

中药 III

李昱

0755-82026737

liyu@cjis.cn

康恩贝

600572

推荐

受益基本药物制度 未来增长可期

我们近日调研了康恩贝，与公司管理层进行了沟通。公司主要产品普乐安进入基本药物目录将给公司带来良好的发展契机，公司控股子公司天施康盈利增长潜力巨大，未来有可能被公司收购。

投资要点：

- 公司及子公司共 49 个产品进入《国家基本药物目录（基层医疗卫生机构配备使用部分）》。虽然后续政策尚不完全明朗，但药品进入基本药物目录对公司是长期利好，1、基层医疗机构将在三年内全部配备使用基本药物，而大型医院也将确定一定的使用比例；2、基本药物具有排他性，挤压非基本药物的空间；3、政府支付比例明显提高，预计城镇职工医保将 100% 报销，城镇居民和新农合也将提高报销比例。
- 对公司而言，主打产品普乐安片及胶囊进入基本药物目录影响显著。1、此次基本药物目录中前列腺疾病的治疗药物仅有普乐安胶囊（片）及癃闭舒胶囊；2、普乐安胶囊仅有公司及甘肃河西制药生产。甘肃河西制药的生产规模极小，我们认为公司有将其收购的可能；3、从价格来看，普乐安片的日用金额为 1.8-2.2 元，在同类产品中处于低端，与其他产品相比降价风险明显偏小；4、普乐安片目前的销售有 70% 在 OTC 市场，进入基本药物目录后基层医疗市场的增量带来很大的市场潜力。
- 而公司另一销量较大的品种奥美拉唑进入基本药物则意味着机遇与风险并存。公司产品此前基本在浙江销售，进入基本药物目录后有望借此机会开拓市场，但奥美拉唑作为用药金额不低的品种，我们预计其价格有一定的下行空间。
- 公司控股子公司江西天施康品种丰富，拥有药品批文 300 余个，独家品种 11 个。目前仍有 41% 的股权为江西医药集团所有，未来有被公司收购的可能。天施康的销售规模约为 3.7 亿，明年将突破 4 亿，我们推测其正常盈利水平将超过 5000 万元。
- 预计公司 09-11 年 eps 分别为 0.35, 0.47, 0.59 元。如果收购天施康成功公司业绩有望向上提升。按照 10 年 25X PE 给予公司 6-12 月目标价 11.75 元，公司内生与外延增长均有潜力，维持“推荐”的投资评级。

6-12 个月目标价： 11.75 元

当前股价： 10.35 元

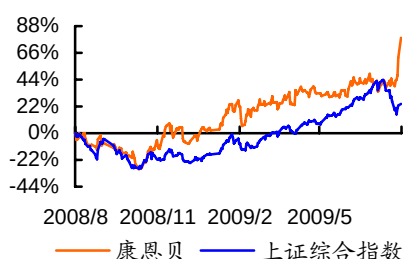
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2915.80
总股本(百万)	324
流通股本(百万)	168
流通市值(亿)	17
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	2.84
资产负债率	41.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
康恩贝	26.53	34.42	49.13
上证综合指数	-11.24	15.24	36.02



相关报告

《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-经营状况改善 主营增长明显》2009-3-9

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1095	1142	1303	1443
同比(%)	-12%	4%	14%	11%
归属母公司净利润(百万元)	92	114	153	191
同比(%)	-13%	24%	34%	25%
毛利率(%)	52.9%	53.6%	53.3%	54.0%
ROE(%)	10.1%	11.5%	13.4%	14.4%
每股收益(元)	0.28	0.35	0.47	0.59
P/E	28.89	23.34	17.39	13.90
P/B	2.92	2.69	2.33	2.00
EV/EBITDA	22	19	13	11

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	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	848	706	779	1142	营业收入	1095	1142	1303	1443
现金	360	200	200	505	营业成本	516	530	609	664
应收账款	131	136	155	172	营业税金及附加	13	14	16	17
其它应收款	49	51	59	65	营业费用	388	422	443	491
预付账款	33	34	39	42	管理费用	96	91	104	115
存货	177	182	209	228	财务费用	29	11	5	-4
其他	98	102	117	129	资产减值损失	4	0	0	0
非流动资产	721	715	698	476	公允价值变动收益	-1	0	0	0
长期投资	162	176	196	0	投资净收益	-5	13	34	46
固定资产	454	428	401	374	营业利润	44	87	160	205
无形资产	84	85	85	85	营业外收入	67	47	20	20
其他	21	25	16	18	营业外支出	3	0	0	0
资产总计	1569	1420	1477	1618	利润总额	108	134	180	225
流动负债	648	425	327	276	所得税	15	19	26	32
短期借款	417	158	68	0	净利润	93	115	154	193
应付账款	119	122	140	153	少数股东损益	1	1	1	2
其他	113	145	119	123	归属母公司净利润	92	114	153	191
非流动负债	2	0	0	0	EBITDA	118	133	202	239
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.28	0.35	0.47	0.59
其他	2	0	0	0					
负债合计	650	425	327	276	主要财务比率				
少数股东权益	9	9	11	12	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	324	324	324	324	成长能力				
资本公积	307	307	307	307	营业收入	-11.5%	4.3%	14.1%	10.8%
留存收益	280	355	508	699	营业利润	-64.6%	99.0%	83.9%	28.2%
归属母公司股东权益	911	986	1139	1330	归属于母公司净利润	-13.3%	23.7%	34.3%	25.1%
负债和股东权益	1569	1420	1477	1618	获利能力				
					毛利率	52.9%	53.6%	53.3%	54.0%
					净利率	8.4%	10.0%	11.7%	13.2%
					ROE	10.1%	11.5%	13.4%	14.4%
					ROIC	7.7%	10.9%	17.2%	20.5%
					偿债能力				
					资产负债率	41.4%	29.9%	22.2%	17.0%
					净负债比率	65.66	39.56%	23.99	3.63%
					流动比率	1.31	1.66	2.38	4.14
					速动比率	1.04	1.23	1.74	3.31
					营运能力				
					总资产周转率	0.70	0.76	0.90	0.93
					应收账款周转率	8	8	8	8
					应付账款周转率	4.61	4.41	4.65	4.54
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.28	0.35	0.47	0.59
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.49	0.28	0.41
					每股净资产(最新摊薄)	2.81	3.04	3.52	4.10
					估值比率				
					P/E	28.89	23.34	17.39	13.90
					P/B	2.92	2.69	2.33	2.00
					EV/EBITDA	22	19	13	11

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 $\pm 10\%$ 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。

主要研究覆盖生物医药、传统中药、医疗器械: 云南白药、三九医药、康美药业、通化东宝、天坛生物、科华生物、达安基因等。

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: 518000 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