

公司研究/更新报告

2019年01月17日

医药生物/中药 II

投资评级：中性（调低评级）

当前价格(元): 7.18
合理价格区间(元): \~\

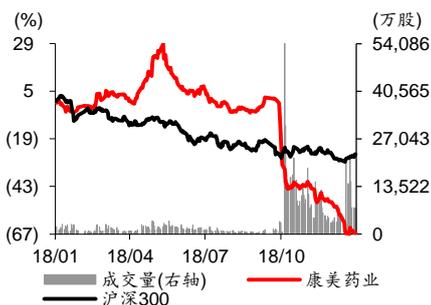
代雯 执业证书编号: S0570516120002
研究员 021-28972078
daiwen@htsc.com

张云逸 021-38476729
联系人 zhangyunyi@htsc.com

相关研究

- 1《康美药业(600518,增持): 三季度业绩强劲, 战略宏图日益清晰》2018.10
- 2《康美药业(600518,增持): 智慧药房驱动饮片业务提速》2018.08
- 3《康美药业(600518,增持): C 端拓展抬升 1Q18 销售费用》2018.05

一年内股价走势图



资料来源: Wind

监管风险抬升不确定性

康美药业(600518)

监管风险抬升不确定性

近期公司股价大幅下跌, 考虑到控股股东康美实业质押比例较高, 公司存在控股股东被动减持的风险。同时证监会对公司立案调查, 目前尚无进展。我们暂维持此前的盈利预测, 预计 2018-20 年归母净利 49.7/59.8/69.5 亿元, EPS 1.00/1.20/1.40 元, 同比增长 21%/20%/16%, 但考虑到市场对经济下行的预期与潜在的监管风险, 下调评级至“中性”。同时, 鉴于公司近期面临监管风险, 我们将停止对公司的跟踪覆盖, 在公司基本面明朗后, 我们可能择机再次覆盖。

股权质押与监管存在不确定性

公司公告, 截止 2018 年 11 月 29 日, 控股股东康美实业对公司的持股比例为 32.91%, 其中 99.53% 处于质押状态。公司股价自 2018 年 10 月 12 日以来, 下跌超 60%, 公司面临控股股东被动减持风险。同时公司公告, 2018 年 12 月 28 日, 证监会决定对公司立案调查, 基于公司“涉嫌信息披露违法违规”, 目前尚无实质性进展。

四季度经营平稳运行

依据《战略合作协议》, 我们认为公司四季度经营面平稳: 1) 智慧药房: 贵州 4Q18 新上线 11 家医疗机构, 重庆接入医疗机构数量从 3Q18 的 25 家扩张至 4Q18 的 33 家, 云南接入医疗机构数量从 3Q18 的 53 家扩张至 4Q18 的 70 家; 2) 药械贸易: 广东普宁为 30 家医疗机构供应药品器械耗材、4Q18 供应额约 1 亿元, 广东怀集为 24 家医疗机构供应药品器械耗材、4Q18 供应额约 0.5 亿元; 3) 中药材种植: 推进云南的中药材种植精准扶贫工作, 覆盖贫困户从 3Q18 的 2500 户拓展至 4Q18 的 5000 户。

关注投资项目的推进与落地

由于业务异于大部分中药上市公司(中成药工业), 公司自行探索出适合中药材企业的商业生态, 即以饮片为中心, 向下游深耕的智慧药房、向上游探索的中药材产业、由饮片渠道拓展的医院供应链延伸、由中药材延展的政府医疗项目, 并为此战略储备充沛资金(截至 3Q18, 货币资金达 377 亿元)。我们观察到, 公司对未来三年有较为清晰的投资规划, 而这些项目大都通过试点实践才开始审慎开展, 项目的推进与落地值得持续关注。

风险提示: 控股股东被动减持风险(控股股东质押率较高, 股价大幅下行可能引起控股股东平仓风险), 证监会监管风险(证监会基于信息披露违法违规立案调查, 调查尚在进行中)。

公司基本资料

总股本(百万股)	4,974
流通 A 股(百万股)	4,403
52 周内股价区间(元)	7.09-27.95
总市值(百万元)	35,712
总资产(百万元)	81,813
每股净资产(元)	6.96

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	21,642	26,477	32,451	38,557	44,460
+/-%	19.79	22.34	22.56	18.82	15.31
归属母公司净利润(百万元)	3,340	4,101	4,970	5,975	6,950
+/-%	21.17	22.77	21.19	20.22	16.32
EPS(元, 最新摊薄)	0.67	0.82	1.00	1.20	1.40
PE(倍)	10.69	8.71	7.19	5.98	5.14

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 康美药业项目投资计划 (万元)

项目	预算投入	截至 1H18	2H18E	2019E	2020E	2021E	进展	备注
中国-东盟康美玉林中药材(香料)交易中心	300,000	3,305	10,000	100,000	100,000	86,695	目前项目已进入建设施工阶段	在建工程
甘肃定西中药材现代仓储物流及交易中心项目	110,000	90,451	2,000	15,000	2,549-	-	目前项目已进入建设施工阶段	在建工程
康美(亳州)华佗国际中药城项目二期工程项目	100,000	133,508-	-	-	-	-	目前项目已基本完工	在建工程
普宁中药材专业市场项目	100,000	186,297-	-	-	-	-	目前项目已基本完工	在建工程
青海国际中药城项目	85,000	119,542-	-	-	-	-	目前项目已基本完工	在建工程
上海中药饮片生产基地项目	30,000	22,446	7,554-	-	-	-	目前项目已进入建设施工阶段	在建工程
青海玉树虫草交易市场及加工中心项目	15,000	9,671	3,078	2,251-	-	-	目前项目已进入建设施工阶段	在建工程
中国-东盟康美玉林中药产业园	100,000	5,806	4,999	30,000	30,000	29,195	目前项目已进入建设施工阶段	在建工程
甘肃定西中药饮片及药材提取生产基地项目	40,000-	-	-	20,000	10,000	10,000	-	拟建工程
康美普宁中药产业园项目	160,000-	-	30,000	45,000	45,000	40,000	-	拟建工程
康美昆明大健康产业园项目	140,000-	-	30,000	40,000	40,000	30,000	-	拟建工程
康美智慧药房项目	770,000-	-	200,000	300,000	200,000	70,000	-	拟建工程
康美智慧药柜项目	280,000-	-	40,000	100,000	100,000	40,000	-	拟建工程
康美药业华南总部	89,700	1,203	10,797	28,000	32,000	17,700	-	拟建工程
康美通辽新医院项目	250,000-	-	30,000	90,000	70,000	60,000	-	拟建工程
康美通城新医院项目	108,000-	-	5,000	45,000	30,000	28,000	-	拟建工程
柳河医院并购项目	19,300-	-	19,300-	-	-	-	-	拟建工程
深圳市宝安区人民政府战略合作项目	300,000-	-	30,000	120,000	80,000	70,000	-	拟建工程
广东省肇庆市怀集县人民政府战略合作项目	60,000-	-	5,000	20,000	20,000	15,000	-	拟建工程
重庆市人民政府战略合作项目	500,000-	-	10,000	200,000	150,000	140,000	-	拟建工程
云南省人民政府战略合作项目	800,000	800,000	300,000	250,000	220,000	-	-	拟建工程
贵州省人民政府战略合作项目	50,0000	500,000	200,000	150,000	120,000	-	-	拟建工程
合计	4,857,000	572,229	497,728	1,655,251	1,309,549	976,590		

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

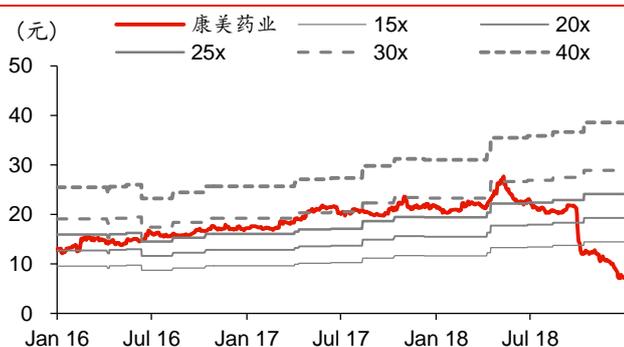
图表2: 可比公司估值

公司名称	收盘价	总市值 (百万元)	每股收益(元)				P/E				P/B				EV/EBITDA	
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E
云南白药	77.00	80,188	3.02	3.22	3.65	4.13	25x	24x	21x	19x	4.4x	4.0x	3.5x	3.1x	28x	20x
同仁堂	26.97	36,989	0.74	0.81	0.91	1.02	36x	33x	30x	26x	4.4x	3.9x	3.5x	3.0x	17x	14x
东阿阿胶	40.56	26,527	3.13	3.18	3.41	3.74	13x	13x	12x	11x	2.7x	2.3x	2.0x	1.8x	15x	10x
白云山	36.16	50,837	1.27	2.44	2.19	2.57	29x	15x	17x	14x	3.1x	2.6x	2.3x	2.1x	15x	19x
片仔癀	88.00	53,092	1.34	1.83	2.42	3.13	66x	48x	36x	28x	12.8x	10.5x	8.4x	6.7x	36x	50x
汤臣倍健	17.09	25,102	0.52	0.70	0.91	1.14	33x	24x	19x	15x	4.9x	4.4x	3.8x	3.3x	21x	26x
中新药业	12.56	7,145	0.62	0.76	0.96	1.18	20x	16x	13x	11x	2.2x	2.0x	1.8x	1.6x	20x	18x
瑞康医药	6.61	9,946	0.67	0.82	1.02	1.27	10x	8x	7x	5x	1.3x	1.1x	0.9x	0.8x	11x	7x
平均值							29x	23x	19x	16x						
中位值							27x	20x	18x	15x						

资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 均为 Wind 一致预期

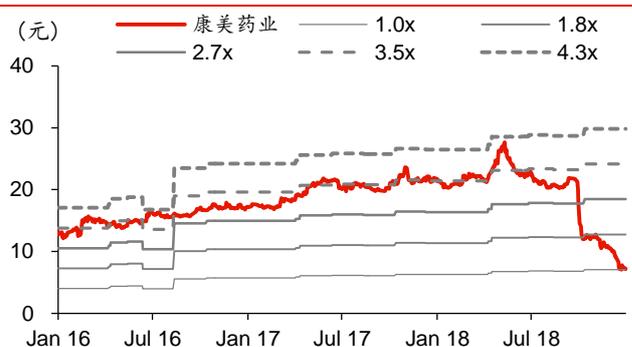
PE/PB - Bands

图表3: 康美药业历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 康美药业历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	44,462	56,479	62,332	69,667	76,623
现金	27,325	34,151	35,314	37,770	40,033
应收账款	3,095	4,351	5,293	6,296	7,266
其他应收账款	140.13	180.32	221.01	262.59	302.80
预付账款	720.54	1,130	1,378	1,632	1,876
存货	12,619	15,700	19,100	22,618	25,998
其他流动资产	561.18	965.78	1,026	1,088	1,147
非流动资产	10,362	12,243	14,124	15,390	17,584
长期投资	444.62	517.60	517.60	517.60	517.60
固定投资	5,920	6,106	6,562	7,085	7,681
无形资产	1,815	1,964	2,107	2,246	2,381
其他非流动资产	2,183	3,656	4,937	5,541	7,004
资产总计	54,824	68,722	76,456	85,057	94,207
流动负债	20,024	25,608	29,547	33,595	37,505
短期借款	8,252	11,370	13,936	16,558	19,093
应付账款	1,693	2,082	2,538	3,006	3,455
其他流动负债	10,079	12,156	13,073	14,032	14,957
非流动负债	5,416	10,979	10,979	10,979	10,979
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	5,416	10,979	10,979	10,979	10,979
负债合计	25,441	36,587	40,526	44,575	48,484
少数股东权益	267.56	102.01	95.73	89.45	83.17
股本	4,947	4,974	4,974	4,974	4,974
资本公积	11,339	11,614	14,191	14,191	14,191
留存公积	10,006	12,868	16,669	21,227	26,475
归属母公司股东权益	29,116	32,033	35,834	40,393	45,640
负债和股东权益	54,824	68,722	76,456	85,057	94,207

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	1,603	1,843	3,402	4,487	5,804
净利润	3,340	4,101	4,970	5,975	6,950
折旧摊销	408.89	493.53	531.53	580.04	633.92
财务费用	721.85	969.26	1,305	1,472	1,627
投资损失	(67.19)	(83.73)	(83.73)	(83.73)	(83.73)
营运资金变动	(3,068)	(3,970)	(3,367)	(3,463)	(3,330)
其他经营现金	266.88	332.33	46.67	6.67	6.67
投资活动现金	(1,986)	(1,530)	(2,331)	(1,765)	(2,746)
资本支出	1,567	1,795	2,340	1,774	2,755
长期投资	0.00	6.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	418.87	(271.41)	(8.89)	(8.89)	(8.89)
筹资活动现金	11,834	6,506	91.89	(266.33)	(795.15)
短期借款	3,632	3,118	2,565	2,622	0.00
长期借款	(0.27)	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	549.79	27.03	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	7,681	274.85	2,577	0.00	0.00
其他筹资现金	(29.77)	3,086	(5,051)	(2,889)	(795.15)
现金净增加额	11,450	6,819	1,163	2,456	2,263

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	21,642	26,477	32,451	38,557	44,460
营业成本	15,172	18,450	22,494	26,642	30,626
营业税金及附加	204.22	237.91	296.46	350.31	404.68
营业费用	557.97	740.58	907.67	1,118	1,334
管理费用	1,036	1,334	1,720	2,101	2,445
财务费用	721.85	969.26	1,305	1,472	1,627
资产减值损失	60.22	92.28	52.95	12.95	12.95
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	67.19	83.73	83.73	83.73	83.73
营业利润	3,958	4,737	5,758	6,944	8,094
营业外收入	41.23	109.60	109.60	109.60	109.60
营业外支出	11.37	19.68	16.91	17.84	17.53
利润总额	3,988	4,827	5,851	7,036	8,186
所得税	650.82	732.05	887.43	1,067	1,241
净利润	3,337	4,095	4,964	5,969	6,944
少数股东损益	(3.64)	(6.28)	(6.28)	(6.28)	(6.28)
归属母公司净利润	3,340	4,101	4,970	5,975	6,950
EBITDA	5,050	6,154	7,510	8,872	10,230
EPS (元, 基本)	0.67	0.82	1.00	1.20	1.40

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	19.79	22.34	22.56	18.82	15.31
营业利润	22.99	19.68	21.57	20.59	16.55
归属母公司净利润	21.17	22.77	21.19	20.22	16.32
获利能力 (%)					
毛利率	29.90	30.32	30.68	30.90	31.11
净利率	15.43	15.49	15.32	15.50	15.63
ROE	13.95	13.41	14.65	15.68	16.16
ROIC	44.81	50.68	51.41	43.04	38.17
偿债能力					
资产负债率 (%)	46.40	53.24	53.01	52.41	51.47
净负债比率 (%)	32.44	37.91	40.56	42.75	44.54
流动比率	2.22	2.21	2.11	2.07	2.04
速动比率	1.59	1.59	1.46	1.40	1.35
营运能力					
总资产周转率	0.47	0.43	0.45	0.48	0.50
应收账款周转率	7.67	7.11	6.73	6.65	0.00
应付账款周转率	9.67	9.78	9.74	9.61	0.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.67	0.82	1.00	1.20	1.40
每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	0.37	0.68	0.90	1.17
每股净资产(最新摊薄)	5.85	6.44	7.20	8.12	9.18
估值比率					
PE (倍)	10.69	8.71	7.19	5.98	5.14
PB (倍)	1.23	1.11	1.00	0.88	0.78
EV_EBITDA (倍)	27.31	21.69	17.80	14.59	12.35

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com