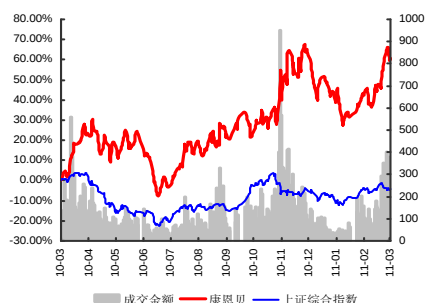


内外并举的品牌扩张之路

2011 年 3 月 18 日

评级：推荐

52 周走势



报告作者

国联证券研究所医药小组

周静

执业证书编号：S0590210100010

联系人

联系人：杨扬 周静

电话：021-38991500-897

0510-82833217

 Email: zhoujing@glsc.com.cn
yangyang@glsc.com.cn

相关报告

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

康恩贝（600572）2010 年年报分析

经营数据：

2010 年度公司实现营业总收入 17.99 亿元，同比上升 27.93%。实现营业利润、利润总额和归属于母公司净利润分别为 1.81 亿元、2.29 亿元和 1.86 亿元，同比增加 72.60%、87.48%和 83.30%，实现每股收益 0.56 元。分配方案：每 10 股送红股 2 股并派送现金红利 1 元（含税），以资本公积每 10 股转增 8 股，业绩高于市场的预期。

分析结论：

➤ **收入维持快速增长，综合毛利率进一步提升。**公司旗下品牌产品金奥康、阿乐欣、前列康、天保宁等产品销售收入大幅增长，其中“金奥康”产品增长 42%，“康恩贝”系列、“前列康”、“天保宁”等增长均超过 20%，同时公司新品如必坦、唐贝克、金康速力等均实现成倍增长，保证了公司产品线未来的高成长性。随着销售扩大规模效益的显现，公司综合毛利率 61.65%，同比增加 4.78 个百分点，其中原料药毛利率同比提升 4.02 个百分点。

➤ **江西天施康并表及土地处置补偿款增厚业绩。**虽然公司销售费用率及管理费用率同比分别提升了 2.19 个百分点及 1.06 个百分点，但是由于公司增持江西天施康股权，2009 年 8 月起纳入合并报表范围，对公司业绩增幅有较大贡献。天施康拥有珍视明滴眼液、夏天无片、肠炎宁等明星产品，借助康恩贝的销售渠道及品牌运作能力，未来增量贡献仍然较大。另外，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，扣除此影响实现利润总额 2.02 亿元，同比仍有 66%的增幅。

➤ **外延扩张内部整合仍是未来主旋律。**作为一个品牌驱动型药企，公司未来外延式扩张的进程会继续加快，同时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，公司收入仍会保持 20-30%的增长势头。

盈利预测：不考虑股本摊薄的影响，我们预测公司 2011-2013 年的 EPS 为 0.64 元、0.79 元、0.94 元，对应的市盈率为 34 倍、27 倍和 23 倍，估值仍有空间，我们给予公司“推荐”的投资评级。

图表1: 公司利润表预测

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万)	1,799.43	2,259.18	2,814.24	3,485.69
营业成本	689.99	851.97	1,062.40	1,323.68
营业税金及附加	22.61	27.66	34.78	42.87
销售费用	732.15	913.58	1124.49	1397.40
管理费用	173.20	215.24	268.76	333.58
财务费用	20.00	15.00	15.00	15.00
资产减值损失	-2.81	0.00	0.00	0.00
投资净收益	16.23	16.00	16.00	16.00
营业利润	180.50	235.73	308.81	373.16
营业外收入	54.08	40	35	35
营业外支出	5.64	0.00	0.00	0.00
利润总额	228.95	275.73	343.81	408.16
所得税	28.12	33.87	42.23	50.13
净利润	200.83	241.87	301.58	358.03
少数股东损益	15.30	18.42	22.97	27.27
归属母公司净利润	185.53	223.44	278.60	330.76
每股收益 (元) (按发行后股本算)	0.56	0.64	0.79	0.94

资料来源: 国联证券研究所

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22 楼

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资 评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 - 10% ~ 10%
行业 投资 评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款:

本报告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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。