



主业稳健，估值合理

中性维持

投资要点:

- 扣非净利润同比增长 28.11%，符合预期
- 主导产品稳定增长，保健品销售开拓新途径
- 研发产品丰富

报告要点:

- 扣非净利润同比增长 28.11%，符合预期。上半年公司营业收入 95,269.92 万元，同比增长 8.43%(若剔除 4 月份已转让的子公司三江医药公司收入，按同口径比较营业收入增长 13.5%); 归属于上市公司净利润 16,182.04 万元，同比增长 66.49%; 扣除非经常性损益后的净利润 8,975.17 万元，同比增长 28.11%。非经常性损益主要是参股的佐力药业 IPO 时贡献的一次性投资收益 6,786.42 万元。
- 主导产品稳定增长，保健品销售开拓新途径。公司主导产品金奥康、阿乐欣、天保宁、肠炎宁等销售收入保持稳定增长态势。必坦、牛黄上清胶囊等二线品种较快增长。保健品业务积极创新营销模式，今年起开设互联网电子商务平台，经过一个季度的实际运作已实现销售收入近 1000 万元，并带动饮片板块的收入和利润增长，取得了超预期的效果。
- 研发产品丰富。公司被正式列为“国家创新型企业”；黄莪胶囊获中药 6 类新药证书和生产批件，丰富了前列腺疾病领域的产品；还获得专利授权 6 项。与美国凯德药业合作的肝癌治疗性疫苗的 FDA I 期临床试验在中国转化，在 5-8 年内对业绩没有影响。
- 投资建议。预计 2011-2013 年 EPS 为 0.43/0.48/0.61 元，对应 PE 为 29/26/20 倍；公司具有集团资产注入预期，但业绩平稳。扣除佐力药业上市确认的一次性投资收益，2011 年 EPS0.37 元，对应 2011 年 PE 为 34 倍。估值较前期已有一定回落，但空间不大，仍维持“中性”评级。

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	1,799	2,285	2,880	3,586
增长率	28%	27%	26%	24%
归母净利润	186	303	336	431
增长率	83%	63%	11%	28%
EPS (元)	0.53	0.43	0.48	0.61
P/E	23	29	26	20

医药研究组

分析师:

孙伟娜 (S1180511010011)

电话: 010-88085269

Email: sunweina@hysec.com

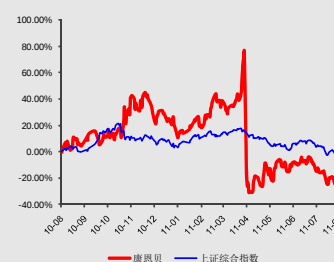
联系人:

吴洋

电话: 010-88085967

Email: wuyang@hysec.com

市场表现



主要指标

收盘价	14.27
一年内最高/最低	27.55/10.48
总股本/ 流通 A 股 (百万股)	703.6/516.1
B 股/H 股(百万股)	0.0/0.0

数据来源: Wind

相关研究

宏源证券 * 公司研究 * 康恩贝点评报告: 肝癌疫苗风险较大 2011.6

宏源证券-康恩贝-600572-聚焦核心业务,受益基药改革-吴洋 2011.3

宏源证券-康恩贝-600572-受益基本药物制度超预期-孙伟娜 2010.3

表 1: 盈利预测

资产负债表	2010	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	672	1274	1299	1397	营业收入	1799	2285	2880	3586
应收票据	238	268	338	420	营业成本	690	847	1038	1269
应收账款	232	291	368	457	营业税金及附加	23	28	36	44
预付款项	52	63	77	94	销售费用	732	914	1152	1434
其他应收款	19	53	67	84	管理费用	173	208	270	331
存货	243	295	361	442	财务费用	20	20	29	28
其他流动资产	4	6	8	10	资产减值损失	-3	9	5	9
长期股权投资	132	202	202	202	投资收益	16	80	30	33
固定资产	589	603	614	620	汇兑收益	0	0	0	0
在建工程	73	76	78	79	营业利润	181	339	380	502
工程物资	0	0	0	0	营业外收支净额	48	48	48	48
无形资产	165	173	186	198	税前利润	229	387	429	551
长期待摊费用	0	0	0	0	减：所得税	28	58	64	83
资产总计	2463	3350	3645	4050	净利润	201	329	365	468
短期借款	338	300	300	300	减：少数股东损益	15	26	29	37
应付票据	0	0	0	0	归属于母公司的净利润	186	303	336	431
应付账款	142	175	214	261	基本每股收益	0.53	0.43	0.48	0.61
预收款项	15	21	29	39	稀释每股收益	0.53	0.43	0.48	0.61
应付职工薪酬	26	26	26	26	财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
应交税费	46	46	46	46	成长性				
其他应付款	99	109	120	132	营收增长率	27.9%	27.0%	26.0%	24.5%
其他流动负债	2	-17	-40	-66	EBIT增长率	50.0%	58.5%	33.7%	31.8%
长期借款	35	35	35	35	净利润增长率	83.3%	63.4%	10.8%	28.4%
负债合计	747	1340	1376	1418	盈利性				
股东权益合计	1716	2010	2269	2632	销售毛利率	61.7%	62.9%	64.0%	64.6%
现金流量表	2010	2011E	2012E	2013E	销售净利率	10.3%	13.3%	11.7%	12.0%
净利润	201	329	365	468	ROE	10.8%	15.1%	14.8%	16.4%
折旧与摊销	65	69	75	81	ROIC	7.60%	8.29%	10.19%	12.06%
经营活动现金流	190	181	230	299	估值倍数				
投资活动现金流	-80	-85	-70	-68	PE	23.4	28.7	25.9	20.2
融资活动现金流	246	507	-135	-134	P/S	2.4	3.8	3.0	2.4
现金净变动	356	602	25	98	P/B	2.53	4.33	3.83	3.30
期初现金余额	316	672	1274	1299	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	672	1274	1299	1397	EV/EBITDA	17.1	24.0	18.6	14.5

资料来源：宏源证券

分析师简介:

孙伟娜: 宏源证券研究所医药行业研究员, 清华大学工学博士, 3 年医药行业研究经验。主要研究覆盖公司: 贵州百灵、汉森制药、天士力、同仁堂、昆明制药、福瑞股份、片仔癀、精华制药、红日药业等。

吴 洋: 宏源证券医药行业分析师, 中国人民银行研究生部金融学硕士, 2 年医药行业研究经验。主要研究覆盖公司: 乐普医疗、新华医疗、信立泰、阳普医疗、华润三九、智飞生物、上海凯宝、山东药玻等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。