

张明芳
 010-88087423
 zhangmf@cmschina.com.cn

2009年2月12日

康美药业(600518.SH)/10.76元

收购北京隆盛堂中药饮片，实施全国品牌战略

日用消费·医药

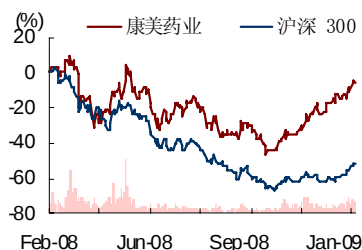
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2261
总股本(万股)	76440
已上市流通股(万股)	76440
总市值(亿元)	82
流通市值(亿元)	82
每股净资产(MRQ)	3.5
ROE(TTM)	8.4
资产负债率	31.4%
主要股东	普宁市康美实业有限公司
主要股东持股比例	33.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	14	24	-2
相对表现	-7	29	50



相关报告

- 1、医药行业月报(09年1月)—重点公司年报前瞻、政策解读和了望 2009/1/22
- 2、医药行业 2009 年度投资策略--主流投资机会来自四种盈利增长模式和五大领域 2008/12/3
- 3、康美药业(600518)—保持内生式快速增长，外延扩张持续进行 2008/10/27
- 4、医药行业第四季度投资策略——新医改推动行业整合来临，布局产业巨头 2008/9/17
- 5、康美药业——收购整合品牌人参，估值向一线股跃升 2008/9/2
- 6、剖析药品大类，锁定成长性和防御性兼备品种——医药行业 2008 年中期投资策略 2008/6/12

报告原因：公司今日公布了董事会决议，收购北京隆盛堂中药饮片公司。

- 康美药业收购北京隆盛堂中药饮片公司，从广东省区域品牌向全国品牌跨越，迈出坚实的一步，完全符合我们预期。公司正在一步一脚印地实施其全国品牌战略、资源战略和产业链一体化战略。我们早在 09 年 1 月 19 日《招商证券医药行业 1 月月报》中就预计康美春节前后收购北京的一家公司。我们 07 年底就在业内率先发掘了康美药业中药饮片龙头的投资价值，至今已得到越来越多投资者的认同。此次总收购价 535 万元，隆盛堂将成为康美的全资子公司。
- 全国中药饮片将推广“小包装”，克服“统货大包装”弊端，09 年在北京中药房率先执行，这为康美提供了收购机遇。隆盛堂原生产饮片统货，批发经营，北京实行小包装后，其生产线需作相应改造，面临亏损，因此被康美收购。康美将投入不超过 2500 万元改造生产车间和设备、补充流动资金 3000 万元。北京和天津是隆盛堂主要市场销售区域，根据康美保守测算，隆盛堂 09 年和 2010 年将分别贡献中药饮片销售收入 4000 万元和 6500 万元。从 09 年起，康美将正式进军北京市场，实现走出广东、布控全国市场的关键一步。
- 康美收购“新开河人参”，我们预计 09 年中期之前将全部完成。康美 08 年中药饮片同比增长了 74%，实现销售收入 6.1 亿元。考虑 09 年起新增北京和广西市场，并新增“新开河人参”，康美饮片 09 年和 2010 年将达到 10 亿元和 15 亿元，贡献净利润 2.9 亿元和 4.4 亿元。
- 我们暂维持业绩预测：2008-2010 年净利润增长 71%、68%和 48%，EPS0.33 元、0.55 元和 0.81 元。待公司获得 15%高新技术企业所得税认定后再上调。康美是我国中药饮片行业的标杆，是饮片质量标准和“小包装标准”的制定者和引领者，通过收购“新开河人参”实现了品牌提升，通过收购北京隆盛堂实现了全国市场的跨越，2010 年成都子公司投产销售，其市场布控更完善。康美 09 年预测 PE 仅 19.6 倍，公司所在饮片子行业也是增长较快的领域，康美持续快速增长，应给予 09 年 30 倍一线股合理估值，未来 12 个月目标价 16 元(=30*0.55)，维持“强烈推荐—A”投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	826	1294	1713	2376	3312
同比增长	41%	57%	32%	39%	39%
营业利润(百万元)	149	209	333	559	825
同比增长	37%	40%	60%	68%	48%
净利润(百万元)	100	146	250	419	619
同比增长	38%	46%	71%	68%	48%
每股收益(元)	0.46	0.29	0.33	0.55	0.81
PE	23.6	37.5	32.9	19.6	13.3
PB	2.0	2.4	3.2	2.8	2.3

资料来源：招商证券

相关参考报告:

- 1、《康美药业深度研究——资源型、加工型和医疗产业组合盈利确立高速增长态势》 2008/2/25
- 2、《康美药业——收购整合品牌人参，估值向一线股跃升》 2008/9/2
- 3、《康美药业——保持内生式快速增长，外延扩张持续进行》 2008/10/27

附：康美药业董事会决议公告

康美药业 2009 年 2 月 9 日以书面形式向公司各位董事、监事发出，并于 2009 年 2 月 11 日以通讯表决的方式召开，会议应参加表决董事 9 名，实际表决董事 9 名，符合《公司法》及《公司章程》的规定。会议以通讯表决方式审议并通过如下议案：

一、审议通过了《关于公司收购北京隆盛堂中药饮片有限责任公司 100%的股权的议案》。

为使公司在激烈的市场竞争中继续保持业绩稳步增长，公司按照董事会制定的经营目标，加快了对适合公司产业发展和扩大产品优势的国内医药目标企业的考察和论证工作，通过充分考察和论证，决定收购北京隆盛堂中药饮片有限责任公司（以下简称“隆盛堂公司”），相关事项如下：

（一）交易概述

2009 年 1 月 14 日，公司与隆盛堂公司的股东王桂英和北京燕顺实业有限公司（下称“燕顺实业”），以及张振江（系燕顺实业的控股股东）订立了《关于北京隆盛堂中药饮片有限责任公司的股权转让合同》（下称《股权转让合同》）。公司受让王桂英所持隆盛堂公司 52%的股权，转让价款为 278.2 万元；受让燕顺实业所持隆盛堂公司 48%的股权，转让价款为 256.8 万元。

王桂英、燕顺实业、张振江均为公司的独立第三方，与公司不存在关联关系，因此本次交易不属于关联交易。

（二）交易标的基本情况

隆盛堂公司成立于 2004 年 5 月 10 日，是一家依法设立并有效存续的有限责任公司，目前股东为王桂英和燕顺实业，持股比例分别为 52%和 48%，住所北京市房山区石楼镇坨头村西，法定代表人张振江，注册资本 100 万元，实收资本 100 万元，经营范围为加工中药饮片，营业期限为 2004 年 5 月 10 日至 2054 年 5 月 9 日。隆盛堂公司已取得《药品生产许可证》（编号：京 Y20060265，有效期至 2011 年 6 月 7 日）和《药品 GMP 证书》（证书编号：京 H0219，有效期至 2011 年 9 月 4 日）。

根据隆盛堂公司提供的企业基本财务数据资料，截止 2008 年 10 月 31 日隆盛堂公司帐面总资产 670.49 万元，所有者权益-151.91 万元，主要销售市场包括北京、天津等省市，经营方式主要为批发。2008 年 1-10 月份实现产品销售收入 1,022.61 万元。

本次交易的交易标的为隆盛堂公司 100%的股权，收购完成后隆盛堂将成为本公司的全资子公司。

（三）交易标的的过户时间

《股权转让合同》约定，王桂英、燕顺实业应在该合同生效之日起三个工作日内，会同本公司办理股权过户登记手续。

(四) 公司在进行本次收购行为时, 将采取并实施必要的审计手段。公司与隆盛堂公司确认由股权转让合同生效之日起二十个工作日为过渡期。自过渡期开始之日起, 王桂英、燕顺实业和张振江负责处理隆盛堂公司的负债, 以确保过渡期届满时, 隆盛堂公司不存在任何负债。

(五) 王桂英、燕顺实业和张振江负责隆盛堂公司的职工安置事宜。

(六) 公司董事会授权公司经营班子全权办理本次资产收购项目有关的全部事宜, 包括(但不限于) 签署股权转让协议、支付转让价款、办理相关手续以及签署所有必要的文件等。

赞同票 9 票, 反对票 0 票, 弃权票 0 票。

二、审议通过了《关于在收购完成后, 向隆盛堂公司追加投资的议案》。

为配合公司战略布局的实施, 公司拟追加投资不超过 5,500 万元做大隆盛堂公司, 相关事项如下:

(一) 公司决定将隆盛堂公司更名为康美(北京)药业有限公司(暂定名, 最终以工商管理部门核准登记的为准)。

(二) 隆盛堂公司的注册资本增至人民币 500 万元。

(三) 隆盛堂公司的经营范围变更为中药材采购、中药饮片(含毒性饮片)生产、中药成分提取; 中药材批发、中药饮片(含毒性饮片)销售等。(最终以药监部门和工商管理部门核定的为准)。

(四) 公司将计划根据其业务进度情况分期投入资金。

(五) 资金使用计划

公司拟以不超过 2,500 万元进行企业生产车间、仓库的扩建、改造和购置设备, 剩余资金补充企业的流动资金。资金来源为公司自筹。

(六) 本次收购方案预期经营目标

主要技术经济指标如下表:

序号	指标名称	单位	数量
1	年产高等级中药饮片	吨	1,200
2	拟总投资	万元	6,000
3	固定资产投资	万元	3,000
4	流动资金	万元	3,000
5	营业收入	万元	6,500
6	总成本费用	万元	5,212
7	利润总额	万元	1,288
8	所得税	万元	322
9	投资利润率(税后)	%	16.1
10	毛利率	%	36
11	全部投资内部收益率	%	37.22
12	全部投资投资回收期	年	5.84

本次收购行为满足了公司打造和延伸企业产业链条的目的,将进一步优化资源配置,实现公司走出广东,布控全国网络,打造全国品牌的战略布局。隆盛堂公司由于缺乏扩大规模必须的流动资金,市场开发力度不够,营销环节滞后,一直未能明显提高产品毛利率和市场占有率。通过对隆盛堂公司厂房和生产线的技术改造和挖潜,节省投资额,上马速度快,短期内提高生产能力,预计新增产量 1,200 吨左右。公司拥有较为充足的资金实力和完善的销售网络,康美中药饮片产业在国内享有明显的优势;本次收购隆盛堂公司完全符合公司业务发展战略规划,通过实施品牌整合、产品整合和销售网络整合,实现市场资源共享,将可以大大提高产品的盈利能力和市场的占有率,从而进一步提高公司的市场竞争力。通过对产品市场的整合和资源优化配置,预计 2009 年可增加销售收入 4,000 万元左右,2010 年可增加销售收入 6,500 万元。

赞同票 9 票,反对票 0 票,弃权票 0 票。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	1208	2129	2397	2978	3857
现金	708	1518	1575	1894	2372
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	92	107	154	214	298
其它应收款	1	4	3	5	7
存货	206	267	355	462	631
其他	201	233	309	403	550
非流动资产	716	1073	1100	1114	1128
长期股权投资	0	77	77	77	77
固定资产	401	720	893	919	942
无形资产	124	120	108	97	87
其他	190	157	22	22	22
资产总计	1924	3202	3497	4093	4985
流动负债	766	874	928	1109	1388
短期借款	499	379	300	300	300
应付账款	47	63	84	109	149
预收账款	0	0	0	0	0
其他	221	432	544	700	940
长期负债	0	9	2	2	2
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	9	2	2	2
负债合计	766	883	930	1111	1391
股本	219	510	764	764	764
资本公积金	598	1397	1142	1142	1142
留存收益	340	413	660	1075	1688
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	1157	2319	2567	2982	3594
负债及权益合计	1924	3202	3497	4093	4985

现金流量表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	68	163	225	404	561
净利润			250	419	619
折旧摊销			77	85	86
财务费用			3	1	(3)
投资收益			(24)	(20)	(20)
营运资金变动			(74)	(81)	(121)
其它			(7)	1	0
投资活动现金流	(413)	(405)	(100)	(100)	(100)
资本支出			(100)	(100)	(100)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	1006	1053	(68)	15	17
借款变动			(79)	0	0
普通股增加			255	0	0
资本公积增加			(255)	0	0
股利分配			(2)	(4)	(6)
其他			13	19	23
现金净增加额	661	810	57	319	478

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	826	1294	1713	2376	3312
营业成本	585	956	1268	1652	2252
营业税金及附加	3	5	7	10	13
营业费用	41	56	75	105	146
管理费用	30	36	51	71	99
财务费用	18	32	3	1	(3)
资产减值损失	0	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	24	20	20
营业利润	149	209	333	559	825
营业外收入	1	12	0	0	0
营业外支出	0	2	0	0	0
利润总额	149	219	333	559	825
所得税	49	73	83	140	206
净利润	100	146	250	419	619
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	100	146	250	419	619
EPS (元)	0.46	0.29	0.33	0.55	0.81

主要财务比率

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	41%	57%	32%	39%	39%
营业利润	37%	40%	60%	68%	48%
净利润	38%	46%	71%	68%	48%
获利能力					
毛利率	29.1%	26.1%	26.0%	30.5%	32.0%
净利率	12.1%	11.3%	14.6%	17.6%	18.7%
ROE	8.6%	6.3%	9.7%	14.1%	17.2%
ROIC	6.7%	5.9%	8.8%	12.8%	15.8%
偿债能力					
资产负债率	39.8%	27.6%	26.6%	27.1%	27.9%
净负债比率	25.9%	11.8%	8.6%	7.3%	6.0%
流动比率	1.6	2.4	2.6	2.7	2.8
速动比率	1.3	2.1	2.2	2.3	2.3
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7
存货周转率	3.5	4.0	4.1	4.0	4.1
应收帐款周转率	9.6	13.0	13.1	12.9	12.9
应付帐款周转率	12.5	17.5	17.3	17.1	17.5
每股资料(元)					
每股收益	0.46	0.29	0.33	0.55	0.81
每股经营现金	0.31	0.32	0.29	0.53	0.73
每股净资产	5.28	4.55	3.36	3.90	4.70
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01
估值比率					
PE	23.6	37.5	32.9	19.6	13.3
PB	2.0	2.4	3.2	2.8	2.3
EV/EBITDA	102.9	72.7	48.9	31.4	22.3

分析师简介

张明芳，武汉大学生物化学专业硕士，曾在国家食品药品监督管理局直属的中国药品生物制品检定所（NICBP）工作了6年，6年证券从业经验，目前为招商证券医药行业首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从2008年4月11日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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或征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。