

改变促发展 立足打造中国植物药的第一品牌

康恩贝 (600572)

评级 (首次): 买入

股价: 18.33 元 目标价: 22.00 元

调研报告

2010年11月11日 星期四

东海证券新医药研究小组

袁舰波

执业证书编号: S0630208010052

医药生物/中药

联系人: 李伟志

010-59707107

yjb@longone.com.cn

6个月目标价位	22.00 元
升值潜力 (%)	20.02%
目标价确定日期:	2010-11-10

重要数据

总股本 (亿股)	3.52
流通股本 (亿股)	2.46
总市值 (亿元)	64.5
流通市值 (亿元)	45.0

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1个月	5.41	-6.28
3个月	20.28	-3.25
6个月	15.94	-6.48

个股相对上证综指走势图



相关报告:

投资要点

□ 公司发展历程和未来战略方向

公司是浙江省第一批股份制改造企业,1997年以来一直专注于药品的生产和研发,2004年成功挂牌上市,2005年收购康恩贝集团的保健品业务,2007年收购金华康恩贝的化学药品业务,2009年收购江西天施康药业,可以说上市后公司通过内生增长以及外延式的收购实现发展。公司2010年上半年8.8亿元的收入主要来源于三大块业务,现代植物药3.8亿元(占比43%),化学药品2.3亿元(占比26%),保健品4824万元(占比5%),公司未来发展战略就是将康恩贝打造成为我国现代植物药的第一品牌,同时协调发展化学药和保健品两大领域。

□ 主打产品情况

前列康: 目前是公司收入最大的一个品种,主要用于治疗慢性前列腺炎和前列腺增生等病症,2004年在公司上市时收入就达到8000万元,2005-2006年大约2亿元,2007-2009年收入在2.5亿-3亿元,我们预计2010年该产品收入将超过3亿元,其中大约30%属于处方药收入(前列康普乐安胶囊),70%属于OTC收入(前列康普乐安片),统计数据显示目前只有5%的前列腺炎患者进行治疗,应该说其用药需求市场还有极大的发展空间,2009年康恩贝的前列康以82.15%的市场占有率高居第一,远远领先其它竞争对手,而且产品市场占有率是呈逐年递增的趋势,我们预计公司2012年该产品收入有望达到5亿元。

表 1: 2008-2009 年前列康普乐安生产企业市场占有率

企 业	2008	2009
康恩贝	78.12%	82.15%
甘肃河西制药	14.42%	11.88%
老拔云堂药业	2.46%	2.77%
贵州百祥制药	1.56%	2.04%

数据来源: SFDA 南方医药经济研究所 东海证券研究所

奥美拉唑金奥康: 属于控股子公司金华康恩贝的主打产品, 该产品为国内首仿药, 具有单独定价权, 国际上原研单品的收入达到 60 亿美元, 该产品主要用于治疗胃溃疡、十二指肠溃疡、应激性溃疡等胃部疾病药物, 2009 年该产品收入大约为 1.3 亿元, 今年我们预计其收入将达到 2 亿元, 而且其收入目前主要集中在浙江省, 预计明年省外市场打开后未来三年将会以不低于 25% 的速度增长。

银杏叶片: 是国际上应用最大的天然植物药产品, 公司 1996 单品收入就已经过亿, 并是行业标准的制定者, 但是由于 2006 年行业反商业贿赂的系统性风险导致处方药销售队伍受到较大的打击, 加上扬子江和信邦制药迅速占领市场, 竞争的加剧导致公司该产品收入 2009 年大约只有 7000 万元左右, 但随着公司营销改革的逐步落实, 预计未来收入规模有望重新过亿元。

表 2: 2007-2009 年银杏叶片生产企业市场占有率

	2007	2008	2009
扬子江药业	54.31%	59.45%	66.25%
信邦制药	10.17%	11.58%	10.48%
德国威马舒培博士	6.61%	6.41%	7.90%
博福-益普生制药	8.73%	6.16%	4.58%
海王生物工程	8.54%	4.86%	3.98%
康恩贝	1.34%	2.79%	2.29%

数据来源: SFDA 南方医药经济研究所 东海证券研究所

2009 年合并后的控股子公司江西天施康药业的两个主打产品珍视明和肠炎宁今年预计收入分别达到 1.5 亿元和 1.3 亿元, 此外夏天无的 OTC 批文已经拿到, 该产品为罂粟科植物伏生紫堇的干燥块茎, 可以活血通络, 行气止痛

并用于中风偏瘫、风湿性关节炎、坐骨神经痛的治疗。公司已经开始对其推广运作。天施康药业前身为国有控股企业，其中不乏一些优质的医药产品，例如上文提到的珍视明、肠炎宁和夏天无，2009 年天施康开始并入上市公司，我们预计其整体的管理效率将有望取得较大提升，后续产品存在较快增长的可能。

□ 营销改革

我们可以看到公司 2004 - 2008 年间业绩发生了较大的波动，增长速度很不稳定，除了医药行业反商业贿赂治理的外部影响，集团资产注入的不断磨合也对其有一定的影响，其间母公司的销售公司 4 年间换了三个领导，但从 09 年下半年开始，公司借助新医改和基本药物目录推出的大背景，逐步进入正常的运作，聘请了专业人士担任公司销售的总经理，建立内部新的组织架构和赏罚分明的激励机制，外部也开始进行精细化客户分类，经营基础逐步稳固，2010 年前三季度收入同比大幅度增长 35.6%，扣除非经常性损益后的净利润增长超过 50%，此外专注于植物药的销售人员已经从 300 人扩充到 600 人，预计未来两年将会发展成为 2000 人的针对基础市场的大团队。

□ 资产注入

康恩贝集团承诺2012年底之前注入其下属的有关药业资产，主要包括浙江康恩贝中药公司、浙江英诺祛医药公司、云南希陶绿色药业公司、昆明康恩贝医药公司以及云南希尔康制药公司。其中康恩贝中药公司产品包括鱼腥草合剂、八珍丸、肾宝合剂、麝香解痛膏等。2009年实现营业收入3.3亿元，净利润1095万元，2010 年上半年实现营业收入1.99亿元，净利润787万元。浙江英诺祛公司位于浙江金华市，现为康恩贝中药公司的全资子公司，主要从事中成药、化学原料、化学制剂药、抗生素、生化药品批发销售。2009年度实现营业收入3.1亿元，净利润1068万元。2010年上半年实现营业收入1.9亿元，净利润639万元。云南希陶绿色药业公司主要从事天然植物的种植和地方特色民族药物的生产与销售，下属控股子公司包括昆明康恩贝公司和云南希尔康制药有限公司。该公司2009年度实现营业收入5095万元，净利润592万元。2010年上半年实现营

业收入2517万元，净利润249万元。总体来看虽然注入的药业资产没有一些重磅炸弹级别的药物，但是对于集团公司药业的资产整合及关联交易的减少有很大的推动作用，这几块业务2010年上半年净利润合计大约在1700万元，如果按照20%的行业平均增长水平，我们预计2011年底净利润合计不低于4000万元，有利于上市公司价值提升。

□ 盈利预测和估值

随着营销改革的持续推进以及公司品牌战略的实施，我们预计公司几大主力品种收入未来两年将会以25% - 30%的速度增长，由于前列康和银杏叶片的主要原材料为油菜花粉和银杏叶，这两个产品原料并不通过河北安国和安徽亳州的中药材市场交易，所以中药材价格上涨对公司影响较小，这样其未来毛利率水平保持在60%左右的可能性较大，财务费用率和管理费用率的下降基本抵消销售费用率的上升，期间费用率假设保持不变，不考虑投资收益的增加和未来资产注入的并表，我们预计公司未来两年净利润将会以25% - 30%的速度增长，这样2010年、2011年和2012年每股收益分别为0.45元、0.59元和0.76元，动态PE分别为40倍、31倍和24倍，远远低于医药行业平均估值水平。而参股26%的佐力药业正在积极筹备上市，佐力药业主打产品乌灵菌粉和乌灵胶囊属于国家一类新药（补肾安神，主治失眠及心理障碍，抗抑郁药物），2010年上半年公司实现1896万元的净利润，同比增长率超过80%，这将有利于其估值水平的提升。

总体来看，我们认为公司发展方向明确，优质产品较多，但收入基数较小，随着营销改革机制的进一步完善和细化，公司正在进行从量变到质变的转换，持续增长的确定的性和安全边际较高，所以给予其“买入”的投资评级，6个月目标价格22元，有超过20%的升值潜力。

□ 风险提示：

公司目前面临的风险主要来自于一是营销改革低于预期、二是药价新政的不确定性。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有十多年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、科华生物等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122