

医药生物

2015年01月15日

康美药业 (600518)

——投资新建中国-东盟康美玉林中药产业园，加速中药饮片等产能布局

报告原因：有信息公布需要点评

买入

维持

市场数据：2015年01月14日

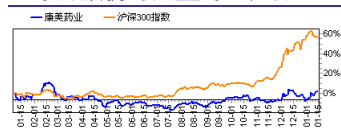
收盘价(元)	17.07
一年内最高/最低(元)	19.71/13.8
上证指数/深证成指	3222/11238
市净率	2.9
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	37532

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2014年09月30日

每股净资产(元)	5.89
资产负债率%	45.05
总股本/流通A股(百万)	2199/2199
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《拥抱大健康，分享“财富第五波”——大健康产业专题研究之一(PPT)》 2014/11/19

《康美药业(600518)——产能投放饮片增速加快，药房托管西药高速增长，直销业务启动》 2014/08/28

证券分析师

罗佳荣 A0230513070006
luojr@swsresearch.com

联系人

周子露
(8621)23297818x7456
zhouzi@swsresearch.com地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	13359	20	1880	30	0.86	26.1	15.6	20	13
14Q1-3	11577	22	1498	8	0.68	26.7	11.6		
2014E	16594	24	2418	29	1.10	26.2	16.7	16	10
2015E	20810	25	3024	25	1.38	26.2	17.3	12	7
2016E	25451	22	3702	22	1.68	26.5	17.5	10	5

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点：

事件：公司发布公告拟投资 10 亿建设中国-东盟康美玉林中药产业园，拟出资 8800 万元收购上海金藤 100%股权。

- **投资新建中国-东盟康美玉林中药产业园，加速中药饮片等产能布局！**中国-东盟康美玉林中药产业园是继康美玉林中药材（香料）交易中心及现代物流仓储项目后在玉林投资的第二个项目。广西是中药资源大省，也是面向东盟开放的陆海桥梁，广西玉林以中药材、天然香料闻名，在玉林投资中药饮片生产基地是临近集散市场、方便就地生产加工。本项目投资金额 10 亿，与亳州中药饮片三期项目投资规模类似，我们预计中药饮片生产能力将在 2 万吨左右。我们预计，未来公司可能在玉林中药产业园兴建中药配方颗粒生产能力。
- **中药饮片仍将是增长最快的细分市场，行业规范提升龙头企业市场份额。**政府支持中医药发展，中药饮片医院享受 25%的加价销售，基层中医服务能力提升，中药饮片仍将是未来几年增长最快的细分市场。由于历史原因，中药饮片市场极度分散，市场销售饮片质量参差不齐，行业规范是大趋势，有望持续提升龙头企业市场份额。
- **拟出资 8800 万元收购上海金藤 100%股权，为上海业务提供仓储、物流服务。**公司拟收购上海金藤 100%股权，上海金藤拥有的核心资产为上海市吕巷镇荣都路的土地使用权及上盖建筑物两幢厂房所有权，近年公司上海中药饮片及药品、器械配送业务发展较快，收购上海金藤主要为上海业务提供仓储、物流服务。
- **终端业务占比不断提升，未来估值中枢应不断提升。**公司中药饮片、直销和西药代理业务占比不断提升，我们认为公司未来估值中枢应不断提升。不考虑商铺出售，我们维持 2014-2016 年主业 EPS=1.10 元、1.38 元、1.68 元，主业同比增长 29%、25%、22%，预测市盈率 16 倍、12 倍、10 倍，存在显著低估，重申“买入”评级。

合并损益表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	11,165	13,359	16,594	20,810	25,451
中药饮片	1,700	2,040	3,060	4,131	5,370
消费品	1,275	1,827	2,478	3,197	4,020
药材流通	5,982	6,382	6,382	7,020	7,722
西药	1,907	2,691	4,675	6,462	8,339
其他	292	356	0	0	0
营业总成本	9,516	11,228	13,806	17,305	21,133
营业成本	8,356	9,873	12,246	15,351	18,715
中药饮片	1,037	1,387	2,050	2,726	3,544
消费品	665	1,274	1,727	2,318	2,910
药材流通	4,893	4,985	4,985	5,484	6,032
西药	1,586	2,119	3,483	4,822	6,228
其他	175	202	0	0	0
营业税金及附加	58	95	118	149	182
销售费用	344	383	476	597	730
管理费用	422	507	630	790	966
财务费用	313	356	330	399	519
资产减值损失	23	14	7	20	22
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	48	49	60	60	50
营业利润	1,697	2,179	2,848	3,566	4,368
营业外收支	(4)	35	0	0	0
利润总额	1,693	2,214	2,848	3,566	4,368
所得税	251	334	430	540	665
净利润	1,441	1,880	2,419	3,025	3,703
少数股东损益	0	1	1	1	1
归属于母公司所有者的净利润	1,441	1,880	2,418	3,024	3,702

资料来源:申万研究

合并现金流量表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	1,441	1,880	2,419	3,025	3,703
加: 折旧摊销减值	202	257	299	312	314
财务费用	361	414	330	399	519
非经营损失	(55)	(75)	(60)	(60)	(50)
营运资本变动	(941)	(798)	(933)	(1,219)	(1,330)
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	1,008	1,674	2,054	2,458	3,156
资本开支	1,405	703	(535)	0	0
其它投资现金流	24	2	60	60	50
投资活动现金流	(1,382)	(735)	595	60	50
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	560	199	(670)	205	205
支付股利、利息	412	760	330	399	519
其它融资现金流	0	(10)	0	0	0
融资活动现金流	148	1,429	(1,000)	(195)	(314)
净现金流	(225)	2,368	1,649	2,323	2,892

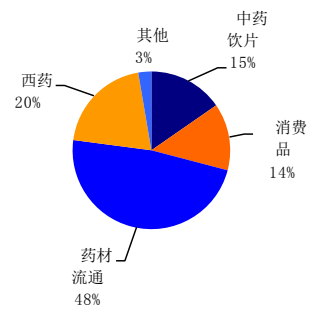
资料来源:申万研究

关键假设

	2013	2014E	2015E	2016E
毛利率	26%	26%	26%	26%
销售费用率	3%	3%	3%	3%
管理费用率	4%	4%	4%	4%
财务费用	356	330	399	519
有效税率	15%	15%	15%	15%

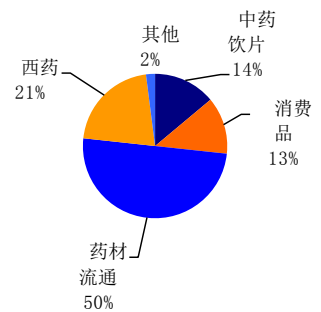
收入结构

2013年收入结构

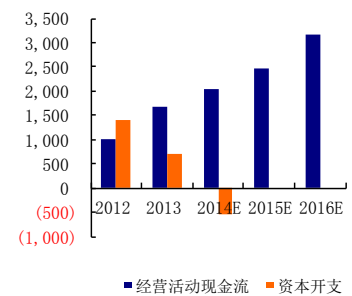


成本结构

2013年成本结构



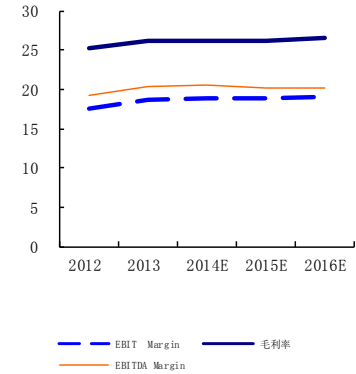
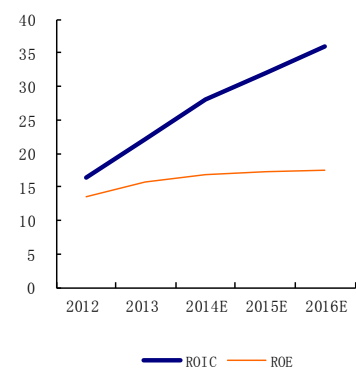
资本开支与经营活动现金流



合并资产负债表

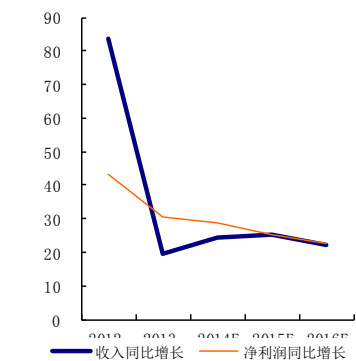
百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	11,514	14,643	17,625	21,680	26,457
现金及等价物	6,106	8,497	10,146	12,470	15,361
应收款项	1,780	2,282	2,695	3,233	3,825
存货净额	3,560	3,786	4,706	5,899	7,192
其他流动资产	68	78	78	78	78
长期投资	232	286	286	286	286
固定资产	4,056	4,616	4,359	4,103	3,846
无形资产及其他资产	2,157	2,706	2,136	2,100	2,065
资产总计	17,958	22,251	24,407	28,169	32,654
流动负债	3,750	7,133	6,665	7,198	7,775
短期借款	2,300	3,169	2,294	2,294	2,294
应付款项	1,292	1,693	2,100	2,633	3,210
其它流动负债	0	2,000	2,000	2,000	2,000
非流动负债	3,625	3,088	3,292	3,497	3,701
负债合计	7,375	10,221	9,958	10,695	11,476
股本	2,199	2,199	2,199	2,199	2,199
资本公积	4,743	4,750	4,750	4,750	4,750
盈余公积	463	646	880	1,174	1,533
未分配利润	3,176	4,434	6,617	9,348	12,691
少数股东权益	2	3	4	4	6
股东权益	10,583	12,030	14,449	17,475	21,178
负债和股东权益合计	17,958	22,251	24,407	28,169	32,654

资料来源:申万研究

经营利润率(%)

投资回报率趋势(%)

重要财务指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标(元)					
每股收益	0.66	0.85	1.10	1.38	1.68
每股经营现金流	0.46	0.76	0.93	1.12	1.44
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	4.81	5.47	6.57	7.95	9.63
关键运营指标(%)					
ROIC	16.3	22.1	28.1	32.0	35.9
ROE	13.6	15.6	16.7	17.3	17.5
毛利率	25.2	26.1	26.2	26.2	26.5
EBITDA Margin	19.2	20.4	20.6	20.2	20.2
EBIT Margin	17.6	18.6	18.8	18.8	19.0
收入同比增长	83.6	19.6	24.2	25.4	22.3
净利润同比增长	43.4	30.4	28.6	25.1	22.4
资产负债率	41.1	45.9	40.8	38.0	35.1
净资产周转率	1.06	1.11	1.15	1.19	1.20
总资产周转率	0.62	0.60	0.68	0.74	0.78
有效税率	15.3	15.4	15.4	15.4	15.4
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	26.0	20.0	15.5	12.4	10.1
P/B	3.5	3.1	2.6	2.1	1.8
EV/Sale	3.3	2.6	2.0	1.5	1.1
EV/EBITDA	17.3	12.8	9.6	7.3	5.4

资料来源:申万研究

收入与利润增长趋势(%)

相对估值(倍)


信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。