

# 康恩贝 (600572. sh)

## 内生性增长和外延式收购成就业绩高增长

葛峰 医药行业 研究员

电话: 020-87555888-340

eMail: gz2@gf.com.cn

### 业绩超过预期

2007 年营业收入比 2006 年增加 4.08 亿元, 同比增长 49%, 净利润比 2006 年增加 4924 万元, 同比增长 87.58%。实现摊薄后的每股收益 0.589 元。

### 各个主营业务板块保持平稳增长

内生性增长——“前列腺康”平稳增长, 其他植物药产品恢复性增长。

外延式增长——增发收购的新华康恩贝保持稳定增长态势。

国际业务取得新的突破进展。

### 盈利预测与投资评级

2008~2010 年公司主营业务收入增长率为 22%、22%和 23%, 净利润增长率为 22%、21.6%和 25.8%, 实现每股收益 0.720 元、0.875 元和 1.10 元。我们给予买入的投资评级。

### 风险提示

1、外延式收购具有不确定性, 收购后资源整合的成果还需要进一步跟踪。2、老产品的销量放缓, 新产品的推广慢于预期, 产品梯队建设过程中将使公司业绩增长缓慢。

### 预测及评估

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	829.92	1237.59	1512.76	1845.54	2271.90
EBITDA(百万元)	138.93	207.17	253.24	308.95	380.32
净利润(百万元)	56.76	112.83	137.80	167.51	210.73
净利润增长率	30.10%	98.78%	22.13%	21.56%	25.80%
每股收益(元)	0.410	0.589	0.720	0.875	1.101
市盈率	19.98	41.09	33.61	27.65	21.98
市净率	2.00	5.15	4.68	4.21	3.72
EV/EBITDA	11.86	21.03	17.20	14.10	11.45
每股红利(元)	0.23	0.25	0.30	0.35	0.40
股息率(%)	2.81	1.03	1.24	1.45	1.65

来源: 浙江康恩贝制药股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格(元)	24.20
目标价格(元)	29.00
前次评级	无评级

### 股价走势

康恩贝(600572)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	7.19%	27.08%	128.79%
上证综指	-9.86%	-19.88%	41.13%

### 股票数据

总股本(万股)	18,000.00
流通 A 股(万股)	8,238.25
主要股东:	

康恩贝集团有限公司

主要股东持股比例	47.43%
流通 A 股比例	45.77%

### 财务比率

ROE	10.09%
ROA	4.52%
资产负债率	44.79%
每股净资产(元)	4.70

2007 年报数据

## 2007年业绩回顾

### 业绩超过预期

根据经审计的（按照新会计准则调整后）相关指标，2007年度，公司完成主营业务收入12.38亿元，同比下降3.26%，若剔除合并报表口径变化因素，营业收入同比增长6.24%；实现营业利润1.23亿元，同比增长39.91%，实现净利润1.06亿元，同比增长25.73%。

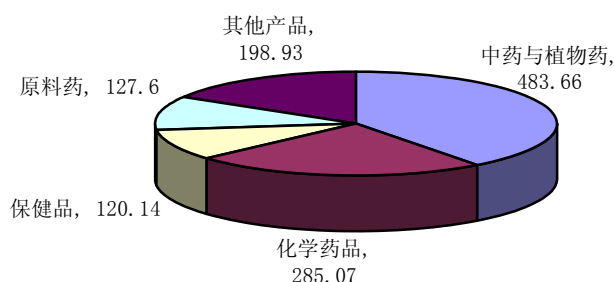
若与公司2006年度报告披露的未按照新会计准则调整前的指标相比，2007年营业收入比2006年增加4.08亿元，同比增长49%，净利润比2006年增加4924万元，同比增长87.58%。实现摊薄后的每股收益0.589元。

公司拟每10股送红股2股并派送1.5元(含税)，同时以资本公积金向全体股东10转增6。

### 各个主营业务板块保持平稳增长

公司的主营业务包括中药与植物药、化学药品与原料药、保健品三大部分。

图1：2007年公司主营业务构成（单位：百万元）



数据来源：WIND资讯

### 内生性增长——“前列康”平稳增长，其他植物药产品恢复性增长

公司的主导产品天然植物药“前列康普乐安片”是国家中药保护品种，依靠强大的品牌优势，销售保持平稳增长的态势，同时新市场的开拓也取得一定进展，开始进入一些城市的社区医疗服务市场。

“天宝宁牌银杏叶片”、可达灵片等实现了恢复性的增长。

“天保康牌葛根素注射液”是处方药，由于受到国家药监局不良反应监控和鱼腥草注射剂事件的影响，2006年的销售下降50%以上，2007年也呈现逐渐回升的趋势。

子公司佐力药业的乌灵胶囊产品在北京、上海等重点市场的开拓进展也比较顺利，销售收入快速增长。

### 外延式增长——增发收购的新华康恩贝保持稳定增长态势

2007年9月，公司定向增发收购金华康恩贝97%的股权。金华康恩贝2007年实现销售收入3.8亿元，实现净利润3100余万元，为上市公司每股

收益贡献0.167元。

以金华康恩贝公司为主组成的化学药品事业部在制剂和特色原料药业务方面继续保持平稳增长态势。主导产品“金奥康”奥美拉唑销售突破亿元，“阿乐欣”冻干粉针剂在近两年与多家产品的竞争过程中销量继续增长，巩固和保持了市场龙头地位：化学原料药年销售收入1.4亿元，出口继续增长，年自营出口额达到4200万元。

### 国际业务取得新的突破进展

公司主导产品前列康通过与国外经销商合作以自主品牌进入东欧市场，市场销售开始快速增长。金华康恩贝公司的奥美拉唑制剂（金奥康）通过了欧盟C-GMP认证后，已经开始出口德国，实现了主要制剂产品出口国际药品主流市场的突破。

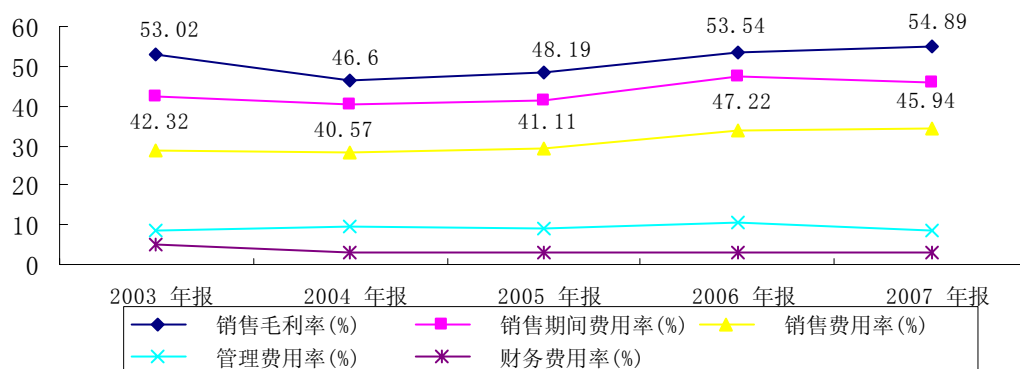
同时，金华康恩贝的大观霉素生产线在年内顺利通过了美国FDA现场认证检查，在经过进一步整改后有望取得认证资格，将为今后该产品顺利进入美国市场创造条件。

### 盈利水平和能力逐年提高

2007年能源、中药材、辅料等原材料涨价，而药品面临着继续降价的压力，公司通过原辅料招标议价采购、工艺改进、合理安排生产、加强能耗控制、加强预算管理等措施，严格控制各项成本费用；销售部门加强营销管理，及时根据市场变化调整促销策略，调整优化市场费用投入。

2007年，公司各部门降本降费额累计达2000多万元，促进了公司整体盈利水平和能力的提高。整体销售毛利率为54.89%，2006年同期为53.54%，提升了1.35个百分点。三项费用率为45.94%，比去年同期下降了1.28个百分点。

图2：公司近五年盈利指标



数据来源：WIND资讯

## 2008年经营展望

### 医药行业挑战与机遇并存

2008年是“十一五”规划的承上启下之年，也是医药行业迎来发展大好机会的一年。酝酿多年的新医疗体制改革方案即将出台，标志全民医保

体系进入全面建设的新阶段，国家将持续大幅度增加对新型农村合作医疗和城镇职工医疗及城市居民医疗保障体系的建设投入，这将使国内医疗和药品市场大幅度扩容，为医药行业发展提供了难得的好机会。

同时，加强监管与规范药品生产经营活动的政策和节能减排以及产业结构调整政策的力度仍然较强。这将促使目前行业集中度较低的药品行业加快优胜劣汰，加快并购与整合的步伐，为优势企业通过内涵与外延式发展相结合而做大做强提供了良好的发展机遇。

## 2008年公司经营计划

公司表示，将以现代植物药为核心主导业务，以特色化学药和保健品业务为两翼，努力打造成为国内现代植物药旗舰企业。

2008年，公司将利用产品经营和资本经营，立足抓好现有业务板块的内生性增长，加大对符合公司战略的药业企业的并购重组，推动企业经营和业绩的继续保持较快发展。2008年康恩贝营业收入计划实现13亿元，经营成本费用力争控制不超过12亿元。

## 各个事业部任务明确

公司进行资源整合后，分为植物药事业部、化学药品事业部、保健品及饮片事业部、植物提取物事业部。

2008年，植物药事业部重点抓好前列康产品的营销工作，开拓新市场、实现新突破。继续推进天宝宁规模医院及基层终端上量。尽快启动可达灵品牌营销。

化学药品要积极推广销售新模式，做深做透浙江市场；加强对基层医院和医生的学术推广，扩大市场和销售规模；积极参与农村合作医疗和城市社区医疗服务市场开发。化学原料药要抓住国际分工转移和价格回升的机遇，努力扩大国际国内市场区域。

保健品与饮片业务，重点突出以天然植物提取物为载体的补益品种，并尝试开发季节性的养生保健食品。

植物提取物方面，以银杏提取物为龙头，争取开发附加值高、市场潜力大的新品种；加强与欧、美、日等现有客户的合作，扩大单品种的出口量。

## 盈利预测与投资评级

### 盈利预测前提

1、2008~2010年保健品增长较快，增速为50%以上；化学药品、原料药和其他产品与医药行业保持18~20%左右的增幅；中药与植物药保持15%左右的增长。各个板块的毛利率基本保持稳定。

2、公司费用控制良好，三项费用率保持稳定。

3、做为国家重点扶持的高新企业，所得税率为15%。

### 投资评级

按照上述盈利预测假设，2008~2010年公司主营业务收入增长率为22

%、22%和23%，净利润增长率为22%、21.6%和25.8%，实现每股收益0.720元、0.875元和1.10元。对应2008年3月11日24.20元的收盘价，动态市盈率为33.6、27.7和22倍。

公司平稳的内生性增长为业绩的稳定带来了保障，外延式收购的金华康恩贝也具有较好的盈利能力，公司股价目前处于医药股估值的安全边界，我们给予“买入”的投资评级。

表1：盈利预测（单位：百万元）

	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
一、营业总收入	866.41	829.92	1237.59	1512.8	1845.54	2271.90
营业收入	866.41	829.92	1237.59	1512.8	1845.54	2271.90
二、营业总成本	813.81	786.96	1146.39	1390.6	1685.46	2055.98
营业成本	448.85	385.57	558.27	677.57	815.52	985.06
营业税金及附加	8.8	9.49	14.76	18.042	22.01	27.10
销售费用	252.57	278.98	426.75	521.64	636.38	783.41
管理费用	78.55	89.09	103.46	126.46	154.28	189.93
财务费用	25.02	23.83	38.4	46.938	57.26	70.49
三、营业利润	48.63	44.01	123.46	150.12	185.08	235.92
营业外收入	0.94	1.39	39.56	15	15.00	15.00
营业外支出	1.57	2.48	5.13	3	3.00	3.00
四、利润总额	68.88	78.06	157.89	162.12	197.08	247.92
所得税	21.71	16.57	45.06	24.317	29.56	37.19
五、净利润	47.17	61.49	112.83	137.8	167.51	210.73
归属母公司净利润	43.63	56.76	106.13	129.62	157.57	198.22
六、每股收益(元)	0.32	0.41	0.589	0.720	0.875	1.101

数据来源：广发证券发展研究中心

## 风险提示

1、外延式收购具有不确定性，收购后资源整合的成果还需要进一步跟踪。

2、老产品的销量放缓，新产品的推广慢于预期，产品梯队建设过程中将使公司业绩增长缓慢。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。



## 相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

## 免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。