

中药III

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

参与人: 余方升

S0960110030152

0755-82026844

yufangsheng@cjis.cn

6-12个月目标价: 24.15元

当前股价: 18.92元

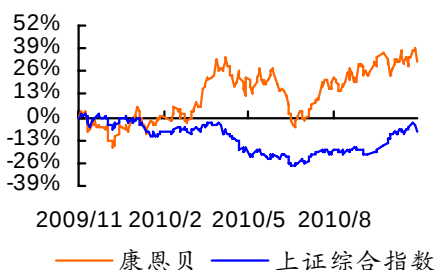
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3014.41
总股本(百万)	352
流通股本(百万)	246
流通市值(亿)	46
EPS (TTM)	0.53
每股净资产(元)	3.26
资产负债率	40.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
康恩贝	15.72	20.51	18.27
上证综合指数	4.68	15.64	11.78



相关报告

《康恩贝-前3季度业绩较为理想,非公开增发顺利完成夯实长期成长基础》
2010-10-18

《康恩贝-集团医药资产承诺注入给康恩贝带来实质利好》2010-9-15

《康恩贝-业绩符合预期,化学药增速较快》
2010-7-30

康恩贝

600572

推荐

拥有多个优势品牌的植物药领军企业

11月15日,我们就康恩贝增发后的发展前景、未来战略规划与公司高管进行了深入沟通。

投资要点:

- **公司主营产品仍有较好成长前景。**植物药方面,作为国内前列腺治疗领域第一中药品牌,预计前列康未来3年可保持约20%的营收增速,而天保宁加强销售后增速开始提升;化学药表现比较突出,其中奥美拉唑和阿乐欣增幅均超过35%,预计11年将延续较快势头;保健品业务整体比较稳定,未来将逐渐恢复增长;
- **逐步推进天施康与公司产业资源整合。**控股子公司天施康拥有多个特色中药品种,其中珍视明、肠炎宁、夏天无等具有较高品牌知名度,而牛黄上清胶囊等还有很大增长潜力,预计11年天施康营收增速可超过20%。剩余股权收购正在与江西省政府积极商洽中;
- **未来英诺珐等集团资产注入将进一步增强公司发展后劲。**集团医药资产预计12年底前将并入上市公司,其中英诺珐主要销售康恩贝集团企业生产的药品,10年有望实现4亿多营收。目前拥有1000多销售人员,未来纳入后将大大完善公司现有营销网络。云南希陶规模不大但拥有不少特色民族药也值得关注;
- **投资建议。**暂不考虑未来集团医药资产注入和参股的佐力药业上市,我们上调公司10-12年EPS分别至0.53、0.69和0.84元(增发前原预计为0.55、0.63和0.77元),按11年35倍PE来算,其合理股价应为24.15元,维持推荐的投资评级。

风险提示: 基本药物销售进展受国家政策执行力度影响。

主要财务指标

单位:百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1407	1919	2337	2811
同比(%)	28%	36%	22%	20%
归属母公司净利润(百万元)	101	187	241	294
同比(%)	10%	85%	29%	22%
毛利率(%)	56.9%	58.6%	59.5%	59.8%
ROE(%)	10.1%	12.2%	14.0%	15.3%
每股收益(元)	0.29	0.53	0.69	0.84
P/E	65.76	35.54	27.58	22.65
P/B	6.67	4.32	3.85	3.47
EV/EBITDA	37	27	20	16

资料来源:中投证券研究所

附表 1: 康恩贝主营业务预测 (单位: 百万)

产品	财务指标	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
植物药:	收入	312.28	564.71	915.84	1122.90	1359.68
	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	220.83	265.00	318.00	381.60	438.84
	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			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	259.76	316.48	427.24	555.42	694.27
	增长率	-8.88%	21.83%	35.00%	30.00%	25.00%
	毛利率	76.77%	78.75%	78.67%	79.49%	79.49%
	成本	60.35	67.24	91.11	113.89	142.36
保健品	收入	121.99	98.78	103.72	108.91	114.36
	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	140.40	169.06	202.88	253.59	316.99
	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	238.87	244.79	269.27	296.20	325.81
	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	1073.30	1393.83	1918.95	2337.02	2811.11
	增长率	-11.69%	29.86%	37.68%	21.79%	20.29%
	毛利率	53.54%	57.15%	58.61%	59.51%	59.77%
	成本	498.64	597.28	794.25	946.16	1130.92

资料来源: 公司历年报表 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
流动资产	978	1371	1536	1862	营业收入	1407	1919	2337	2811
现金	316	471	467	562	营业成本	607	794	946	1131
应收账款	221	301	367	441	营业税金及附加	17	23	28	34
其它应收款	51	80	80	113	营业费用	541	742	890	1068
预付账款	37	48	58	69	管理费用	120	164	196	231
存货	209	273	326	389	财务费用	23	18	16	24
其他	144	196	239	287	资产减值损失	10	7	7	8
非流动资产	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	营业利润	105	182	262	327
无形资产	171	252	331	411	营业外收入	23	47	30	30
其他	65	101	113	125	营业外支出	6	5	5	5
资产总计	1928	2474	2753	3201	利润总额	122	224	287	352
流动负债	720	698	763	994	所得税	17	31	40	49
短期借款	398	300	354	536	净利润	105	193	248	303
应付账款	129	169	201	240	少数股东损益	4	6	6	10
其他	193	230	208	217	归属母公司净利润	101	187	241	294
非流动负债	61	79	99	119	EBITDA	182	255	339	418
长期借款	50	70	90	110	EPS (元)	0.31	0.53	0.69	0.84
其他	11	9	9	9					
负债合计	781	777	862	1113	主要财务比率				
少数股东权益	150	156	162	172	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	324	352	352	352	成长能力				
资本公积	326	703	703	703	营业收入	28.5%	36.4%	21.8%	20.3%
留存收益	347	486	675	862	营业利润	139.6	74.1%	44.0%	24.8%
归属母公司股东权益	997	1541	1729	1916	归属于母公司净利润	10.0%	85.0%	28.9%	21.8%
负债和股东权益	1928	2474	2753	3201	获利能力				
					毛利率	56.9%	58.6%	59.5%	59.8%
					净利率	7.2%	9.8%	10.3%	10.5%
					ROE	10.1%	12.2%	14.0%	15.3%
					ROIC	9.5%	11.9%	13.9%	14.9%
					偿债能力				
					资产负债率	40.5%	31.4%	31.3%	34.8%
					净负债比率	57.35	47.62%	51.49	58.08%
					流动比率	1.36	1.96	2.01	1.87
					速动比率	1.07	1.57	1.59	1.48
					营运能力				
					总资产周转率	0.80	0.87	0.89	0.94
					应收账款周转率	8	7	7	7
					应付账款周转率	4.90	5.34	5.12	5.13
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.29	0.53	0.69	0.84
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	0.27	0.48	0.57
					每股净资产(最新摊薄)	2.83	4.38	4.91	5.45
					估值比率				
					P/E	65.76	35.54	27.58	22.65
					P/B	6.67	4.32	3.85	3.47
					EV/EBITDA	37	27	20	16

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

研究团队简介

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, 8 年证券行业从业经验, 2006 年、2007 年和 2009 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, 医药行业研究助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 负责中药行业研究;

余文心, 医药行业研究助理, 北京大学药学、经济学双学士, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药及医药政策研究;

江琦, 医药行业研究助理, 上海交大生物工程学士, 经济学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药行业研究;

王威, 医药行业研究助理, 工学硕士, 5 年医疗器械行业从业经验, 2010 年加入中投证券研究所, 负责医疗器械行业研究。

管猛, 医药品牌销售经理, 复旦大学硕士, 2008 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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

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