

康恩贝（600572）：营销体系建设渐显成效

增持（维持）

医药行业/中药

当前股价：13.91 元

报告日期：2010 年 3 月 1 日

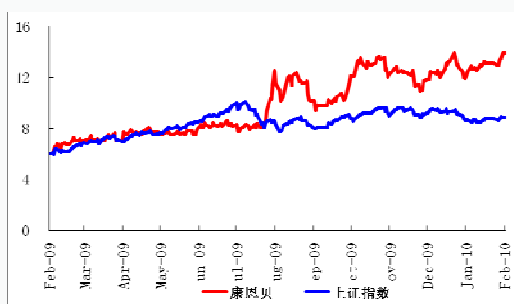
主要财务指标（单位：百万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1407	1940	2364	2921
(+/-)	28.46%	37.95%	21.83%	23.55%
营业利润	105	177	220	282
(+/-)	139.60%	69.22%	24.48%	28.07%
归属于母公司的净利润	101	165	186	237
(+/-)	10.05%	62.83%	13.03%	27.09%
每股收益（元）	0.31	0.51	0.57	0.73
市盈率（倍）	45	27	24	19

公司基本情况（2009 年 12 月 31 日止）

总股本/非限售流通股（万股）	32,400/16,867
流通市值（亿元）	23.46
每股净资产（元）	3.08
资产负债率（%）	40.49

股价表现（最近一年）



联系人 天相医药组 匡伟

021-58824282-822 kuangw@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2009 年报显示，公司全年实现营业收入 14.06 亿元，同比增长 28.46%；实现营业利润 1.05 亿元，同比增长 139.60%；归属于母公司净利润 1.01 亿元，同比增长 10.05%；实现每股收益 0.31 元。分配预案为每 10 股派 1.50 元（含税）。
- **合并江西天施康，营业收入快速增长。**2009 年，公司将天施康纳入合并报表（持股 50.88%，合并 5 个月）。医药工业实现收入 11.97 亿元，同比增长 43.33%。医药商业实现收入 1.96 亿元，同比减少 17.53%。原任职三九医药的岳星先生 2007 年开始任职康恩贝销售公司总经理，公司 2008 年开始对植物药销售进行调整，目前已基本完成调整，未来植物药有望保持健康快速的成长。
- **过亿产品将达到 9 个。**2010 年公司有望拥有 9 个过亿品种：主要为前列康、天宝宁、夏天无、肠炎宁、珍视明、阿米卡星原料药、阿乐欣、金奥康（奥美拉唑）、元邦胶囊（保健品）。
- **增长来自价格的提升和销售终端的扩展。**前列康 2009 年将价格上调了 4%，未来仍有提价空间。销售终端的扩展主要聚集在第三终端的开拓，随着医改的推进，第三终端占整个医药市场的比例将逐渐增大，公司销售体系调整正好迎合医药环境的变化。
- **股价催化剂。**公司参股公司佐力药业（参股 26%）于 2009 年 12 月进行了上市前环保公示，若 2010 年佐力药业能成功上市，将对公司的股价有较大的刺激。公司拟以不低于 9.86 元/股定向增发不超过 4600 万股，募集约 4.23 亿元用于基本药物目录产品扩产、销售体系建设以及银杏叶种植基地建设项目。募集资金项目的建设有利于公司长期稳健发展。
- **盈利预测和评级：**我们预测公司 2010-2012 年的每股收益分别为 0.51 元、0.57 元、0.73 元，对应上一个交易日 13.91 元的收盘价，对应的动态市盈率分别为 27 倍、24 倍、19 倍。公司合并江西天施康后收入大幅增长，营销体系调整后植物药增长潜力大，主打产品成功提价，参股公司有望年内上市，综合考虑，我们仍然维持对公司“增持”的投资评级。

图表 1：分产品预测

单位:万元	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
1. 现代植物药						
收入	48365	31228	54671	90207	110053	137566
收入增长率		-35.43%	75.07%	65.00%	22.00%	25.00%
2. 化学药品						
收入	28507	25975	31648	38611	47877	59846
收入增长率		-8.88%	21.84%	22.00%	24.00%	25.00%
3. 化学原料药						
收入	12759	14040	16906	20287	24548	29948
收入增长率		10.04%	20.41%	20.00%	21.00%	22.00%
4. 保健品及其他						
收入	31906	36085	37442	44930	53916	64700
收入增长率		13.10%	3.76%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源：公司公告、天相投顾

图表 2： 康恩贝（600572）盈利预测（万元）

单位：万元	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	109,492	140,654	194,035	236,394	292,060
增长率(%)	-11.53	28.46	37.95	21.83	23.55
减：营业成本	51,596	60,660	77,962	94,513	115,772
毛利率(%)	52.88%	56.87%	59.82%	60.02%	60.36%
营业税金及附加	1,323	1,706	2,328	2,837	3,505
减：营业费用	38,788	54,143	75,674	92,194	113,903
管理费用	9,627	12,046	17,463	21,275	26,285
财务费用	2,852	2,257	2,911	3,546	4,381
期间费用率(%)	46.82	48.66	49.50	49.50	49.50
资产减值损失	351	982	0	0	0
加：公允价值变动净收益	-79	10	0	0	0
加：投资收益	-509	1,589	0	0	0
营业利润	4,365	10,458	17,698	22,030	28,213
增长率(%)	-64.65	139.60	69.22	24.48	28.07
营业外收入	6,671	2,337	2,700	1,000	1,000
减：营业外支出	260	583	200	200	200
利润总额	10,776	12,212	20,198	22,830	29,013
增长率(%)	-31.75	13.33	65.39	13.03	27.09
利润率(%)	9.84	8.68	10.41	9.66	9.93
减：所得税	1,515	1,692	3,030	3,424	4,352
实际税负比率	14	14	15	15	15
净利润	9,260	10,520	17,168	19,405	24,661
归属于母公司的净利润	9,197	10,122	16,481	18,629	23,675
同比增长	-13.34	10.05	62.83	13.03	27.09
净利润率(%)	8.40	7.20	8.49	7.88	8.11
少数股东损益	63	398	687	776	986
总股本	32,400	32,400	32,400	32,400	32,400
每股收益(元)	0.28	0.31	0.51	0.57	0.73

资料来源：公司公告、天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路 28 号舜华园小区朝 3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002