

审慎推荐-A (维持)

康恩贝 600572.SH

目标估值: NA

当前股价: 8.80 元

2012 年 12 月 2 日

注入云南希陶，定增方案获批

基础数据

上证综指	1980
总股本(万股)	70360
已上市流通股(万股)	59689
总市值(亿元)	62
流通市值(亿元)	53
每股净资产(MRQ)	2.1
ROE(TTM)	15.3
资产负债率	50.5%
主要股东	康恩贝集团有限公司
主要股东持股比例	34.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	-6	-8
相对表现	-2	12	9



资料来源: 港澳资讯、招商证券

相关报告

- 1、医药行业 2012 年 3 季报业绩前瞻——重点公司 3 季报增速预计比中报略有提升 2012/10/9
- 2、康恩贝 (600572) 一收购伊泰药业 88% 的股权，获得潜力大品种 2012/8/10
- 3、康恩贝 (600572) 一中期业绩符合预期，下半年增长有望提速 2012/7/29

李珊珊, CPA

S1090511040046

徐列海

0755-83271609

S1090511080001

杨烨辉

0755-82943202

S1090512090001

廖星昊, CIIA

0755-83271617

S1090512110002

张同 (研究助理)

0755-83287995

公司公告以现金 25,851.55 万元收购云南希陶绿色药业 68.3% 的股权。我们认为此次收购价格合理，对应 2012 年 PE 仅 9.4 倍。云南希陶质地优秀，主打品种龙金通淋胶囊全年销售额将突破 5000 万元，毛利率高达 84.5%；安宁分公司中药材加工量达到 6000 吨，银杏叶提取物产能可达 100 吨以上；子公司昆明康恩贝医药有限公司和湖北康恩贝医药有限公司营销网络初具规模。公司非公开发行的申请于 11 月 21 日获得证监会通过，募集资金总额不超过 92,520 万元。我们看好公司前景，暂维持 2012 年实现 EPS 0.36 元、同比下降 10%（主业增 20%）的盈利预测，维持“审慎推荐-A”的投资评级。

□ **收购云南希陶绿色药业 68.3% 的股权，符合预期。**公司 11 月 29 日公告以现金方式受让关联方浙江康恩贝养营堂食品有限公司和云南康恩贝生物谷发展有限公司分别持有的云南希陶绿色药业股份有限公司 35% 和 33.30% 股权，交易金额总计为人民币 25,851.55 万元。

□ **收购价格合理，云南希陶质地优秀。**云南希陶 2012 年 1~10 月实现营业收入 1.77 亿元，净利润 3076 万元，预计全年收入、净利润分别为 2.47 亿元和 4023 万元，分别同比增长 47.7% 和 92.1%。公司预计 2013 年和 2014 年净利润分别为 4458 万元和 4801 万元，年复合增长率约 9%。此次交易中，云南希陶估价 37850 万元，相当于 2012 年 PE 9.4 倍。（1）**云南希陶公司**主要产品有龙金通淋胶囊、消炎止咳片、妇炎舒片、黄芩素铝胶囊、草薢分清丸等；保健食品主要产品有苦荞茶和螺旋藻片。其中龙金通淋胶囊为独家品种，主要用于急性前列腺治疗，已进入广东、云南等 8 省医保目录，前 10 月销售额 3974 万，毛利率高达 84.5%，全年销售将超过 5000 万（不含税），未来两年收入增长有望超过 20%；（2）**希陶公司安宁分公司**拥有云南省内最大的中药提取生产基地之一，年中药材加工量达到 6000 吨，银杏叶提取物产能可达 100 吨以上；（3）**云南希陶下属全资子公司，昆明康恩贝医药有限公司**，目前已在云南、广东、广西、浙江、江苏、安徽、陕西、四川、重庆、上海、北京、山东以及东北三省等建立了自营销售队伍和销售网络，在全国其他地区均有代理商，采用电话营销、驻地营销、会议营销等相结合的销售模式，实行以销定产内部订单式生产管理；

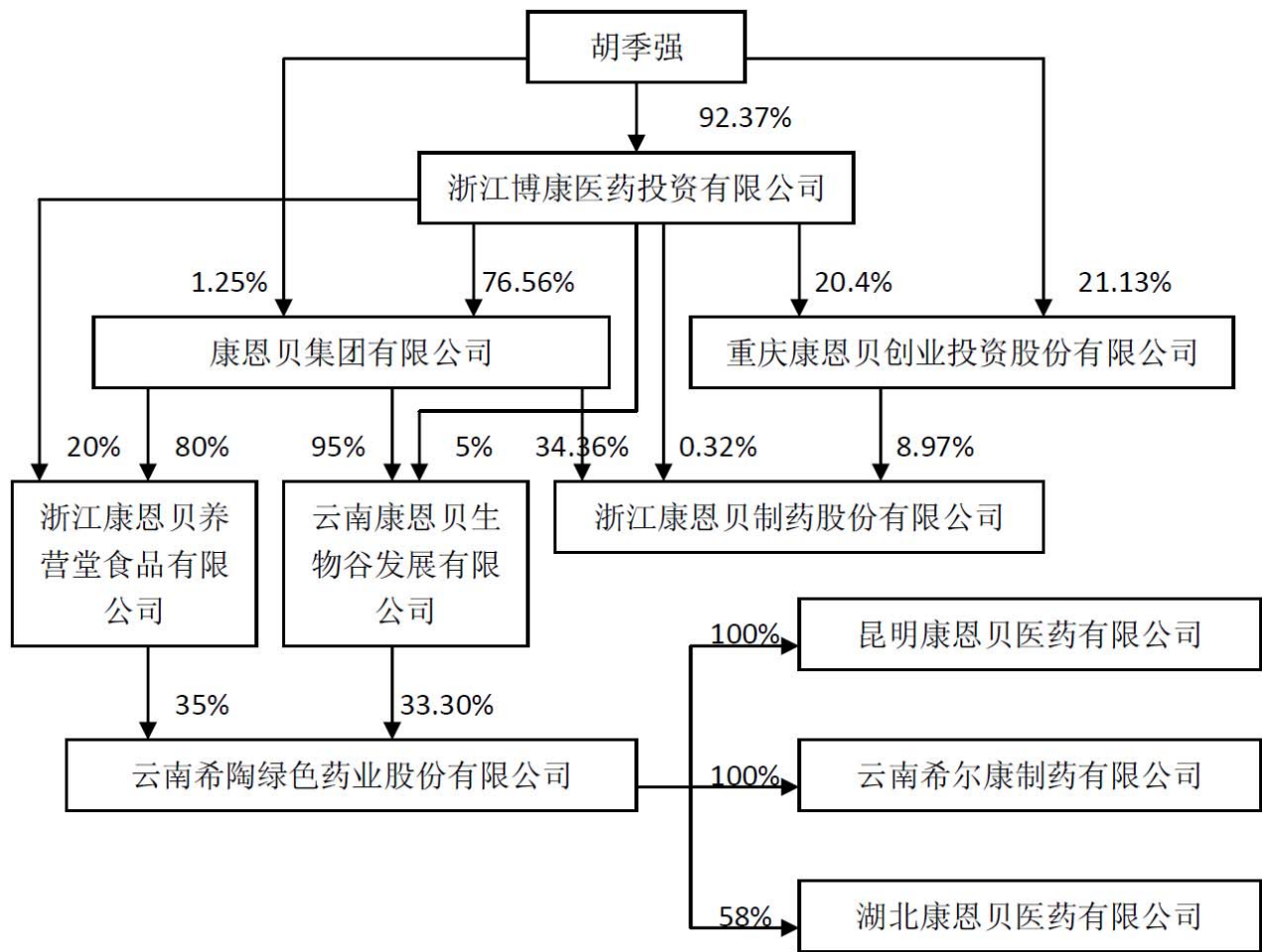
财务数据与估值

会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	1892	2123	2541	3117	3910
同比增长	35%	12%	20%	23%	25%
营业利润(百万元)	192	334	295	356	447
同比增长	84%	74%	-12%	21%	25%
净利润(百万元)	195	280	253	304	377
同比增长	93%	44%	-10%	20%	24%
每股收益(元)	0.28	0.40	0.36	0.43	0.54
PE	31.8	22.1	24.5	20.4	16.4
PB	3.9	4.4	3.9	3.5	3.1

资料来源: 公司数据、招商证券

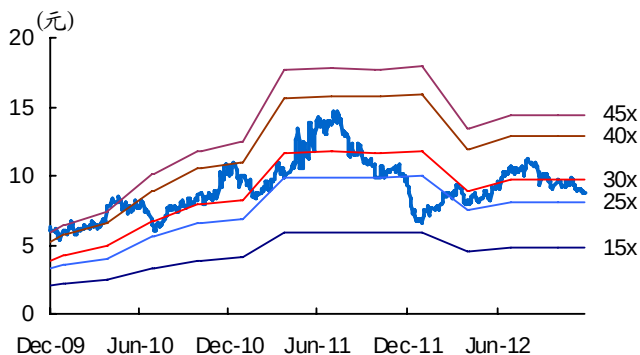
- **(4) 云南希陶公司控股子公司，湖北康恩贝医药有限公司**，以经营 OTC 药品为主，主要采用电话营销、驻点营销（大区派驻）为主的营销方式，客户覆盖的终端遍布全国各地，目前有区域代理商 4000 余家、大型配送商业 30 余家、全国及区域连锁公司 100 余家和社会单店 3000 余家。
- **定增方案获批，财务压力有望缓解。**公司非公开发行的申请于 11 月 21 日获得证监会通过，近期将收到中核证的正式文件。公司拟以 7.71 元/股的价格，增发不超过 1.2 亿股，募集资金总额不超过 92,520 万元，募集资金扣除发行费用后将全部用于补充公司营运资金。公司前三季度财务费用高达 3165 万元，同比增加 1600 万元，财务费用率从去年的 1.6% 上升到目前的 2.4%，资产负债率在 07 年后首次突破 50%。此次增发有望大大改善公司的财务状况。
- **前景值得期待，维持“审慎推荐-A”的投资评级。**2012 年以来，公司积极把握政策机遇，通过不断加大基层医疗终端市场开发和学术推广，完善 OTC 和品牌营销策略；P2X7 受体拮抗剂和 AFP 肝癌治疗性疫苗均已签订合作协议，如期推进；5 月公司启动以 7.71 元/股的价格增发不超过 1.2 亿股的定向增发工作，7 月获得证监会受理；公司 8 月公告，拟以 2 亿元收购伊泰药业 88% 的股权，获得包括麝香通心滴丸在内的潜力大品种，9 月初已完成工商变更；11 月底公告云南希陶绿色药业公司及其子公司的资产注入方案，定增方案获得证监会核准。我们暂维持盈利预测：预计公司 2012~2014 年收入同比分别增长 20%、23% 和 25%，净利润增长 -10%、20% 和 24%，实现 EPS 0.36 元、0.43 元和 0.54 元，当前股价对应 PE 分别为 25 倍、20 倍、16 倍，维持“审慎推荐-A”的投资评级。
- **风险提示：**营销调整成效不明显和药品价格下降。

图 1: 云南希陶绿色药业公司的股权结构及主要业务概况



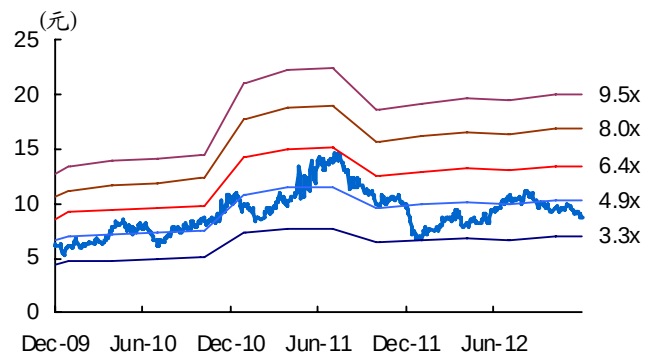
资料来源：公司公告，招商证券

图 2: 康恩贝历史 PE Band



资料来源：港澳资讯、招商证券

图 3: 康恩贝历史 PB Band



资料来源：港澳资讯、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1474	1690	1944	2293	2664
现金	685	720	774	877	902
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	240	335	407	499	626
应收款项	205	220	253	310	389
其它应收款	25	35	46	56	70
存货	262	328	401	471	574
其他	56	52	64	81	103
非流动资产	1061	1270	1234	1194	1155
长期股权投资	132	252	280	300	320
固定资产	625	629	582	523	469
无形资产	168	179	161	145	131
其他	136	210	211	226	236
资产总计	2535	2960	3178	3487	3819
流动负债	721	711	806	946	1118
短期借款	338	203	300	400	500
应付账款	148	144	178	224	287
预收账款	18	30	36	34	43
其他	217	334	292	289	288
长期负债	66	637	596	546	446
长期借款	35	0	0	0	0
其他	31	637	596	546	446
负债合计	787	1348	1401	1492	1564
股本	352	704	704	704	704
资本公积金	747	71	71	71	71
留存收益	472	646	794	992	1229
少数股东权益	178	191	209	228	252
母公司所有者权益	1571	1421	1568	1767	2003
负债及权益合计	2535	2960	3178	3487	3819

现金流量表

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	129	188	221	218	209
净利润			253	304	377
折旧摊销			115	105	94
财务费用			23	20	18
投资收益			(20)	(25)	(30)
营运资金变动			(170)	(208)	(279)
其它			19	23	28
投资活动现金流	(58)	(515)	(79)	(65)	(55)
资本支出			(50)	(45)	(35)
其他投资			(29)	(20)	(20)
筹资活动现金流	272	363	(89)	(51)	(129)
借款变动			62	100	100
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(106)	(106)	(141)
其他			(45)	(45)	(88)
现金净增加额	343	36	54	103	25

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1892	2123	2541	3117	3910
营业成本	695	725	891	1121	1436
营业税金及附加	25	29	36	44	55
营业费用	784	896	1072	1309	1627
管理费用	190	207	241	290	356
财务费用	25	21	23	20	18
资产减值损失	(3)	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	16	91	20	25	30
营业利润	192	334	295	356	447
营业外收入	54	24	24	24	24
营业外支出	6	9	10	11	12
利润总额	241	349	309	369	459
所得税	30	43	39	46	57
净利润	210	306	271	323	401
少数股东损益	15	26	18	19	24
母公司所有者净利润	195	280	253	304	377
EPS (元)	0.28	0.40	0.36	0.43	0.54

主要财务比率

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
年成长率					
营业收入	35%	12%	20%	23%	25%
营业利润	84%	74%	-12%	21%	25%
净利润	93%	44%	-10%	20%	24%
获利能力					
毛利率	63.2%	65.8%	64.9%	64.0%	63.3%
净利率	10.3%	13.2%	10.0%	9.8%	9.6%
ROE	12.4%	19.7%	16.1%	17.2%	18.8%
ROIC	9.0%	16.8%	13.4%	13.8%	14.8%
偿债能力					
资产负债率	31.0%	45.5%	44.1%	42.8%	40.9%
净负债比率	14.7%	8.0%	9.4%	11.5%	13.1%
流动比率	2.0	2.4	2.4	2.4	2.4
速动比率	1.7	1.9	1.9	1.9	1.9
营运能力					
资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0
存货周转率	3.0	2.5	2.4	2.6	2.7
应收账款周转率	8.9	10.0	10.7	11.1	11.2
应付账款周转率	5.0	5.0	5.5	5.6	5.6
每股资料(元)					
每股收益	0.28	0.40	0.36	0.43	0.54
每股经营现金	0.18	0.27	0.31	0.31	0.30
每股净资产	2.23	2.02	2.23	2.51	2.85
每股股利	0.20	0.15	0.15	0.15	0.20
估值比率					
PE	31.8	22.1	24.5	20.4	16.4
PB	3.9	4.4	3.9	3.5	3.1
EV/EBITDA	19.4	12.9	12.4	11.1	9.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

李珊珊 CPA，厦门大学工商管理硕士，全国工商联医药业商会医药工业委员会副秘书长，中国成长型医药企业发展论坛副秘书长，5 年证券从业经验，注册会计师（CPA）。2010 年加入招商证券，目前为招商证券医药行业首席分析师。

徐列海，中山大学金融学硕士，生物技术、会计双学士，2009 年加入招商证券，任医药行业分析师。

杨烨辉，中山大学国际工商管理硕士，曾就职于江中制药集团和默沙东制药（Merck），2 年医药行业从业经验，1 年半证券投资经验。2011 年加入招商证券，任医药行业分析师。

廖星昊 CIIA，上海财经大学金融数学与金融工程硕士，武汉大学生命科学与技术基地班学士，1 年股权投资经验，注册国际投资分析师（CIIA）。2010 年加入招商证券，任医药行业分析师。

张同，天津大学制药工程系硕士，2 年医药行业经验，2011 年 3 月加入招商证券，任医药行业分析师。

团队荣誉：2011 年新财富最佳分析师第 3 名，证券业金牛分析师第 2 名，卖方分析师水晶球奖第 3 名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。