
ROIC(%)	11.4%	11.6%	14.1%	15.7%	18.2%
EV/EBITDA	44.2	29.5	22.7	17.8	14.2
股息收益率	0.0%	0.8%	1.1%	1.5%	2.0%

评级：

增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： 15.60 元

期限： 12 个月 上次预测： 15.60 元

现价： 14.51 元

报告日期： 2010-07-30

## 市场数据

总市值(百万元)	4,701.24
流通市值(百万元)	2,447.41
总股本(百万股)	324.00
流通股本(百万股)	168.67
12个月最高/最低	7.52/17.90 元
十大流通股东(%)	17.58%
股东户数	

## 12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(2.24)	(2.61)	107.16
绝对收益	8.79	(8.56)	88.04

## 研究员

<b>洪露</b>	首席行业分析师
021-68766073	honglu@essence.com.cn
证书编号	S1450210010306
<b>李秋实</b>	行业分析师
	liqs@essence.com.cn
证书编号	S1450210070003

## 前期研究成果

康恩贝：打造中国植物药第一品牌  
2010-07-19

## 财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-7-29

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	<b>1,094.9</b>	<b>1,406.5</b>	<b>1,758.2</b>	<b>2,074.6</b>	<b>2,489.6</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	516.0	606.6	712.9	838.2	1,003.3	营业收入增长率	-11.5%	28.5%	25.0%	18.0%	20.0%
营业税费	13.2	17.1	21.3	25.1	27.1	营业利润增长率	-64.6%	139.6%	50.3%	37.7%	32.2%
销售费用	387.9	541.4	698.3	821.6	980.9	净利润增长率	-13.3%	10.0%	65.1%	16.9%	37.6%
管理费用	96.3	120.5	155.8	166.0	191.7	EBITDA 增长率	-47.1%	57.0%	28.3%	27.7%	24.0%
财务费用	28.5	22.6	19.7	16.9	13.1	EBIT 增长率	-55.4%	76.2%	39.1%	32.0%	28.3%
资产减值损失	3.5	9.8	5.0	4.5	4.0	NOPLAT 增长率	-16.5%	6.4%	57.9%	16.0%	27.0%
加: 公允价值变动收益	-0.8	0.1	-	-	-	投资资本增长率	4.1%	29.7%	4.2%	10.0%	7.4%
投资和汇兑收益	-5.1	15.9	12.0	14.0	16.8	净资产增长率	7.6%	24.8%	11.3%	11.4%	13.0%
<b>营业利润</b>	<b>43.6</b>	<b>104.6</b>	<b>157.1</b>	<b>216.5</b>	<b>286.2</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	64.1	17.5	50.0	30.0	35.0	毛利率	52.9%	56.9%	59.5%	59.6%	59.7%
<b>利润总额</b>	<b>107.8</b>	<b>122.1</b>	<b>207.1</b>	<b>246.5</b>	<b>321.2</b>	营业利润率	4.0%	7.4%	8.9%	10.4%	11.5%
减: 所得税	15.2	16.9	27.5	32.8	42.7	净利润率	8.4%	7.2%	9.5%	9.4%	10.8%
<b>净利润</b>	<b>92.6</b>	<b>105.2</b>	<b>179.7</b>	<b>213.7</b>	<b>278.5</b>	EBITDA/营业收入	10.1%	12.3%	12.6%	13.6%	14.1%
<b>资产负债表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>EBIT/营业收入</b>	<b>6.6%</b>	<b>9.0%</b>	<b>10.1%</b>	<b>11.2%</b>	<b>12.0%</b>
货币资金	360.5	316.3	397.2	363.5	397.7	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	0.1	-	-	-	-	固定资产周转天数	144	135	127	115	99
应收帐款	179.8	271.6	269.8	356.7	460.6	流动营业资本周转天数	109	103	97	96	100
应收票据	98.1	143.8	168.6	198.9	245.5	流动资产周转天数	275	234	214	205	200
预付帐款	33.0	36.9	44.1	52.4	62.5	应收帐款周转天数	45	45	46	47	51
存货	176.9	208.8	233.7	274.7	356.3	存货周转天数	53	50	45	44	46
其他流动资产	0.0	0.1	-0.5	-0.5	-0.5	总资产周转天数	512	448	411	376	342
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	346	315	291	264	239
持有至到期投资	0.6	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	162.2	116.2	108.9	99.0	79.2	ROE	10.1%	9.2%	14.1%	15.0%	17.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.9%	5.5%	8.6%	9.5%	11.2%
固定资产	453.6	599.2	643.8	686.2	679.8	ROIC	11.4%	11.6%	14.1%	15.7%	18.2%
在建工程	9.2	16.8	11.3	8.0	5.4	<b>费用率</b>					
无形资产	83.8	170.7	164.8	162.5	159.7	销售费用率	35.4%	38.5%	39.7%	39.6%	39.4%
其他非流动资产	11.2	45.8	43.1	41.4	41.6	管理费用率	8.8%	8.6%	8.9%	8.0%	7.7%
<b>资产总额</b>	<b>1,569.3</b>	<b>1,928.2</b>	<b>2,086.1</b>	<b>2,243.8</b>	<b>2,488.7</b>	财务费用率	2.6%	1.6%	1.1%	0.8%	0.5%
短期债务	416.5	397.8	379.8	320.2	255.0	三费/营业收入	46.8%	48.7%	49.7%	48.4%	47.6%
应付帐款	171.9	230.8	234.4	248.0	296.9	<b>偿债能力</b>					
应付票据	-	2.5	-	-	-	资产负债率	41.4%	40.5%	38.8%	36.6%	35.4%
其他流动负债	59.3	88.5	130.7	186.5	258.7	负债权益比	70.6%	68.0%	63.4%	57.8%	54.9%
长期借款	-	50.0	50.0	50.0	50.0	流动比率	1.31	1.36	1.49	1.65	1.88
其他非流动负债	1.9	11.1	14.3	16.8	21.3	速动比率	1.04	1.07	1.18	1.29	1.44
<b>负债总额</b>	<b>649.6</b>	<b>780.8</b>	<b>809.2</b>	<b>821.5</b>	<b>882.0</b>	利息保障倍数	2.53	5.63	8.98	13.81	22.77
<b>少数股东权益</b>	<b>8.5</b>	<b>150.1</b>	<b>162.7</b>	<b>181.1</b>	<b>190.8</b>	<b>分红指标</b>					
股本	324.0	324.0	324.0	324.0	324.0	DPS(元)	-	0.12	0.15	0.21	0.29
留存收益	587.2	673.3	790.3	917.2	1,091.9	分红比率	0.0%	38.4%	30.0%	35.0%	35.0%
<b>股东权益</b>	<b>919.7</b>	<b>1,147.4</b>	<b>1,277.0</b>	<b>1,422.3</b>	<b>1,606.7</b>	股息收益率	0.0%	0.8%	1.1%	1.5%	2.0%
<b>现金流量表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
净利润	92.6	105.2	179.7	213.7	278.5	EPS(元)	0.28	0.31	0.52	0.60	0.83
加: 折旧和摊销	45.6	55.0	44.9	49.8	51.8	BVPS(元)	2.84	3.54	3.94	4.39	4.96
资产减值准备	3.5	9.8	5.0	4.5	4.0	PE(X)	51.1	46.4	28.1	24.1	17.5
公允价值变动损失	0.8	-0.1	-	-	-	PB(X)	5.1	4.1	3.7	3.3	2.9
财务费用	39.6	32.2	23.7	19.7	16.9	P/FCF	-	-24.0	52.1	-516.1	55.1
投资收益	5.1	-15.9	-12.0	-14.0	-16.8	P/S	4.3	3.3	2.7	2.3	1.9
少数股东损益	0.6	4.0	12.6	18.4	9.7	EV/EBITDA	44.2	29.5	22.7	17.8	14.2
营运资金的变动	-50.9	9.8	-19.7	-97.5	-122.1	CAGR(%)	32.1%	38.3%	23.3%	-100.0%	-100.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>98.6</b>	<b>153.4</b>	<b>230.1</b>	<b>191.8</b>	<b>218.2</b>	PEG	1.6	1.2	1.2	-0.2	-0.2
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-27.2</b>	<b>-79.2</b>	<b>-54.6</b>	<b>-55.0</b>	<b>4.3</b>	ROIC/WACC	1.2	1.2	1.5	1.7	1.9
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-84.9</b>	<b>-119.1</b>	<b>-87.8</b>	<b>-144.8</b>	<b>-172.4</b>	REP	3.8	3.0	2.3	1.9	1.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 作者简介

洪露，首席医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有10年医药行业从业经验，2007年6月加盟安信证券研究中心。2009年《新财富》上榜第四名，“水晶球奖”第三名。

李秋实，医药行业研究员，北京大学药学和经济学双学位，中国人民大学金融学硕士，曾就职于德国拜耳医药保健有限公司，具有2年证券行业从业经验，2010年3月加盟安信证券研究中心。

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

## 销售联系人

梁涛	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	律烨	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558076	lvye@essence.com.cn
曹加	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558045	caojia@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层

邮编：518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编：200122

### 北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层

邮编：100034