

中药 III

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

参与人: 余方升

S0960110030152

021-52288047

yufangsheng@cjis.cn

6-12 个月目标价: 26.51 元

当前股价: 20.87 元

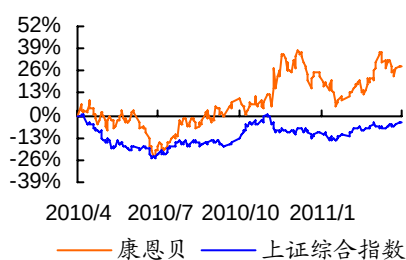
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3030.02
总股本(百万)	352
流通股本(百万)	258
流通市值(亿)	54
EPS (TTM)	0.53
每股净资产(元)	4.88
资产负债率	30.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
康恩贝	6.32	4.19	16.14
上证综合指数	1.00	6.74	10.64



相关报告

《康恩贝-公布“十二五”规划, 未来整体业务将实现加速发展》2010-12-15

《康恩贝-参股佐力药业即将上市, 收获不菲投资收益》2010-12-7

《康恩贝-拥有多个优势品牌的植物药领军企业》2010-11-16

康恩贝

600572

推荐

聚焦营销, 做大品牌

4 月 8 日, 我们参加了康恩贝股东大会, 就今年经营规划等与管理层进行了沟通。

投资要点:

- **植物药、化学药等主营业务延续了向好趋势。**扣除佐力药业 6786 万投资收益, 我们预计公司 1-3 月主营净利润实现增速约 30%。各主要业务来看: 现代植物药方面, 预计前列康 11 年约 20% 增速, 天保宁 40% 以上; 化学药方面, 估计奥美拉唑和阿乐欣 11 年仍可超过 30% 增长; 保健品方面, 未来通过网上销售等新模式, 推出新品和购并等措施, 今年有望实现稳定增长;
- **天施康 11 年增速将会有明显恢复。**去年江西天施康由于夏天无等中药材价格大幅上涨, 加上基药制度实施不够到位导致营收增速有一定调整。经过加强市场拓展, 1 季度销售情况比较良好, 预计全年增速将超过 20%。剩余股权收购今后将会与通用技术集团商洽;
- **医药资产整合内外并举。**英诺法和云南希陶等集团医药资产将在 12 年底注入进来。外延式扩张方面, 预计 11 年将会完成 1-2 个购并项目, 加快公司产品、技术、市场等结构调整;
- **维持推荐评级。**公司持续拓展销售, 做大做强植物药品牌, 巩固行业龙头地位。考虑到佐力药业投资收益, 我们预计上调公司 11-13 年 EPS 分别至 0.83、1.05 和 1.32 元, 维持 26.51 元目标价和推荐评级。

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	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1799	2205	2657	3187
同比(%)	28%	23%	20%	20%
归属母公司净利润(百万元)	186	291	368	466
同比(%)	83%	57%	27%	27%
毛利率(%)	61.7%	63.3%	64.0%	64.5%
ROE(%)	12.1%	16.2%	17.4%	18.9%
每股收益(元)	0.53	0.83	1.05	1.32
P/E	39.57	25.27	19.97	15.77
P/B	4.77	4.09	3.48	2.98
EV/EBITDA	27	18	14	11

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	2009 年	2010 年	2011E	2012E	2013E
植物药:	收入	564.71	845.50	1061.58	1298.32	1566.19
	增长率	80.84%	49.72%	25.56%	22.30%	20.63%
	毛利率	73.97%	73.51%	74.05%	73.90%	73.39%
	成本	146.98	223.97	275.49	338.85	416.78
前列康	收入	265.00	323.30	387.96	446.15	513.08
	增长率	20.00%	22.00%	20.00%	20.00%	18.00%
天保宁	收入	70.00	87.50	131.25	183.75	238.88
	增长率		25.00%	50.00%	40.00%	30.00%
天保康	收入	18.00	20.70	23.81	27.38	31.48
	增长率		15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
可达灵	收入	6.00	20.00	30.00	45.00	67.50
	增长率		233.33%	50.00%	50.00%	50.00%
其他	收入	205.71	394.00	488.56	596.04	715.25
	增长率		100.00%	24.00%	22.00%	20.00%
化学药	收入	316.48	483.83	628.98	786.22	982.78
	增长率	21.83%	52.88%	30.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	78.75%	75.10%	76.06%	76.06%	76.06%
	成本	67.24	120.45	150.57	188.21	235.26
保健品	收入	98.78	78.97	82.92	87.06	91.42
	增长率	-19.02%	-20.06%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	77.83%	78.00%	78.00%	78.00%	78.00%
	成本	21.90	17.32	18.24	19.15	20.11
原料药	收入	169.06	183.74	211.30	242.99	279.44
	增长率	20.41%	8.68%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	18.30%	22.31%	22.31%	22.31%	22.31%
	成本	138.13	142.74	164.15	188.77	217.09
其他	收入	244.79	200.65	220.72	242.79	267.07
	增长率	2.48%	-18.03%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	8.89%	9.08%	9.08%	9.08%	9.08%
	成本	223.04	182.43	200.67	220.74	242.81
合计	收入	1393.83	1792.69	2205.49	2657.39	3186.89
	增长率	29.86%	28.62%	23.03%	20.49%	19.93%
	毛利率	57.15%	61.68%	63.31%	64.04%	64.48%
	成本	597.28	686.91	809.11	955.72	1132.05

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	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1459	1708	2055	2478	营业收入	1799	2205	2657	3187
现金	672	727	919	1084	营业成本	690	809	956	1132
应收账款	232	284	342	410	营业税金及附加	23	28	33	40
其它应收款	19	60	35	79	营业费用	732	898	1050	1243
预付账款	52	61	72	85	管理费用	173	210	226	271
存货	243	285	336	398	财务费用	20	9	7	5
其他	242	291	351	421	资产减值损失	-3	2	2	1
非流动资产	1005	1036	1052	1075	公允价值变动收益	0	-0	-0	-0
长期投资	132	132	129	131	投资净收益	16	70	43	48
固定资产	589	625	660	691	营业利润	181	320	427	543
无形资产	165	150	136	121	营业外收入	54	30	20	25
其他	118	129	126	131	营业外支出	6	5	5	5
资产总计	2463	2744	3107	3552	利润总额	229	345	442	562
流动负债	682	696	704	749	所得税	28	42	54	69
短期借款	338	300	300	300	净利润	201	303	387	493
应付账款	142	166	196	232	少数股东损益	15	12	20	28
其他	202	230	208	217	归属母公司净利润	186	291	368	466
非流动负债	65	64	84	104	EBITDA	266	389	501	622
长期借款	35	55	75	95	EPS (元)	0.53	0.83	1.05	1.32
其他	30	9	9	9					
负债合计	747	760	789	854	主要财务比率				
少数股东权益	177	189	209	237	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	352	352	352	352	成长能力				
资本公积	703	703	703	703	营业收入	27.9%	22.6%	20.5%	19.9%
留存收益	484	740	1055	1408	营业利润	72.6%	77.4%	33.4%	27.0%
归属母公司股东权益	1539	1794	2109	2462	归属于母公司净利润	83.3%	56.6%	26.5%	26.6%
负债和股东权益	2463	2744	3107	3552	获利能力				
					毛利率	61.7%	63.3%	64.0%	64.5%
					净利率	10.3%	13.2%	13.8%	14.6%
					ROE	12.1%	16.2%	17.4%	18.9%
					ROIC	13.5%	19.7%	23.2%	25.6%
					偿债能力				
					资产负债率	30.3%	27.7%	25.4%	24.0%
					净负债比率	49.91	46.68%	47.54	46.27%
					流动比率	2.14	2.45	2.92	3.31
					速动比率	1.78	2.04	2.44	2.78
					营运能力				
					总资产周转率	0.82	0.85	0.91	0.96
					应收账款周转率	8	8	8	8
					应付账款周转率	5.10	5.26	5.28	5.28
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.53	0.83	1.05	1.32
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	0.43	0.80	0.88
					每股净资产(最新摊薄)	4.37	5.10	6.00	7.00
					估值比率				
					P/E	39.57	25.27	19.97	15.77
					P/B	4.77	4.09	3.48	2.98
					EV/EBITDA	27	18	14	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

研究团队简介

中投医药团队荣誉：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 2 名，2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名；2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 名；2010 年财经风云榜最佳证券分析师（医药行业唯一一个）。

中投医药团队成员：

周锐，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，整体负责中投医药团队研究工作；

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、医疗服务及政策研究；

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，负责生物制药及医药流通研究；

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，负责医疗器械及境外上市中资医药股研究。

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	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	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：518000	邮编：100032	邮编：200041
传真：(0755) 82026711	传真：(010) 63222939	传真：(021) 62171434