

方正证券研究所

分析师：翁佳燕

电话：(86571)87782131

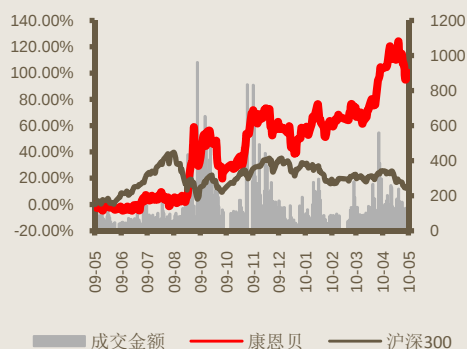
电邮：wengjiayan@foundersc.com

联系人：傅敏

电话：(86571)85832274

电邮：fumini@foundersc.com

历史表现



市场数据

	本月	近三月	近六月
涨跌幅 (%)	7.43	21.11	15.39
相对于大盘涨跌幅 (%)	16.53	23.29	22.09

盈利预测

	09A	10E	11E
每股收益 (元)	0.31	0.53	0.63
营业收入 (亿元)	14.07	18.68	22.05

请务必阅读最后特别声明与免责条款

康恩贝(600572)调研简报

公司研究 · 投资报告
2010.4.30 增持

投资要点

4月28日我们调研了康恩贝，公司财务总监和销售经理接待了我们。

公司经营稳健，09年营收达到14.1亿元，同比增长28.5%，净利润约1亿，同比增长10%。公司10年一季度业绩大幅增长，营收达4.38亿元，同比增长50%，净利润为3452万元，同比增长70%，大幅增长主要是江西天施康并表以及保健品在一季度是销售旺季。预计公司全年净利润将实现50%的增长。

1、主营业务

植物药：公司植物药品种十分丰富，公司的主打产品前列康之前一直是OTC销售，进入基本药物目录后开始进入医药，10年销售增长20-25%，天保宁升级为金天保宁后，药物含量有所上升，虽短期内会一定程度上影响毛利率，但公司正申请单独定价，获批后毛利率有望进一步提升，金天保宁增速在23%左右，天施康的肠炎宁、夏天无等产品今年都有望过亿。预计10年公司植物药整体增速在20-25%。

化学药：09年公司化学药的增长超出预期，整体实现了21.83%的增长，阿乐欣、阿米卡星、金奥康的销售输入都在1.2亿元以上。分品种来看，阿乐欣公司一直保持较高的市场份额，10年将维持10%左右的增长，金奥康销售情况良好，一季度增长近30%，该产品目前的市场主要集中在浙江地区，是浙江省奥美拉唑药物第一品牌，该产品已获批可在国外销售，但目前量比较小，主要在欧洲地区。目前金奥康已实现单独定价，在与法国安德拉公司合作后，在剂型上有所创新，预计金奥康全年有望实现较高的增速。

保健品：公司保健品主要是元邦和贝贝，保健品业务公司也尝试着向浙江省外发展，但由于各地保健理念差异及市场竞争激烈，公司在省外的销售情况不理想，部分处于亏损状态，因此公司目前已将保健品定位于浙江市场，在原有基础上保持平稳增长，09年保健品营收为0.99亿元，毛利率为21.90%，10年将基本维持上述水平，扣除省外市场亏损后10年有望超过1亿元。另外，公司也在结合在中药方面的优势积极研发功能性饮料产品，功能性饮品市场前景广阔。

总体来看，公司目前产品比较多，今年过亿产品可能会有7-9个，夏天无，天保宁，原料药（硫酸阿米卡星）等将晋级1亿级别。

2、营业外收入

公司土地处置收入仍有2700万元尚未确认，这笔收入预计能在10年上半年确认，这将增加公司营业外收入2700万元，增厚每股收益0.083元，对增厚公司的业绩有积极的意义。

公司目前持有佐力药业26%的股权，初始投资成本为33,997,825元，09年收到现金分红3,601,166元，长期股权投资成本为49,142,066元，目前持股数量为3120万股，合计每股成本为1.575元。目前佐力药业IPO项目已上报材料，若成功上市，将极大地增厚公司每股收益。

公司目前持有江西天施康51%，有进一步增持的计划，主要问题在于江西省国资委，我们仍将密切关注公司这方面的进展。

另外集团公司已经大部分医药资产注入到股份公司，目前尚存两家医药类子公司：云南希陶和英诺珐，希陶主要从事医药工业，英诺珐主要从事医药商业，这两家子公司目前整体盈利未到集团盈利要求，若达到集团的盈利要求，集团则会考虑将这两家子公司注入到股分公司中。

3、营销改善

公司共49个产品进入基本药物目录，市场扩容明显，销售额预计将明显增长。如前列康出现了下游厂家开始主动向公司要货的现象。

公司的营销团队按产品线设置，如前列康团队、天保宁团队、珍视明团队等，前期投入较大，且存在人员流失的风险，目前公司的产品大部分市场局限在浙江和周边地区。09年公司建立了一套3年滚动考核激励机制，将销售团队的考核指标与连续3年的业绩相挂钩，对每年超利润指标部分，按一定比例，由大股东从持股股权收益中奖励给销售团队，实现股东和经营团队的共赢。公司预计将销售队伍扩大到1000人，销售从终端、渠道、社区三条路径铺开，新增人员主要分配到销售公司，社区医疗等，并加强处方药市场的开发维护。据了解公司目前自己管控的药店近1万多家，其中全国的知名药店大概300来家。由于基本药物目录中限定的价格高于之前的价格，公司的部分产品存在着提价空间。

同时，公司调整了品牌战略，包括宣传前列康“预防治疗并重”，宣传银杏叶（天保宁）心脑血管保健功能，推动市场关注药品的保健属性，对提高公司估值有一定意义。

4、公司定向增发募集资金4.23亿

公司2009年11月2日推出定向增发方案，拟以不低于9.86元/股的价格发行不超过4600万股，募集资金不超过42,300万元，用于基本药物目录产品扩产、医疗营销网络及推广体系建设和银杏叶种植基地建设三大项目。

基本药物目录产品扩产项目拟以公司现所在的康恩贝（兰溪）现代植物药产业园为基础，通过更新扩产，增加年产片剂20亿片，胶囊10.2亿粒，针剂1亿支，乳膏剂1000万支的生产能力，该项目投资额约需24,500万元。

医疗营销网络及推广体系建设项目是在新医改重点推进基层医疗服务保障体系包括社区医疗及农村医疗体系发展的基础上，建立基于医疗机构的医疗营销网络及推广体系，项目预计总投资9,100万元。

银杏叶种植基地建设项目主要包括2,000亩的银杏种苗基地兼GAP示范性种植基地和有关配套设施建设，预计总投资8,700万元。

若募集资金项目实施，将有效提升公司的医药生产能力和销售能力，

并且成本控制能力得到优化,为保证公司的可持续发展提供有力保障。2010年公司新的业绩增长点可以关注江西天施康及新募集资金项目产生的能效。

5、投资建议。

综合来看,公司品种优势突出,营销成效明显,未来良好增长势头可期。预计公司10-12年的EPS分别为0.53、0.63和0.80元(未考虑募集资金新投产项目),按照10年35倍PE给予公司目标价18.55元,维持推荐评级。

图表1 各类产品销售盈利预测

	单位: 百万	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
植物药	收入	312.28	564.71	838.03	1024.51	1253.11
	增长率	-35.43%	80.84%	48.40%	22.25%	22.31%
	毛利率	70.12%	73.97%	72.00%	72.00%	71.00%
	成本	93.31	146.98	234.65	286.86	363.40
前列康	收入	220.83	265	331.25	397.5	477
	增长率		20%	25.00%	20.00%	20.00%
天保宁	收入		70	86.1	103.32	123.984
	增长率			23.00%	20.00%	20.00%
天保康	收入		18	21.6	24.84	28.566
	增长率			20.00%	15.00%	15.00%
其他	收入		221.71	399.08	498.85	623.56
	增长率			80.00%	25.00%	25.00%
化学药	收入	259.76	316.48	437.25	511.56	600.23
	增长率	-8.88%	21.83%	38.16%	17.00%	17.33%
	毛利率	76.77%	78.75%	78.00%	77.00%	76.00%
	成本	60.35	67.24	96.20	117.66	144.06
阿乐欣	收入		125	137.5	151.25	166.375
	增长率			10%	10%	10%
金奥康	收入		120	156	195	243.75
	增长率			30%	25%	25%
阿米卡星	收入		125	143.75	165.31	190.11
	增长率			15%	15%	15%
保健品	收入	121.99	98.78	103.72	108.91	114.36
	增长率	1.54%	-19.02%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	78.77%	77.83%	78.00%	78.00%	78.00%
	成本	25.9	21.9	22.82	23.96	25.16
原料药	收入	140.4	169.06	202.87	243.45	292.14
	增长率	10.04%	20.41%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	24.05%	18.30%	18.00%	17.00%	17.00%
	成本	106.63	138.13	166.36	202.06	242.47
其他	收入	238.87	244.79	269.27	296.2	325.81

合计	增长率	20.07%	2.48%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	11.06%	8.89%	9.00%	9.00%	9.00%
	成本	212.45	223.04	245.34	269.88	296.87
	收入	1073.3	1393.83	1851.14	2184.63	2585.65
	增长率	-11.69%	29.86%	32.81%	18.02%	18.36%
	毛利率	53.54%	57.15%	58.65%	58.78%	58.54%
	成本	498.64	597.28	765.36	900.42	1071.96
	收入构成					
	中药与植物药 (%)	28.52%	40.15%	45.27%	46.90%	48.46%
	化学药品 (%)	23.72%	22.50%	23.62%	23.42%	23.21%
	其他产品 (%)	21.82%	17.40%	14.55%	13.56%	12.60%
	原料药 (%)	12.82%	12.02%	10.96%	11.14%	11.30%
	保健品 (%)	11.14%	7.02%	5.60%	4.99%	4.42%

数据来源：方正证券研究所

图表2 盈利预测表

利润表：					现金流量表：				
科目(百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	科目(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E
营业总收入	1,407	1,868	2,205	2,609	净利润	105	178	214	269
营业成本	607	767	901	1,073	折旧与摊销	66	38	44	52
营业税金及附加	17	22	26	31	财务支出	24	37	3	3
销售费用	541	710	816	939	投资损失	-16	-5	-5	-5
管理费用	120	159	187	222	净营运资本变动	-27	-247	-113	-121
财务费用	23	25	19	22	经营活动现金流	153	1	143	199
资产减值损失	10	5	6	7	资本支出	-107	710	-47	-57
其他经营收益	16	5	5	5	其它投资	28	5	5	5
营业利润	105	186	254	320	投资活动现金流	-79	715	-42	-52
利润总额	122	210	251	317	股权融资	5	-101	0	0
减 所得税	17	31	38	48	债券融资	490	-317	0	0
净利润	105	178	214	269	股利分配及其它	-73	-37	-3	-3
减 少数股东损益	4	8	9	11	筹资活动现金流	421	-455	-3	-3
归母公司净利润	101	171	205	258	货币资金净变动	495	262	98	144
资产负债表：					主要财务比率：				
科目(百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	科目(百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	316	578	676	820	成长能力 (YOY)				
应收账款	221	252	298	339	营业收入	28.46%	32.81%	18.02%	18.36%
预付账款	37	46	54	64	营业利润	139.60%	77.65%	36.93%	25.78%
存货	209	243	287	339	归母公司净利润	10.05%	68.50%	20.14%	26.09%
其它	195	247	292	345	盈利能力				
流动资产合计	978	1,366	1,606	1,908	销售毛利率	56.87%	58.97%	59.11%	58.87%
长期股权投资	116	2	2	2	销售净利率	7.20%	9.13%	9.29%	9.90%
固定资产合计	601	147	147	147	ROE	9.17%	20.67%	19.85%	20.02%

长期待摊费用	1	0	0	0	ROIC	7.58%	21.18%	22.66%	23.26%
其它	233	43	46	51	偿债能力				
非流动资产合计	951	192	195	200	资产负债率	7.58%	21.18%	22.66%	23.26%
资产总计	1,928	1,558	1,801	2,107	流动比率	1.36	4.42	4.75	5.08
短期借款	398	107	107	107	速动比率	1.07	3.63	3.90	4.18
应付账款	129	138	162	193	营运能力				
预收款项	13	7	9	10	资产周转率	0.80	1.07	1.31	1.34
其它	180	57	60	65	存货周转率	3.15	3.39	3.41	3.43
流动负债合计	720	309	338	375	应收账款周转率	8.01	7.90	8.02	8.19
长期借款	50	24	24	24	每股指标				
其它	-48	37	0	0	每股收益	0.31	0.53	0.63	0.80
非流动负债合计	2	61	24	24	每股经营现金流	0.47	0.00	0.44	0.61
负债合计	781	333	362	399	每股净资产	3.08	3.29	3.93	4.72
实收资本	324	120	120	120	每股股利	0.20	0.00	0.00	0.00
资本公积	326	429	429	429	估值指标				
留存收益及其它	497	314	528	797	PE	53.94	32.01	26.64	21.13
所有者权益合计	1,147	863	1,077	1,346	PB	5.47	5.12	4.29	3.57
负债和权益总计	1,928	1,196	1,439	1,745	EV/EBITDA	36.64	27.60	21.59	17.32

数据来源：方正证券研究所

图表 3 同类上市公司盈利预测

代码	简称	最新价格 (元)	每股收益 (元)			市盈率		
			09A	10E	11E	09A	10E	11E
000423	东阿阿胶	33.72	0.6784	0.8694	1.1260	56.24	38.79	29.95
000538	云南白药	67.00	1.1300	1.5832	2.0361	59.27	42.32	32.91
000919	金陵药业	12.73	0.4384	0.4668	0.5134	29.04	27.27	24.80
000989	九芝堂	14.77	0.5000	0.5756	0.6867	29.64	25.66	21.51
000999	华润三九	27.60	0.7200	0.8915	1.1056	38.08	30.96	24.96
600466	迪康药业	9.30	0.0837	0.0000	0.1996	111.17	0.00	46.60
600479	千金药业	29.14	0.6013	0.8147	1.0362	48.46	35.77	28.12
600518	康美药业	13.90	0.3090	0.4296	0.5856	46.96	32.36	23.74
600535	天士力	29.40	0.6500	0.8356	1.0353	45.30	35.19	28.40
600557	康缘药业	24.11	0.5000	0.6927	0.8806	48.10	34.81	27.38
600671	天目药业	12.13	-0.4290	0.0000	0.0000	-28.27	0.00	0.00
600750	江中药业	33.49	0.6797	0.8492	1.1123	49.27	39.43	30.11
600572	康恩贝	15.78	0.3100	0.4933	0.6007	50.51	31.99	26.27

数据来源：wind

公司投资评级的说明:

买入: 预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 20%以上;
 增持: 预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 10%—20%;
 中性: 预期未来 6 个月内该公司股价变动幅度在-10%—10%;
 减持: 预期未来 6 个月内该公司股价下跌幅度在 10%以上。

行业投资评级的说明:

增持: 预期未来 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 10%以上;
 中性: 预期未来 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-10%—10%;
 减持: 预期未来 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 10%以上。

特别声明与免责条款:

本报告版权归“方正证券”所有, 未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“方正证券”, 且不得对本报告进行有悖本意的删节和修改。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前使用或了解其中的信息。

	长沙	杭州
地址:	湖南省长沙市芙蓉中路二段 200 号华侨国际大厦 24 楼研究中心 (410015)	浙江省杭州市平海路 1 号方正大厦 (310006)
电话:	(86731) 5832351	(86571) 87782600
传真:	(86731) 5832380	(86571) 87782600
网址:	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com