

分析师：涂羚波
执业证书编号：S0050208010103
Tel：010-59355910
Email：tulb@chinans.com.cn
地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)

康恩贝 (600572. SH)

产品结构调整和外延式并购推动公司成长

投资要点

●**业绩实现大幅增长。**公司2010年实现营业收入17.99亿元，同比增长27.93%，实现利润总额22,894.67万元，同比增长87.48%，实现归属于母公司的净利润18,552.72万元，同比增长83.3%，基本每股收益0.56元，同比增长80.65%，扣除非经常损益后的净利润15,202.24万元，同比增长64.35%，每股收益0.56元，分配预案每10股送红股2股并转增8股派现金红利1元(含税)。

●**盈利增长来源于收入增长和产品结构调整带来的毛利率提升。**报告期内公司收入增长近28%，但期间费用率同比上升了2.78个百分点，由于综合毛利率大幅提升4.78个百分点，同时公司收到土地补偿收入形成的收益2,700万元也增厚了业绩，使得净利润的增长仍然大大高于收入的增幅。综合毛利率的提升得益于公司产品结构的调整，高毛利率的品种占比逐渐增大。我们认为未来这种趋势仍会延续。

●**大品牌经营战略已见成效。**2010年公司完成了“康恩贝”、“前列康”、“天保宁”、“金奥康”、“珍视明”等主要品牌的发展规划和品类规划。通过组织实施上述品牌规划，相关品牌产品的销售出现较大幅度增长，其中“金奥康”产品增长42%，“前列康”、“天保宁”等增长均超过20%，收入规模已分别接近3亿元和1亿元。与此同时，各经营团队加大新产品销售力度，必坦(坦索罗欣)、唐贝克(格列吡嗪缓释胶囊)、金康速力(乙酰半胱氨酸泡腾片)、汉防己甲素等均实现成倍增长，有望成为第二代上规模产品。

医药生物

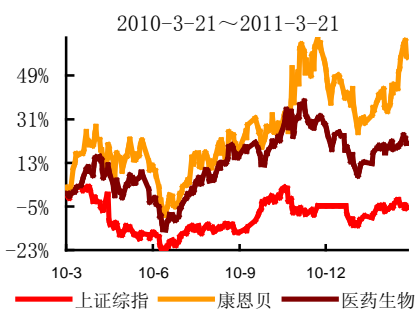
投资评级

本次评级：	谨慎推荐
跟踪评级：	未评级
目标价格：	24.85

市场数据

市价(元)	21.40
上市的流通A股(亿股)	2.58
总股本(亿股)	3.52
52周股价最高最低(元)	12.12-23.3
上证指数/深证成指	2906.89/12721.99
2010年股息率	1.33%

52周相对市场表现



相关研究

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1799	2050	2407	2828
增长率(%)	27.93	13.95	17.40	17.49
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	185.53	248.89	328.99	411.35
增长率(%)	83.30	34.15	32.19	25.03
毛利率(%)	61.65	65.79	67.33	68.04
净资产收益率(%)	12.06	13.92	15.54	16.27
EPS(元)	0.53	0.71	0.94	1.17
P/E(倍)	40.58	30.25	22.88	18.30
P/B(倍)	5.68	4.63	3.79	3.12

来源：公司年报、民族证券

● **整合和并购仍是看点。**康恩贝集团承诺的旗下医药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也有望 2012 年底前注入，届时将进一步提高公司的盈利能力，减少关联交易。同时，外延式并购进程仍将继续，共同推进公司未来成长。

● **给予“谨慎推荐”评级。**预计公司 2011、2012、2013 年分别实现净利润 2.49 亿元、3.29 亿元、4.11 亿元，同比分别增长 34.15%、32.19%、25.03%，每股收益 0.71 元、0.94 元、1.17 元，对应动态市盈率分别为 30.25 倍、22.88 倍、18.30 倍。给予公司 11 年 35 倍动态市盈率估值，合理价位 24.85 元。公司估值在医药板块中处于较安全水平，给予“谨慎推荐”评级。

表 1：公司收入和毛利预测

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
现代植物药	84550	104419	127391	152870
增长率 (%)	49.72%	23.50%	22.00%	20.00%
毛利率 (%)	73.51%	73.51%	73.51%	73.51%
化学药品	48384	60480	73786	88543
增长率 (%)	52.88%	25.00%	22.00%	20.00%
毛利率 (%)	75.10%	75.10%	75.10%	75.10%
保健品	7897	7897	7897	7897
增长率 (%)	-20.06%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率 (%)	78.07%	78.50%	78.50%	78.50%
原料药	18374	19844	21432	23146
增长率 (%)	8.68%	8.00%	8.00%	8.00%
毛利率 (%)	22.32%	25.00%	25.00%	25.00%
其他产品	20065	11638	9310	9310
增长率 (%)	-18.03%	-42.00%	-20.00%	0.00%
毛利率 (%)	9.08%	9.08%	9.08%	9.08%
总收入	179270	204278	239816	281766
增长率 (%)	27.93%	13.95%	17.40%	17.49%
营业成本率	38.35%	34.21%	32.67%	31.96%
毛利率 (%)	61.65%	65.79%	67.33%	68.04%

数据来源：民族证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1455	1807	2282	2874
现金及等价物	672	945	1283	1707
应收帐款	469	535	628	738
存货	243	247	277	318
其它流动资产	71	80	94	111
非流动资产	1000	1293	1349	1531
长期股权投资	132	132	132	132
固定资产及其他	662	923	963	1131
投资性房地产	0	0	0	0
无形资产	193	226	241	255
其它非流动资产	13	13	13	13
资产总计	2455	3101	3631	4405
流动负债	682	688	730	789
短期借款	338	338	338	338
应付帐款	142	144	161	186
其它流动负债	202	206	231	265
非流动负债	65	428	559	830
长期借款	35	397	524	790
其它非流动负债	30	31	35	40
负债合计	747	1115	1289	1618
少数股东权益	177	198	225	259
归属于母公司所有者权益	1539	1788	2117	2528
负债和股东权益	2463	3101	3631	4405

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	170	285	358	448
净利润	201	269	356	445
资产减值准备	-3	0	0	0
折旧和摊销	65	69	72	83
公允价值变动损失	0	0	0	0
财费用	20	21	24	28
营运资本变动	-97	-74	-95	-109
投资收益	-16	0	0	0
投资活动现金流	-102	-362	-128	-265
资本支出	-105	-362	-128	-265
其它	3	0	0	0
融资活动现金流	292	342	107	242
权益性融资	368	0	0	0
负债净变化	-55	362	131	271
财务费用	-20	-21	-24	-28
现金净增加额	360	265	338	424
期初现金余额	320	680	945	1283
期末现金余额	680	945	1283	1707

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1799	2050	2407	2828
营业成本	690	701	786	904
营业税金及附加	23	26	30	35
销售费用	732	820	963	1131
管理费用	173	195	217	240
财务费用	20	21	24	28
资产减值损失	-3	0	0	0
公允价值变动净	0	0	0	0
投资净收益	16	0	0	0
营业利润	181	288	387	489
营业外收入	54	20	20	20
营业外支出	6	0	0	0
利润总额	229	308	407	509
所得税	28	38	51	64
净利润	201	269	356	445
少数股东损益	15	21	27	34
归属于母公司所	186	249	329	411
EBITDA	181	308	411	517
EPS (元)	0.53	0.71	0.94	1.17

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	27.9%	13.9%	17.4%	17.5%
营业利润	72.6%	59.5%	34.4%	26.3%
归属母公司净利	83.3%	34.2%	32.2%	25.0%
获利能力				
毛利率	61.7%	65.8%	67.3%	68.0%
净利率	10.3%	12.1%	13.7%	14.5%
ROE	12.1%	13.9%	15.5%	16.3%
ROIC	4.8%	9.8%	11.1%	11.4%
偿债能力				
资产负债率	30.4%	36.0%	35.5%	36.7%
流动比率	2.1	2.6	3.1	3.6
速动比率	1.8	2.3	2.7	3.2
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.6
应收帐款周转率	3.8	3.8	3.8	3.8
应付帐款周转率	4.9	4.9	4.9	4.9
每股指标(元)				
每股收益	0.53	0.71	0.94	1.17
每股经营现金	0.48	0.81	1.02	1.27
每股净资产	4.37	5.08	6.02	7.19
估值比率				
P/E	40.6	30.2	22.9	18.3
P/B	5.7	4.6	3.8	3.1
EV/EBITDA	32.1	18.9	14.2	11.3

分析师简介

西安交通大学硕士，曾就职于江中制药集团和某大型投资管理公司，具备8年医药行业的从业经验，以及8年证券行业的研究和投资经验，善于从投资的视角和公司基本面两方面挖掘公司的投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，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。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%—20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn