

经营基础逐步稳固，业绩腾飞指日可待

康恩贝 (600572)

评级 (维持): 买入

股价: 20.75 元 目标价: 25.00 元

深度报告

2010 年 12 月 10 日 星期五

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

liwz@longone.com.cn

6 个月目标价位 25.00 元

升值潜力 (%) 20.48%

目标价确定日期: 2010-12-9

重要数据

总股本 (亿股) 3.52

流通股本 (亿股) 2.46

总市值 (亿元) 73.0

流通市值 (亿元) 51.0

市场表现

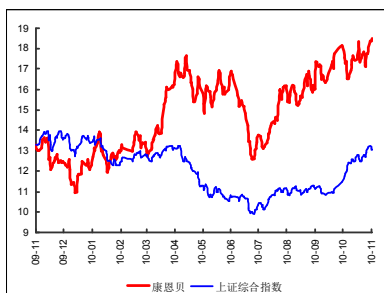
绝对涨幅 (%) 相对涨幅 (%)

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:

2010.11.11 康恩贝调研报告 (600572)

改变促发展，立足打造中国植物药第一品牌

投资要点

区别于市场的逻辑观点

公司 2004 到 2008 年间业绩发生过较大波动，增长速度不够稳定，市场对于康恩贝的未来发展存在着较大的分歧。

然而，我们认为，自公司 2009 年开展全面深入的营销改革之后，经营业绩已取得明显改善，2010 年前三季度，公司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%，公司的经营拐点已然确立，未来的业绩弹性也比较大，其后续发展值得我们重点关注。

从产品结构看，公司不乏一些具有发展潜力的重磅药物，但营销却一直成为制约公司快速发展的重要因素。从 2009 年下半年开始，借助新医改和基本药物目录推出的大背景，公司从内外部环境入手对营销进行了全面改革：在内部，公司聘请了专业人士担任公司销售的总经理，建立了新的组织架构和赏罚分明的激励机制；在外部，公司进行了精细化客户分类，对营销队伍也采用了分线管理并加大了队伍的建设力度，经营基础逐步稳固。

股价催化剂

一是参股 26% 的佐力药业申请创业板上市，12 月 6 日已经披露招股说明书，2011 年预计佐力药业净利润达到 6250 万元，给予其 2011 年 40 倍的 PE，公司市值 25 亿元，康恩贝投资收益增加 6.5 亿元，折合每股增值 1.85 元。

二是康恩贝集团承诺 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。我们认为这对于集团公司的资产整合及关联交易的减少有很大的推动作用，有利于上市公司价值提升。

盈利预测和估值

我们认为公司具备持续增长的潜力，股价的安全边际较高，有望复制仁和药业在二级市场上的成功路径。我们上调公司 2011 年和 2012 年每股收益到 0.65 元 (先前 0.59 元) 和 0.81 元 (先前 0.76 元)，对应 2011 年和 2012 年动态 PE 分别为 32 倍和 26 倍，继续维持“买入”的投资评级，上调 6 个月目标价格到 25 元。

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。

报告目录

1、公司概况	3
2、亟待重点开发的天然药物行业	5
3、核心产品分析	7
3.1 前列康	7
3.2 奥美拉唑	10
3.3 银杏叶片	13
3.4 其它重点产品	13
4、中药材提价影响较小	14
5、营销改革稳步推进	14
6、资产注入提升整体价值	15
7、参股子公司上市增厚每股价值	16
8、有望复制仁和药业成功路径	16
9、盈利预测和估值	18
10、投资风险	19

图表目录

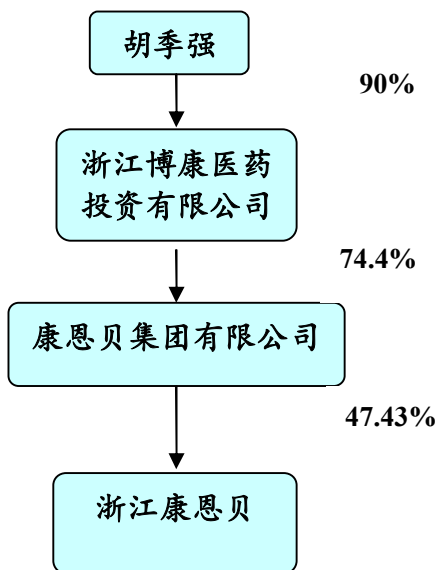
图表 1 康恩贝股权结构图	3
图表 2 2010 年上半年公司主营收入构成	4
图表 3 公司三大领域产品分类	4
图表 4 2000-2009 年公司营业收入和净利润（百万元）	4
图表 5 天然药物与中西药药理对比	5
图表 6 2005-2009 年全国抗前列腺增生药物市场（亿元）	8
图表 7 2007-2009 年前列腺增生排名前 5 位药物市场占有率	8
图表 8 2007-2009 年抗前列腺增生排名前 5 位药物增长率	9
图表 9 2007-2009 年抗前列腺增生排名前 5 位企业市场占有率	9
图表 10 2008-2009 年前列康市场占有率	10
图表 11 2005-2009 年胃用药市场规模（亿元）	11
图表 12 2007-2009 年消化溃疡及胃药前 5 名药物市场占有率	12
图表 13 2007-2009 年消化溃疡及胃药前 5 名药物增长率	12
图表 14 2007-2009 年消化溃疡及胃药前 5 名企业市场占有率	12
图表 15 2007-2009 年银杏叶片市场占有率	13
图表 16 2007-2010H 中药与植物药毛利率	14
图表 17 2012 年之前集团承诺注入资产情况	15
图表 18 康恩贝与其他品牌药企对比	17
图表 19 仁和药业股价走势图	17
图表 20 仁和药业和康恩贝内部资产整合对比	17

1、公司概况

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。目前公司控股股东为康恩贝集团，胡季强为实际控制人。

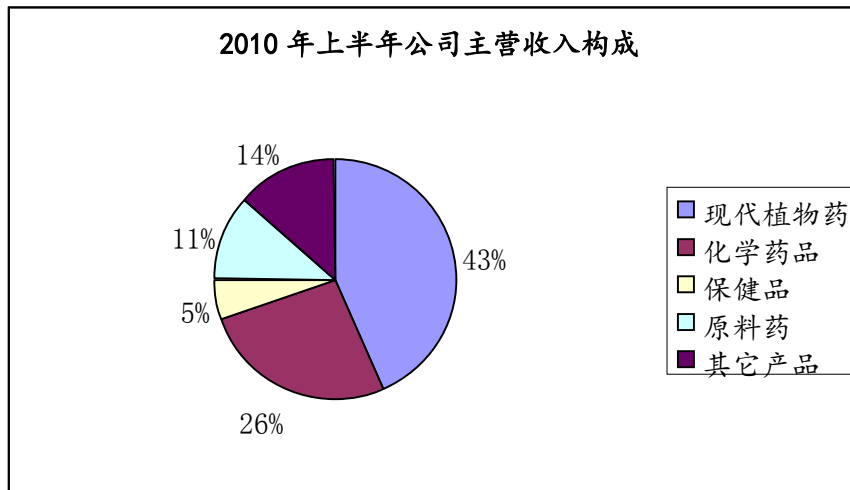
从过去 10 年的经营数据来看，公司营业收入和净利润总体呈上升趋势，复合增长率分别为 60%和 15%，公司 2010 年上半年 8.8 亿元的收入主要来源于以下业务：现代植物药、化学药品、保健食品、原料药（植物提取物）和其它产品，其中现代植物药以前列康普乐安片和银杏叶片为主，2010 年上半年该类别产品收入合计为 3.8 亿元（占总营业收入比 43%），化学药品以治疗胃溃疡的奥美拉唑为主，化学药合计收入为 2.3 亿元（占总营业收入比 26%），保健品以“贝贝”牌小儿保健品为主，合计收入为 4824 万元（占总营业收入比为 5%），公司未来发展战略就是将康恩贝打造成为我国现代植物药的第一品牌，同时协调发展化学药和保健品两大领域。

图表 1 康恩贝股权结构图



资料来源：公司公告 东海证券

图表 2 2010 年上半年公司主营收入构成



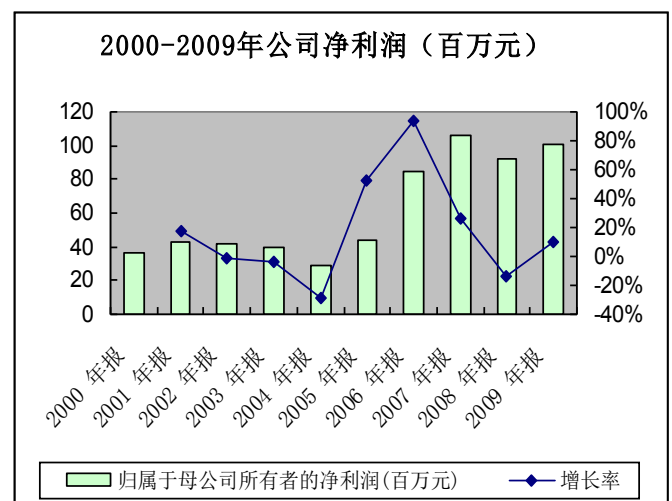
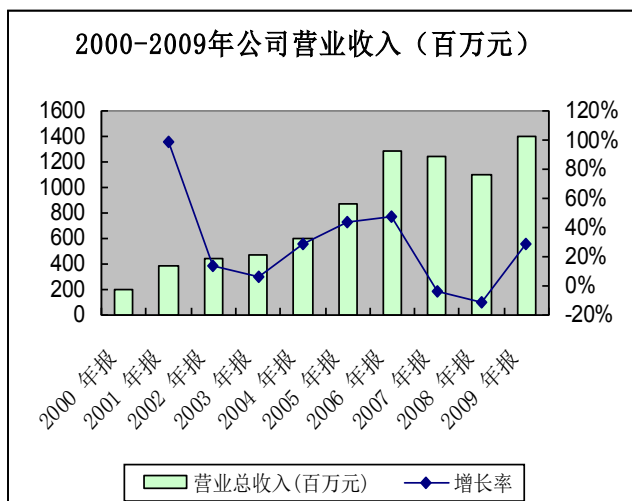
数据来源：东海证券研究所

图表 3 公司三大领域产品分类

中药与植物药	化学药品	保健食品
丹参注射液、银杏叶片/胶囊、前列康普乐安片/胶囊、丹参注射液、珍视明滴眼液、更年安片、清热明目茶、肠炎宁片、夏天无片等	奥美拉唑、尼莫地平、天保康、葛根素注射液、卡托普利、血康胶囊、止痛消炎软膏	蜂王浆胶囊、贝贝血宝、贝贝开胃宝、贝贝智多星、元邦

数据来源：东海证券研究所

图表 4 2000-2009 年公司营业收入和净利润（百万元）



数据来源：Wind 东海证券研究所

2、亟待重点开发的天然药物行业

国际上对天然药物、植物药还没有统一和明确的定义。一般而言，天然药物广义上是指那些不经过特定化学修饰且不含化学药品成分的、以大自然现有物质包括植物、动物、矿物等或它们的提取物为功能组分，具有治疗效果或保健功能的产品。其中，植物药是天然药物最重要的组成部分。

美国食品和药物监督管理局在《植物药工业产品指南》中，对植物药的定义是：“植物药系由一种或者多种植物、藻类或肉眼可见的真菌衍生物，通过一种或多种方式，如粉碎、熬煎、压榨、水提取、醇提取或其他类似方式加工而成……植物药不包括高纯度的经化学修饰的天然物质，它们应属于常规药物。也就是说一般中成药的物质结构是不清楚的，无法用化学分子式表达，成分的定性定量更是模糊不清，准确的可重复性是困难的；而一般植物药作为现代天然化学药高级形态，讲究的就是要求物质结构是清楚的，可以用化学分子式表达，成分的定性定量准确且有稳定的可重复性。

图表 5 天然药物与中西药药理对比

对比项目	天然药物	传统中药	西药（化学药）
制备方法	分子提取，不改变其结构，纯天然。	原生材混合制备方式，多属粗加工。	人工化学合成
有效成分的存在形式	明确的天然有效成分，高含量。	成分不清，定性不明。有效成分含量很低。	以人工化合物的方式存在，物质结构与天然成分有很大差异。
药物成分及药效是否可定量	可准确定量	无法定量	可准确定量
药理	现代药效学原理，药理清晰。	中药学原理，根据长期的经验总结，药理模糊。	现代药效学原理，药理清晰。
是否具有毒副作用	100%为天然有效成分，无有害成分及杂质，毒副作用极低。	多种药材混合粗加工，农药、重金属残留难以避免。	人工化学合成物本身具有的副作用极大。

资料来源：东海证券研究所

全球使用天然药物的人数约为 40 亿人次，占世界总人口的 80%，目前世界植物药市场年销售额已经超过 400 亿美元，过去 5 年复合增长率接近 15%，植物药销售额约占全球医药销售总额的 10%。

其中美国植物药销售额以 80 亿美元高居全球第一位，年均增长率 14% 左右，市场潜力较大，美国自产的植物药多在国外加工，并在加工地销售，其西洋参每年在中国销售额超过 1000 万美元，但是美国的植物药资源并不丰富，仅能满足该国市场 25% 的需求，其余全部依靠进口。欧盟国家中的

德国是植物药生产和使用最多的国家，约占欧洲市场 70% 的份额，目前德国卫生部批准可供使用的植物药约有 300 种，并有 3.5 万名医生使用植物药，病人使用植物药可报销 60% 左右的药费，但是德国虽为植物药的生产大国，但多为单一的天然植物药提取物，或为三至四味植物药的简单复方，重磅级别的植物药并不多。韩国也是植物药大国，其出口的植物药拳头产品为高丽参，价格高出我国东北人参十几倍，年销售额接近 10 亿美元。总体来看目前国际天然药物市场中的几个霸主级产品，如银杏、西洋参、贯叶连翘、紫锥菊、高丽参等，无一例外地都是植物药。这些产品的植物来源相对单一并确定，关于它们的作用机理以及疗效的科学研究也较为丰富，所以在使用和研究上有着较长的历史。

我国植物药发展和规模在国际市场上还处于较低的地位，所占全球市场份额不足 10%，而且产品主要以植物药提取物为主，我国植物提取物品种在 80 种以上，可分为 3 类：单味中药提取物，如五味子、灵芝、刺五加、银杏叶等提取物；复方中药提取物，如补中益气方提取物等；纯化提取物，包括活性部位和单体化合物，如大豆异黄酮、人参皂苷、茶叶儿茶素等。植物提取物在我国仅有 10 多年的历史，较短的发展时间也导致了我国植物提取物企业数量多、规模小、效益低、产品单一、抗风险能力低等问题，而且我国的植物提取物及制剂技术比较落后，尤其是植物提取物制成植物药方面，过 10 亿元的大品种只有银杏叶制剂，为了推动植物药行业的发展，我们预计未来国家药监局将会推出新的天然药物审批政策和相关规定，规范并指导行业健康稳定的发展。

3、核心产品分析

3.1 前列康

男性健康杀手，庞大的前列腺患病人群

前列腺炎主要分为急性、慢性和前列腺增生等病症，它们都是成年男性的常见病，尤其是中老年人，在患有急性及慢性前列腺炎的同时往往伴随着前列腺增生，其中前列腺增生是指由于前列腺实质细胞数量增多而造成前列腺体积的增大，是各种原因引起的细胞有丝分裂活动增强的结果，其特征表现为基质及上皮细胞的增生。在泌尿外科中，因前列腺来求医的占了半数以上，随着人们生活方式的改变、工作压力的增加，前列腺疾病年轻化的趋势非常明显，前列腺疾病如今已经成为男性健康的第一杀手。统计数据显示 50 岁男性的前列腺炎发病率超过 50%，到 80 岁时达到 90%，2009 年我国 65 岁以上老年人的人口数量为 1.13 亿人，其中男性人口超过 6000 万人，未来随着人口老龄化的加剧，患有前列腺疾病的患者将会持续上升，按照每年每人 700 元的药品消耗量计算，前列腺药物潜在市场空间超过 400 亿元。

抗前列腺增生药物市场分析

前列腺增生治疗药物主要包括三大类：还原酶抑制剂、肾上腺素受体拮抗剂以及植物药。IMS 南方医药经济研究所数据显示 2009 年全国抗前列腺增生医院终端处方药物市场销售额为 25.5 亿元，同比增长 8.5%，药物市场以还原酶抑制剂和肾上腺素受体拮抗剂为主导。2009 年抗前列腺增生医院终端前 5 位药物合计占有 86.28% 的市场份额，他们分别是非那雄胺、坦洛新、多沙唑啉、舍尼通和特拉唑啉。

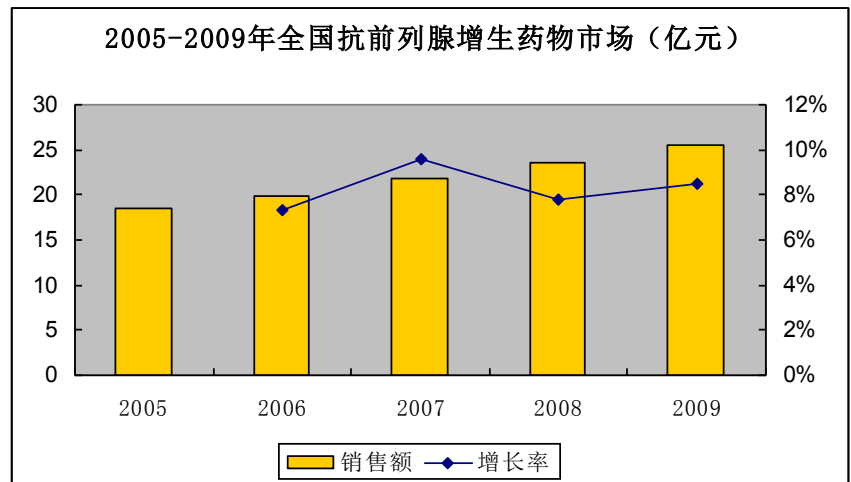
非那雄胺是一种合成的 4-氮甾体激素化合物，使睾酮转化成 5-双氢睾酮的过程受阻，使前列腺细胞内雄激素水平下降，血清中前列腺特异抗原降低，增大的前列腺体积缩小，尿流速率增加，患者症状减轻。2009 年该产品占前列腺增生药物市场的份额为 35.85%，同比增长 10.81%，过去三年市场份额有下降趋势，该产品市场基本被中美杭州默沙东制药所垄断，公司此产品的市场占有率超过 90%。

坦洛新为 α_1 受体阻滞剂、可以迅速改善排尿困难，夜间尿频、残尿感等症状。此产品为日本山之内制药公司（现为安斯泰来制药）的口服抗良性前列腺增生药物，商品名为哈乐，1992 年 7 月通过美国 FDA 批准。2009 年坦洛新市场占有率为 22.65%，同比增长 24.33%，过去三年市场份额逐年提升，主要原因是受到国内仿制药上市的推动，包括浙江海力生的齐索、云南昆明积大制药的积大本特和浙江康恩贝的必坦。

多沙唑嗪是喹唑酮的衍生物，有标准型和缓释型两种剂型，它可以促进前列腺细胞凋亡，使前列腺缩小。2009 年此产品市场占有率为 12.95%，同比增长 19.46%，市场份额在逐年提升，其中大连辉瑞制药的可多华垄断市场，市场占有率高达 96.58%。

舍尼通是市场占有率排名第四位的药物，这三年基本在 8%-9% 的区间波动，舍尼通为植物药、是由瑞典法玛西亚普强制药公司在 70 年代开发的治疗前列腺增生的药物，已经在欧美和日本注册上市。该产品主要成分时瑞典裸麦花粉破壳提取后，得到的水溶性及脂溶性成分，其作用机理为阻断双氢睾酮与受体的结合，从而阻止诱发的前列腺体增生，长期使用可以改善前列腺内源性炎症、收缩膀胱平滑肌、舒张尿道平滑肌、改善排尿症状。目前国内只有江苏南京美瑞制药生产销售。

图表 6 2005-2009 年全国抗前列腺增生医院终端药物市场（亿元）



数据来源：IMS 南方医药经济研究所 东海证券研究所

图表 7 2007-2009 年前列腺增生医院终端排名前 5 位药物市场占有率

药物名称	2007	2008	2009
非那雄胺	36.52%	36.07%	35.85%
坦洛新	18.75%	20.31%	22.65%
多沙唑嗪	9.47%	12.08%	12.95%
舍尼通	8.70%	8.83%	8.57%
特拉唑嗪	7.08%	6.88%	6.26%

数据来源：IMS 南方医药经济研究所 东海证券研究所

图表 8 2007-2009 年抗前列腺增生医院终端排名前 5 位药物增长率

药物名称	2007	2008	2009
非那雄胺	23.21%	5.03%	10.81%
坦洛新	21.33%	15.21%	24.33%
多沙唑嗪	154.49%	35.62%	19.46%
舍尼通	14.73%	7.99%	8.21%
特拉唑嗪	3.40%	3.32%	1.48%

数据来源：IMS 南方医药经济研究所 东海证券研究所

图表 9 2007-2009 年抗前列腺增生医院终端排名前 5 位企业市场占有率

排名	药企名称	2007	2008	2009
1	中美杭州默沙东制药	31.87%	33.47%	33.33%
2	安斯泰来制药	16.85%	17.19%	18.30%
3	辽宁大连辉瑞制药	9.12%	11.70%	12.50%
4	江苏南京美瑞制药	11.87%	11.45%	11.09%
5	上海雅培制药	3.97%	4.33%	4.09%
15	浙江康恩贝制药	0.73%	0.85%	0.82%

数据来源：IMS 南方医药经济研究所 东海证券研究所

普乐安处方药和 OTC 销售共同推进，大品种大发展

康恩贝的前列康普乐安片（胶囊）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），随着基本药物目录基础市场的扩容，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。

图表 10 2008-2009 年前列康市场占有率

公司名称	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

3.2 奥美拉唑

消化道溃疡发病率上升催生其治疗药物市场快速发展

消化系统疾病是一种常见的多发病之一，总发病率占人口总数的 10%-20%，主要疾病包括急性胃炎、慢性胃炎、消化道溃疡及功能性消化不良等，其中消化不良和消化道溃疡最为常见。数据显示国内老年人消化性溃疡的发病率近年来呈上升趋势，65 岁以上人群胃溃疡患病率为 5.2%，70 岁以上患病率为 8.5%。此外消化性溃疡的复发率很高，研究显示停药后 1 年的复发率为 65%-80%，2 年的复发率几乎达到 100%，这表明大部分患者在一段时间内需要连续用药，从而对整个抗消化性溃疡药物市场都有正面的促进作用，2009 年胃用药市场规模为 188.28 亿元，同比增长 13.55%。

抗消化性溃疡及胃动力药物市场分析

治疗消化道溃疡和胃动力不足的药物主要包括质子泵抑制剂、H₂-受体拮抗剂、粘膜保护剂、抗酸剂和胃动力药物。2009 年质子泵抑制剂的总体市场份额增长较快，5 大产品的总体市场份额已经超过 83%，比去年同期增长 3 个百分点，市场占有率排名前 5 位的药物有四个都是质子泵抑制剂，只有一个莫沙必利属于胃动力药物。

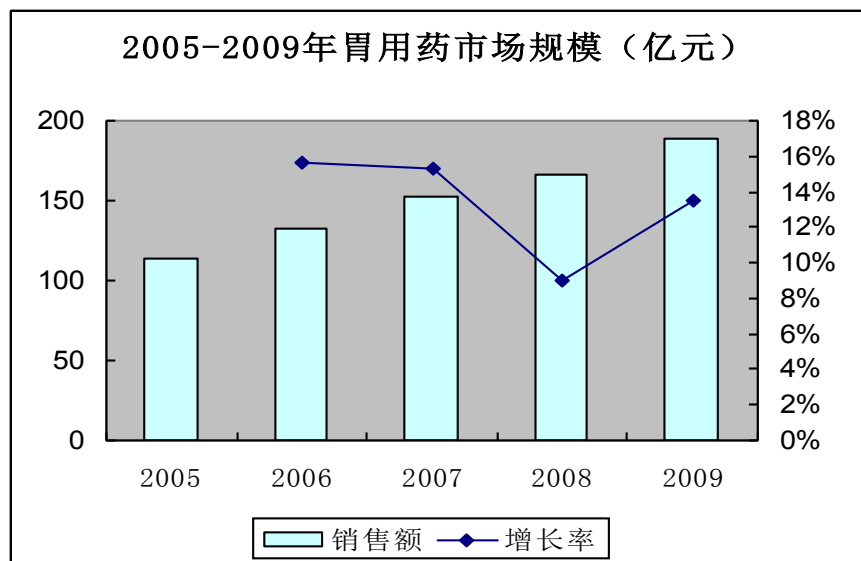
奥美拉唑为质子泵抑制剂代表性药物，最早由阿斯利康开发销售，曾连续 3 年获得全球药品销售冠军，它的药理特性是抑制胃酸分泌，增强胃、十二指肠粘膜屏障作用，且副作用少，所以很多患者使用。2009 年奥美拉唑占抗消化性溃疡及胃动力药物市场份额的 41.85%，同比增长率接近 30%，过去三年市场占有率一直在提升，其中阿斯利康的洛赛克（原研产品）继续以 49% 的市场占有率排名第一，但在 12 月初的国家发改委降价品种中，阿斯利康的奥美拉唑被取消单独定价，预计未来其市场占有率将会下降，扬州奥赛康药业的奥西康和常州四药的奥克分列二、三位。2009 年出台的医保目录将奥美拉唑的口服常释剂型的分类由乙类提升到甲类，对奥美拉唑的市场有推动作用。

泮托拉唑：它是由德国 Altana 公司研制的，被称为第三代质子泵抑制剂。在弱酸条件下比奥美拉唑和兰索拉唑稳定，对细胞色素 P450 的抑制作用弱，不影响其它药物在肝内的代谢，国内企业于 1998 年仿制成功。2009 年泮托拉唑占整体消化性溃疡和胃动力药物市场的份额为 24.71%，同比增长率超过 30%，市场占有率也在逐年提升，其中德国奈科明药业公司的潘妥洛克 2009 年以 23.52% 的市场份额排名第一，扬子江药业的韦迪以 23.02% 的市场占有率紧随其后，预计未来该药品将继续以上述两家公司所主导。

埃索美拉唑：该产品是阿斯利康公司 2000 年推出的更新换代产品，用来填补因奥美拉唑专利到期失去的市场。它是全球第一个采用氧化合成技术生产的质子泵抑制剂，此项技术曾经获得诺贝尔奖，埃索美拉唑是阿斯利康独家产品，商品名为耐信，市场占有率 100%，2009 年在消化性溃疡及胃动力药物市场份额为 8.62%，同比增长率超过 40%，过去三年复合增长率为 37.7%，预计未来将成为阿斯利康在国内的主打品牌。

雷贝拉唑：它是目前唯一一种可逆性的质子泵抑制剂，属于更强效的 H-K-ATP 酶抑制剂，能更快抑制胃酸分泌，快速缓解症状而且抑酸效果持久。2009 年雷贝拉唑占整体胃药市场份额为 5.82%，其中卫材（苏州）制药的波利特市场占有率为 34.04%，排名第一，同比增长率接近 50%，2009 年卫材制药首次获得雷贝拉唑钠肠溶片的国内生产批文，令波利特可以由完全进口向国内生产转变，西安杨森作为其代理销售商。江苏豪森的瑞波特和四川成都迪康制药的安斯菲市场占有率分列二、三位，但同比增长率都低于 15%。

图表 11 2005-2009 年胃用药市场规模（亿元）



数据来源：SFDA 南方医药经济研究所 东海证券研究所

图表 12 2007-2009 年消化溃疡及胃药前 5 名药物市场占有率

药物名称	2007	2008	2009
奥美拉唑	40.80%	41.06%	41.85%
泮托拉唑	21.03%	24.10%	24.71%
埃索美拉唑	6.58%	7.58%	8.62%
雷贝拉唑	4.98%	5.50%	5.82%
莫沙必利	3.09%	2.60%	2.31%

数据来源：SFDA 南方医药经济研究所 东海证券研究所

图表 13 2007-2009 年消化溃疡及胃药前 5 名药物增长率

药物名称	2007	2008	2009
奥美拉唑	49.57%	21.63%	29.76%
泮托拉唑	111.48%	38.52%	30.52%
埃索美拉唑	78.50%	39.18%	44.73%
雷贝拉唑	99.88%	33.51%	34.74%
莫沙必利	57.43%	1.75%	13.12%

数据来源：SFDA 南方医药经济研究所 东海证券研究所

图表 14 2007-2009 年消化溃疡及胃药前 5 名企业市场占有率

公司名称	2007	2008	2009
江苏阿斯利康	22.85%	27.30%	29.16%
江苏扬州奥赛康药业	5.15%	7.10%	7.45%
江苏常州四药	6.11%	6.61%	6.29%
扬子江药业	4.39%	5.92%	6.28%
德国奈科明	5.36%	5.56%	5.81%

数据来源：SFDA 南方医药经济研究所 东海证券研究所

奥美拉唑金奥康有望成为公司第二个明星品种

奥美拉唑金奥康属于康恩贝控股子公司金华康恩贝的主打产品，它是国内首仿药，具有单独定价权，12 月初国家发改委调整最高零售价格后的单盒价格为 35.7 元（降价幅度 15%），公司已经公告供货价格不变，降价对公司业绩影响较小，而同类产品阿斯利康的洛赛克被取消单独定价权，常州四药的奥赛克降价幅度超过 20%，主要竞争对手的产品价格影响远远大于康恩贝的金奥康，2009 年该产品收入大约为 1.15 亿元，今年我们预计其收入有望接近 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以 30% 的速度增长。

3.3 银杏叶片

它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。

图表 15 2007-2009 年银杏叶片市场占有率

公司名称	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%
博福一益普生制药	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

3.4 其它重点产品

注射用阿洛西林钠（阿乐欣）是子公司金华康恩贝的主力品种，属于第三代广谱半合成青霉素，主要用于革兰氏阴性菌和阳性菌引起的各种感染，对绿脓杆菌的杀菌力尤为显著。它是国内阿洛西林钠的首研品种，公司为阿洛西林钠国家质量标准的制定单位，2010 年预计其收入接近 1.5 亿元。

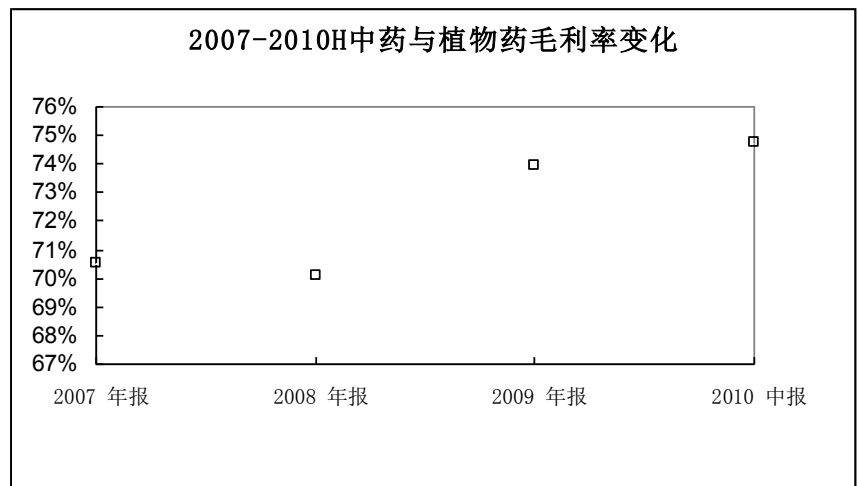
2009 年合并后的控股子公司江西天施康药业的两个主打产品珍视明滴眼液和肠炎宁今年预计收入分别达到 1.5 亿元和 1.3 亿元，珍视明滴眼液主要用于青少年假性近视、视力疲劳、轻度青光眼的治疗，目前中国青少年近视趋于低龄化，全国现有盲人 500 多万，低视力者 600 多万，儿童斜视者 1000 万。而青少年近视率平均达 40%，大学生近视率远远超过 70%，中国青少年近视发病率位居世界第二位，未来眼科药物市场需求较大。

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，目前胡季强董事长亲自抓天施康的管理，我们预计公司经营状况将有望取得较大提升，后续产品存在较快增长的可能。

4、中药材提价影响较小

公司最大的品种前列康的原料为油菜花粉，该产品不通过河北安国和安徽亳州大宗交易市场进行，公司自行通过药材商采购，溢价能力较强所以其价格波动较小。银杏叶片的原料为银杏叶，公司自己在建银杏叶 GAP 种植基地，原料可以自给，成本压力较小，从过去几年公司中药与植物药产品毛利率变化来看，一直都是呈上升趋势，也间接印证了上述观点。

图表 16 2007-2010H 中药与植物药毛利率



数据来源：公司年报 东海证券研究所

5、营销改革稳步推进

我们可以看到公司 2004—2008 年间业绩发生了较大的波动，增长速度不够稳定，除了医药行业反商业贿赂治理等政策的外部影响，集团资产注入的不断磨合也对其有一定的影响，其间下属子公司医药销售公司在 2004—2007 年间主要领导变动了 4 次，营销成为制约公司快速发展的重要因素。

从 2009 年下半年开始，借助新医改和基本药物目录推出的大背景，公司从内外部环境入手对营销进行了全面改革：在内部，公司聘请了专业人士担任公司销售的总经理，建立了新的组织架构和赏罚分明的激励机制；在外部，公司进行了精细化客户分类，对营销队伍也采用了分线管理并加大了队伍的建设力度，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 人的针对基层市场的大团队。

6、资产注入提升整体价值

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、浙江英诺珐医药公司、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。

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。2010 年上半年实现营业收入1.99亿元，净利润787万元。

浙江英诺珐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。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。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，但是对于集团公司的资产整合及关联交易的减少有很大的推动作用，尤其是英诺珐公司经过数年来的投入和建设发展，目前已经形成了在全国性市场开展营销所必备的团队、渠道和网络，其注入将对上市公司有关产品在国内拓展市场和规模具有重要作用，也有利于上市公司业绩和价值的持续提升。

图表 17 2012 年之前集团承诺注入资产情况

公司名称	09 年经营情况	10 年上半年经营情况	主营业务产品
浙江康恩贝中药公司	3.3 亿收入，1095 万净利润	1.99 亿元，787 万净利润	100%控股浙江英诺珐公司，主要品种为鱼腥草、肾宝合剂等，从胡庆余堂分离出来的。主要收入及利润都来自于浙江英诺珐公司
浙江英诺珐医药公司	3.1 亿收入、1068 万净利润	1.9 亿收入、639 万净利润	主要经营康恩贝集团的药品、与上市公司有大量的关联交易
云南希陶绿色药业	5095 万收入、592 万净利润	2517 万收入、249 万净利润	云南希陶绿色药业全资控股昆明康恩贝
昆明康恩贝中药公司			
云南希尔康制药有限公司			

数据来源：公司公告 东海证券研究所

7、参股子公司上市增厚每股价值

康恩贝参股 26% 的佐力药业正在积极筹备上市，佐力药业 12 月 6 日已经在证监会网站披露了招股说明书，通过研究我们发现佐力药业是一家高成长质地优良的医药公司。它的主打产品乌灵胶囊属于国家一类新药，主要用于补肾安神，主治失眠及心理障碍，属于神经系统中的抗抑郁药物领域，乌灵胶囊 2010 年预计单品销售收入超过 2 亿元，过去三年收入复合增长率超过 30%，预计 2010 年公司净利润超过 4000 万元，过去三年复合增长率超过 70%，未来三年净利润增长率不低于 35%，其中乌灵胶囊在我国医院神经系统疾病中成药用药市场占有率为 9.45%，总排名第二，口服剂型市场占有率排名第一。根据中国医药经济信息网对全国临床用药终端竞争格局统计数据，2007-2009 年期间乌灵胶囊均居安神补脑药类第一名。

本次佐力药业计划发行 2000 万股，这样发行后总股本达到 8000 万股，假设 2011 年成功发行上市，2011 年公司净利润达到 6250 万元，给予其 2011 年 40 倍的 PE，公司市值达到 25 亿元，这样康恩贝投资收益增加 6.5 亿元，折合每股增值 1.85 元。

8、有望复制仁和药业成功路径

从康恩贝内部整合之路来看与仁和药业非常相似，仁和集团 2009 年公告提出内部资产整合并计划于 2011 年底前完成，于是公司在 2009 年 7 月注入江西康美和药都仁和两家关联公司，2010 年 9 月和 11 月分别注入江西制药和闪亮制药等集团资产，虽然公告说是两年但是只用了一年的时间就顺利完成仁和集团的药业资产注入整合，股价在一年多的时间涨幅超过 200%，康恩贝是在今年提出的内部整合并计划于 2012 年底之前完成，浙江英诺珐应该是公司最需要解决的一块资产，它主要销售金华康恩贝和江西天施康的产品，这家公司的注入对于上市公司解决关联交易问题具有很大的帮助，从而有助于推动公司业绩持续上升。

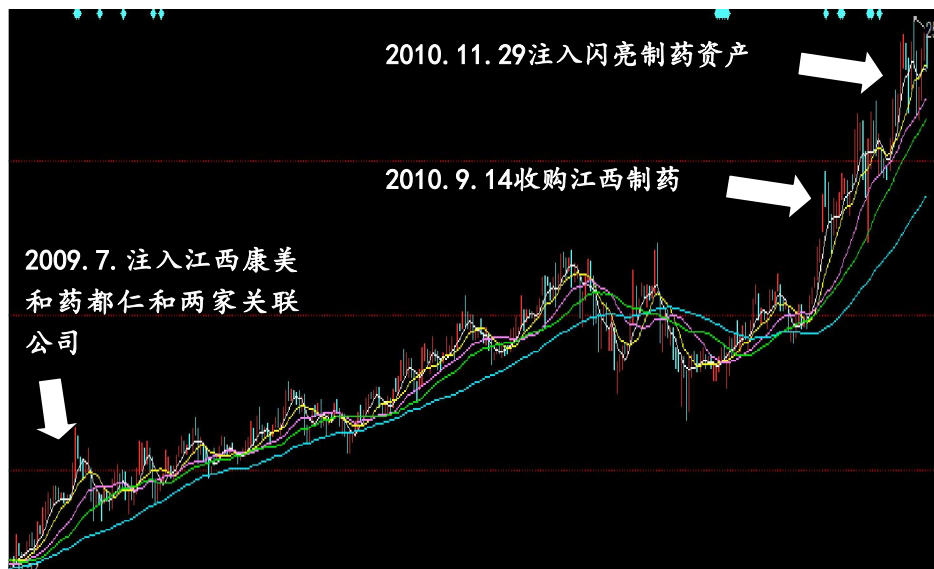
从几家销售品牌药的重点公司对比来看，华润三九、江中药业和仁和药业的市值都超过 100 亿元，2009 年的净利润率在 14%-16% 区间，而康恩贝从过亿产品数量来看远远超过上述三家公司，但市值（74 亿元）和净利润率（7.2%）却非常低，我们预计公司在解决浙江英诺珐关联交易公司的问题后净利润率水平有望提升到 10% 以上。

图表 18 康恩贝与其他品牌药企对比

	2009 年药业收入	过亿产品	市值	2009 年净利润率
华润三九	41.77 亿	感冒灵、皮炎平等	240 亿	14.62%
江中药业	15.09 亿	健胃消食片、草珊瑚含片、初元等 3 个	114.09 亿	14.83%
仁和药业	9.83 亿	优卡丹、可力克、妇炎洁、闪亮滴眼液等 4 个	101.26 亿	16.84%
康恩贝	14.07 亿	前列康、金奥康、珍视明、肠炎宁等 8 个品种	73.88 亿	7.20%

数据来源：公司公告 东海证券研究所

图表 19 仁和药业股价走势图



数据来源：Wind 东海证券研究所

图表 20 仁和药业和康恩贝内部资产整合对比

仁和药业	1、2009 年 7 月注入江西康美和药都仁和，解决关联交易问题 (仁和通过江西康美销售公司销售)
	2、2010 年 9 月收购江西制药，介入处方药领域
	3、2010 年 10 月收购闪亮制药，获得重点品种闪亮滴眼液
康恩贝	1、2007 年收购金华康恩贝，获得金奥康、阿乐欣等重要品种同时介入处方药销售
	2、2009 年收购江西天施康、取得珍视明、肠炎宁等重点品种
	3、2012 年底之前注入浙江英诺珐等资产，解决关联交易问题 (英诺珐销售金华康恩贝和江西天施康的产品)

数据来源：公司公告 东海证券研究所

9、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不低于 25% 的速度增长，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% 以上的可能性较大，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，所以我们上调 2011 年和 2012 年每股收益到 0.65 元（先前 0.59 元）和 0.81 元（先前 0.76 元），目前股价对应 2011 年和 2012 年动态 PE 分别为 32 倍和 26 倍，继续维持“买入”的投资评级，上调 6 个月目标价格到 25 元，有超过 20% 的升值潜力。

	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入合计	1393000000	1800000000	2250450000	2806577500
增长率		29%	25%	25%
综合毛利率	57%	61%	60%	60%
主营业务利润合计	799000000	1098000000	1350270000	1683946500
税金及附加	17000000	21966978	27464214	34251125
销售费用率	38.77%	40.50%	40.50%	40.50%
销售费用	540000000	729000000	911432250	1136663888
管理费用率	8.65%	8.35%	7.00%	7.00%
管理费用	120460000	150300000	157531500	196460425
财务费用率	1.62%	1.10%	0.80%	0.80%
财务费用	22570000	19800000	18003600	22452620
资产减值损失	9820000	350000	350000	350000
投资收益	15900000	18000000	24979995	31153010
营业外收入	23370000	55000000	23370000	23370000
营业外支出	5834000	6000000	6000000	6000000
利润总额	122586000	243583022	277838431	342291452
所得税率	13.50%	13.20%	13.20%	13.20%
所得税费用	16549110	32152959	36674673	45182472
少数股东损益	3980000	10120000	12000000	12000000
净利润	102056890	201310063	229163758	285108981
非经常性收入		32000000		
扣除后的每股收益		0.47	0.65	0.81

数据来源: Wind 东海证券研究所

10、投资风险

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、免责条款

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