

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

2009年4月30日

康美药业(600518.SH)/8.20元

向OTC终端扩张等四头并进确保持续较快增长

日用消费·医药

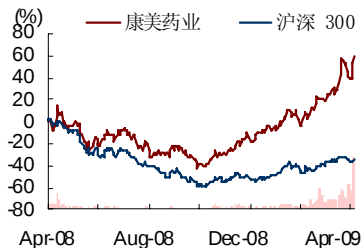
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2468
总股本(万股)	152880
已上市流通股(万股)	152880
总市值(亿元)	125
流通市值(亿元)	125
每股净资产(MRQ)	1.9
ROE(TTM)	10.0
资产负债率	30.7%
主要股东	普宁市康美实业有限公司
主要股东持股比例	16.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	33	158	64
相对表现	29	101	95



相关报告

- 1、医药行业 2009 年第二季度投资策略——遵循成长源动力和新医改导向，收集持有五类个股 2009/4/9
- 2、康美药业——品牌中药饮片龙头持续快速增长，估值正在跃升 2009/3/19
- 3、康美药业——完成收购新开河红参，预计 08 年业绩超预期 2009/3/12
- 4、康美药业——收购北京隆盛堂中药饮片，实施全国品牌战略 2009/2/12
- 5、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
- 6、康美药业——收购整合品牌人参，估值向一线股跃升 2008/9/2
- 7、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快速增长态势 2008/2/25
- 8、医药行业 2008 年第二季度投资策略——成长性和防御性兼备品种严重低估 2008/4/7
- 9、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

报告原因：公司公布 09 年 1 季报。

- 1 季度大幅增长符合预期，正如我们 08 年初所判断，中药饮片和药材贸易是公司两大利润增长点，销售比重分别上升到 38%和 37%，同比分别提升了 5 个、8 个百分点，毛利比重分别上升到 52%和 27%，同比分别提升 6 个、11 个百分点，带动毛利率明显提升 1.4 个百分点。销售收入和净利润同比分别大幅增长 80%与 79%，实现 EPS0.14 元，每股经营现金流 0.14 元，较去年同期的 0.06 元大幅增长了 124%，账上现金高达 17.5 亿。期间费用率同比下降 1.4 个百分点。1、中药饮片早已纳入医保报销目录，继续纳入基本药物目录无悬念，受新医改新农合需求增长拉动，09 年 1~2 月中中药饮片全行业销售同比增长高达 74%，康美药业作为饮片行业龙头，其增速高出行业平均，达到 109%，公司 08 年新增三等品和四等品饮片，品规从 4000 个增加到 1.2 万个，已渗透到广东县级医院市场。2、一季度三七价格上涨 1 倍，中药材贸易收入同比增长 127%。
- 向外省市场扩张、向 OTC 终端扩张、收购品牌红参和药材贸易四头并进，确保持续较快增长。1、公司收购的北京隆盛堂 4 月下旬已经开始供货北京广安门中医院，预计 09 年贡献销售收入 4000 万元。2、公司与一致药店强强战略合作，收购的新开河红参 4 月已经开始销售，预计 09 年贡献销售收入 1 亿元。3、中药饮片 09 年底完成 400 家一致药店排他性合作销售，预计 09 年贡献销售收入 1 亿元。4、广西广东市场 09 年继续保持快速增长。
- 维持业绩预测和“强烈推荐—A”评级。预计公司 09~11 年净利润同比增长 61%、48%和 39%，考虑转增、送股后股本扩张，实现 EPS0.32 元、0.46 元和 0.64 元；若考虑 5 月份权证行权，实现 EPS0.29 元、0.41 元和 0.58 元。公司经营和扩张战略稳健，业绩持续快速增长，白马股素质完备，投资者可分享公司估值水平不断提升过程中的股价上涨。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	1294	1727	2383	3289	4572
同比增长	57%	33%	38%	38%	39%
营业利润(百万元)	241	334	576	831	1155
同比增长	62%	38%	72%	44%	39%
净利润(百万元)	179	295	489	707	982
同比增长	79%	65%	66%	44%	39%
每股收益(元)	0.35	0.39	0.32	0.46	0.64
PE	36.3	33.0	39.8	27.5	19.8
PB	2.8	3.3	5.3	4.5	3.7

资料来源：招商证券

一、1 季度大幅增长符合预期，盈利能力持续提升

1 季度大幅增长符合预期，销售收入和净利润同比分别大幅增长 80%与 79%，实际所得税率同比下降 7.7 个百分点，实现 EPS0.14 元，每股经营现金流 0.14 元，账上现金高达 17.5 亿。

正如我们 08 年初所判断，中药饮片和药材贸易是公司两大利润增长点，销售比重分别上升到 38%和 37%，同比分别提升了 5 个、8 个百分点，毛利比重分别上升到 52%和 27%，同比分别提升了 5 个、11 个百分点，带动毛利率明显提升 1.4 个百分点。

康美药业作为饮片行业龙头，其饮片增速高出行业平均，达到 109%，公司 08 年新增三等品和四等品饮片，品规从 4000 个增加到 1.2 万个，已渗透到广东县级医院市场。1 季度三七价格上涨 1 倍，中药材贸易收入同比增长 127%。

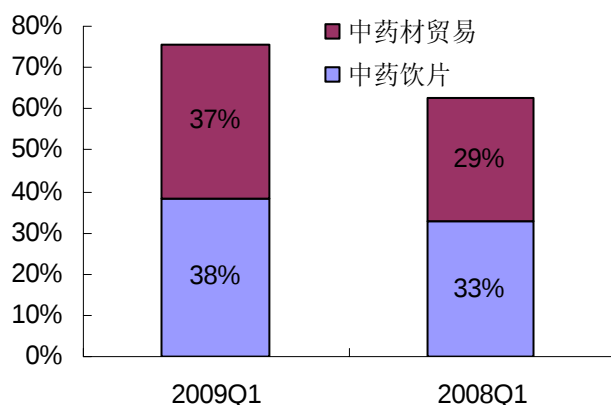
营业费用率、管理费用率同比分别下降 2 个、0.6 个百分点，由于可转换债券与银行借款利息支出大幅增长，财务费用率同比上升 1.2 个百分点，期间费用率同比下降 1.4 个百分点。

表 1: 康美药业 09 年 1 季度合并报表和母公司报表分析

百万元、元	合并报表		母公司报表	
	09Q1	同比增长率	08Q1	同比增长率
营业收入	592	80.1%	592	79.9%
营业成本	425	76.8%	424	76.5%
毛利率	28.3%	1.4%	28.3%	1.4%
营业费用率	3.2%	-2.0%	3.1%	-2.0%
管理费用率	2.4%	-0.6%	2.3%	-0.5%
财务费用率	2.8%	1.2%	2.8%	1.2%
期间费用率	8.4%	-1.4%	8.3%	-1.3%
营业利率	21.3%	-10.6%	21.4%	-10.8%
利润总额	126	63.1%	127	62.6%
利润率	21.3%	-2.2%	21.4%	-2.3%
实际所得税率	13.7%	-7.7%	13.7%	-7.6%
净利润	109	79.1%	110	78.3%
净利率	18.4%	-0.1%	18.5%	-0.2%
每股经营现金流	0.14	0.08	0.14	0.08

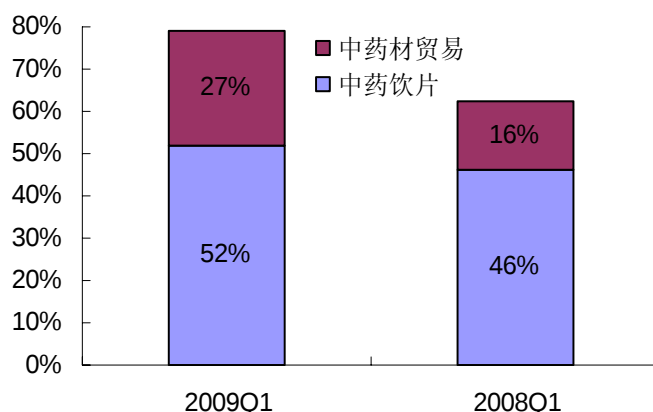
资料来源：公司季报，招商证券研究

图 1: 中药饮片、中药材贸易收入占比



资料来源: 公司季报, 招商证券研究

图 2: 中药饮片、中药材贸易毛利占比



资料来源: 公司季报, 招商证券研究

表2: 康美药业单季度, 季度累积财务指标

单位: 百万元	06Q1	06Q2	06Q3	06Q4	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	07A	08A
一、营业总收入	154	190	235	247	229	368	333	363	329	495	480	423	592	1294	1727
二、营业总成本	128	148	193	207	196	308	279	302	274	405	406	368	477	1086	1453
其中: 营业成本	106	128	170	182	170	275	245	266	240	361	353	309	425	956	1262
营业税金及附加	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	2	5	3
销售费用	10	9	10	12	13	15	15	13	17	17	19	24	19	56	77
管理费用	8	7	8	6	6	8	8	14	10	11	12	16	14	36	50
财务费用	3	4	5	6	6	9	9	8	5	14	20	18	17	32	58
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	1	0	1	1	2
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	33	24	0	0	36	11	33	60
四、营业利润	26	42	41	39	33	60	55	93	79	90	74	91	126	241	334
加: 营业外收入	0	2	0	-1	0	3	0	9	0	0	0	7	0	12	7
减: 营业外支出	0	0	0	0	0	1	0	0	1	2	0	1	0	1	4
五、利润总额	26	44	41	38	33	61	55	102	78	89	74	98	126	252	337
减: 所得税	9	15	14	13	11	21	18	23	17	22	18	-14	17	73	43
六、净利润	17	30	28	25	22	41	37	79	61	66	55	112	109	179	295
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
七、归属母公司所有者净利润	17	30	28	25	22	41	37	79	61	66	55	112	109	179	295
EPS	0.16	0.19	0.13	0.12	0.10	0.09	0.07	0.09	0.08	0.09	0.07	0.15	0.14	0.26	0.39
收入增长率	16%	24%	60%	63%	49%	93%	42%	47%	43%	34%	44%	17%	80%	57%	33%
毛利率	31%	33%	28%	26%	26%	25%	27%	27%	27%	27%	26%	27%	28%	26%	27%
营业利润率	17%	22%	18%	16%	15%	16%	16%	26%	24%	18%	15%	22%	21%	19%	19%
净利率	11%	16%	12%	10%	10%	11%	11%	22%	19%	13%	12%	26%	18%	14%	17%
营业费率	7%	5%	4%	5%	6%	4%	5%	4%	5%	3%	4%	6%	3%	4%	4%
管理费率	5%	4%	4%	3%	3%	2%	2%	4%	3%	2%	3%	4%	2%	3%	3%
实际税率	33%	33%	33%	33%	33%	34%	33%	23%	21%	25%	25%	-15%	14%	29%	13%
净利润增长率	16%	49%	49%	32%	28%	37%	33%	213%	172%	64%	50%	42%	79%	79%	65%

资料来源: 公司季报, 半年报, 年报, 招商证券研究

二、中药饮片龙头康美药业增速和毛利率高出行业平均

1、康美药业饮片销售增速高出行业平均

中经网数据显示：09 年 1-2 月份，中药饮片子行业在医药行业中增长最快，销售收入同比增长 73.8%，增速同比显著加快了 33.5 个百分点，利润同比增长 97%。受益于基层医疗需求增长，我们预计中药饮片行业进入高速发展时期。

康美药业 09 年 1 季度中药饮片销售收入同比增长 109%，增速远远快于行业平均水平，公司自 05 年以来持续保持增速发展态势。中药饮片早已纳入医保报销目录，继续纳入基本药物目录无悬念，受新医改新农合需求增长拉动，公司 08 年新增三等品和四等品饮片，品规从 4000 个增加到 1.2 万个，已渗透到广东县级医院市场。

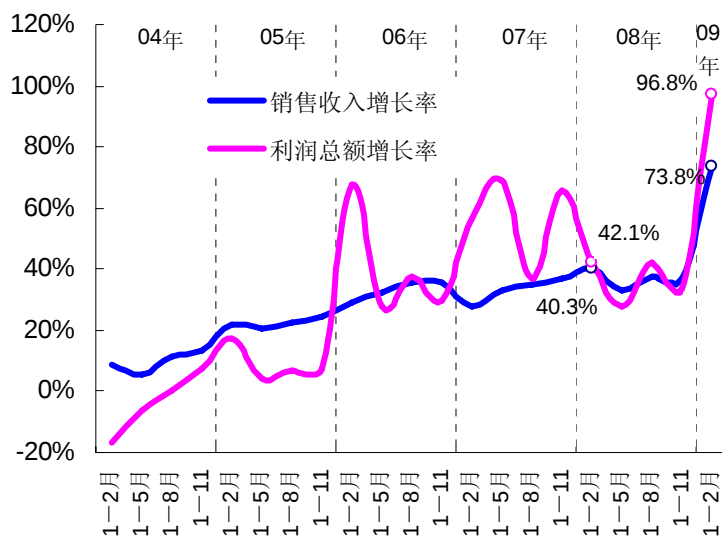
2、多品规和规模优势，康美药业饮片毛利率远高行业平均

中经网数据显示：09 年 1-2 月份，中药饮片子行业销售毛利率 18.3%，同比下降了 5.3 个百分点，我们分析原因：中药饮片全行业推行 GMP 认证、生产成本同比上升导致毛利率下滑。

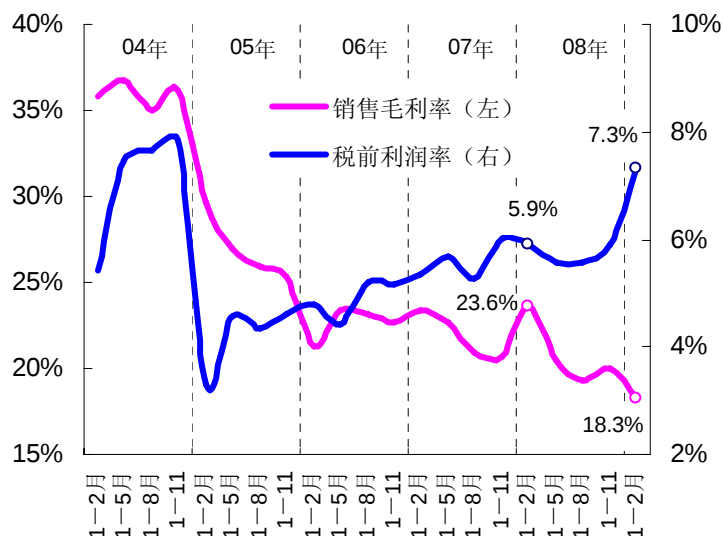
康美药业是我国 2003 年首批通过 GMP 认证的龙头，公司自 04 年以来中药饮片销售毛利率保持稳中有升。得益于公司饮片 1.2 万个品规、1 万吨生产规模优势和小包装优势，公司饮片毛利率持续高于行业平均，09 年 1 季度中药饮片销售毛利率达到 38.5%，同比提升了 0.5 个百分点。

3、09 年收购销售新开河品牌红参，将进一步提升饮片毛利率

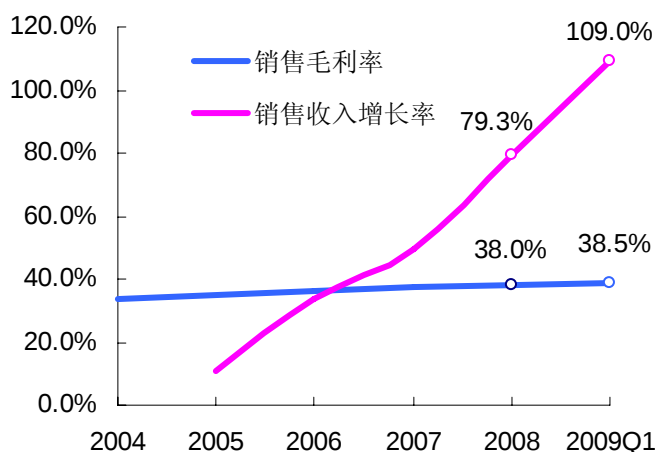
“新开河红参”是我国红参的唯一品牌，今年康美将率先在全国 400 家一致药店完成“康美新开河红参专柜”建设，控制红参专有销售终端，树立正品品牌，打击假冒，提升售价和毛利率。我们预计，随着新开河红参毛利占比逐步上升，公司饮片毛利率将在现有 38.5%水平上继续上升。

图 3: 截至 09 年 2 月中药饮片行业收入、利润总额同比增长率图 4: 截至 09 年 2 月中药饮片行业毛利率和税前利润率


资料来源: 中经网, 招商证券研究



资料来源: 中经网, 招商证券研究

图 5: 截至 09 年 1 季度康美药业中药饮片销售收入同比增长率和毛利率


资料来源: 公司季报、年报, 招商证券研究

三、向外省市场扩张、向 OTC 终端扩张、收购品牌红参和药材贸易四头并进，确保持续较快增长

向外省市场扩张、向 OTC 终端扩张、收购品牌红参和药材贸易四头并进，确保持续较快增长。1、公司收购的北京隆盛堂 4 月下旬已经开始供货北京广安门中医院，预计 09 年贡献销售收入 4000 万元。2、公司与一致药店强强战略合作，收购的新开河红参 4 月已经开始销售，预计 09 年贡献销售收入 1 亿元。3、中药饮片 09 年底前完成 400 家一致药店排他性合作销售，预计 09 年贡献销售收入 1 亿元。4、广西广东市场 09 年继续保持快速增长。

康美药业是从中药材到中药饮片完整产业链标准的制订者和引领者，公司控制上游药材资源、直销下游医院和店中店专柜、向外省扩张，支撑公司业绩持续快速增长。

维持业绩预测和“强烈推荐—A”评级。预计公司 09~11 年净利润同比增长 61%、48%和 39%，考虑转增、送股后股本扩张，实现 EPS0.32 元、0.46 元和 0.64 元；若考虑 5 月份权证行权，实现 EPS0.29 元、0.41 元和 0.58 元。公司经营和扩张战略稳健，业绩持续快速增长，白马股素质完备，投资者可分享公司估值水平不断提升过程中的股价上涨。

1、向外省市场扩张，推行品牌全国化战略

隆盛堂车间扩建后产能将达到 1200 吨，北京和天津是其主要市场销售区域，09 年供货北京广安门中医院，根据康美保守测算，09 年将贡献收入 4000 万元、毛利 1400 万元。2010 年产销量增长，将占据广安门中医院市场份额 70%左右，2010 年还将开拓新的京津医院，预计贡献收入 1 亿元、毛利 3800 万元、EPS0.04 元。

从 09 年起，康美将正式进军北京市场，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，其市场布控将更完善。

2、向 OTC 终端扩张，与一致药店强强合作

公司 4 月中旬已公告与深圳一致药店战略合作，4 月已有中药饮片产品进入一致药店排它性上架销售，6 月前完成“康美药业”250 家一致连锁药店店中店建设，09 年底前完成 400 家，公司继续采用直供直销模式，我们测算：将增加公司饮片在 OTC 渠道约 1 亿元销售额，并且由于“康美新开河红参”和“虫草、西洋参”等高端礼盒销售比重上升，公司饮片毛利率将明显上升，利润率也随之提升。

3、收购品牌红参，提升饮片品牌和贡献利润

“新开河红参”是我国红参的唯一品牌，滋补功效高于韩国高丽参，保守市场容量 5 亿元，享有原产地标记和保密生产工艺，“非新开河”杂牌红参市场在 100 亿元以上。新开河红参已完成车间 GMP 改造，今年康美将在全国零售连锁药店设立“康美新开河红参专柜”，控制销售终端，树立正品品牌，打击假冒，提升售价和毛利率。我们维持预计 09 年将贡献销售收入 1.1 亿元和毛利 5000 万元。2010 年产销量扩大，将贡献收入 3 亿元和毛利 1.5 亿元。09/10 年分别贡献 EPS0.03 元和 0.13 元。

4、09 年底药材物流港建成，后续药材贸易盈利规模进一步提升

中药材种植地域性强，中药材贸易有其资源控制和资金周转进入壁垒，中药材贸易是公司第二利润增长点，09 年底中药材物流中心建成，未来利润贡献更加显著。由于三七价格上涨 1 倍，09 年首季中药材贸易盈利增长突出，我们维持预计 09 年药材贸易将增至 7 亿元，毛利率提高 2 个百分点，贡献毛利 1.1 亿元。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2129	2282	2489	3152	4140
现金	1518	1482	1500	1813	2286
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	107	164	218	301	418
其它应收款	4	1	2	3	5
存货	267	566	676	910	1258
其他	233	69	93	125	173
非流动资产	1111	1926	1876	1844	1815
长期股权投资	114	131	131	131	131
固定资产	720	798	800	814	826
无形资产	120	515	464	417	375
其他	156	482	481	481	481
资产总计	3240	4209	4365	4996	5955
流动负债	874	655	670	685	754
短期借款	379	569	531	500	500
应付账款	63	86	115	155	214
预收账款	0	0	0	0	0
其他	432	(0)	24	30	40
长期负债	9	638	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	9	638	0	0	0
负债合计	883	1292	670	685	754
股本	510	764	1528	1528	1528
资本公积金	1402	1469	1087	1087	1087
留存收益	446	683	1081	1696	2586
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	2357	2916	3696	4311	5201
负债及权益合计	3240	4209	4365	4996	5955

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	163	3	420	447	569
净利润			489	707	982
折旧摊销			116	112	109
财务费用			(3)	(8)	(16)
投资收益			(60)	(60)	(60)
营运资金变动			(138)	(307)	(450)
其它			16	4	5
投资活动现金流	(405)	(669)	(80)	(80)	(80)
资本支出			(80)	(80)	(80)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	1053	630	(322)	(55)	(16)
借款变动			(38)	(31)	0
普通股增加			764	0	0
资本公积增加			(382)	0	0
股利分配			(92)	(92)	(92)
其他			(575)	68	76
现金净增加额	810	(36)	18	313	474

资料来源：公司报表、招商证券研究

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1294	1727	2383	3289	4572
营业成本	956	1262	1690	2276	3146
营业税金及附加	5	3	5	7	9
营业费用	56	77	107	148	206
管理费用	36	50	69	95	133
财务费用	32	58	(3)	(8)	(16)
资产减值损失	1	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	33	60	60	60	60
营业利润	241	334	576	831	1155
营业外收入	12	7	0	0	0
营业外支出	1	4	0	0	0
利润总额	252	337	576	831	1155
所得税	73	43	86	125	173
净利润	179	295	489	707	982
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	179	295	489	707	982
EPS (元)	0.35	0.39	0.32	0.46	0.64

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	57%	33%	38%	38%	39%
营业利润	62%	38%	72%	44%	39%
净利润	79%	65%	66%	44%	39%
获利能力					
毛利率	26.1%	26.9%	29.1%	30.8%	31.2%
净利率	13.8%	17.1%	20.5%	21.5%	21.5%
ROE	7.6%	10.1%	13.2%	16.4%	18.9%
ROIC	7.1%	9.8%	11.5%	14.5%	17.0%
偿债能力					
资产负债率	27.2%	30.7%	15.3%	13.7%	12.7%
净负债比率	11.7%	13.5%	12.2%	10.0%	8.4%
流动比率	2.4	3.5	3.7	4.6	5.5
速动比率	2.1	2.6	2.7	3.3	3.8
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.7	0.8
存货周转率	4.0	3.0	2.7	2.9	2.9
应收帐款周转率	13.0	12.8	12.5	12.7	12.7
应付帐款周转率	17.5	17.0	16.9	16.9	17.1
每股资料(元)					
每股收益	0.35	0.39	0.32	0.46	0.64
每股经营现金	0.32	0.00	0.27	0.29	0.37
每股净资产	4.63	3.81	2.42	2.82	3.40
每股股利	0.01	0.06	0.06	0.06	0.06
估值比率					
PE	36.3	33.0	39.8	27.5	19.8
PB	2.8	3.3	5.3	4.5	3.7
EV/EBITDA	48.1	33.8	21.7	16.0	12.0

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。