

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

2009年7月2日

康美药业(600518.SH)/8.45元

与最大连锁药店海王星辰排它性战略合作

实现向全国OTC市场快速扩张

日用消费·医药

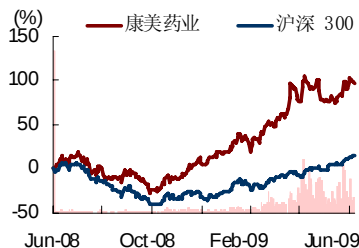
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3008
总股本(万股)	169437
已上市流通股(万股)	169437
总市值(亿元)	143
流通市值(亿元)	143
每股净资产(MRQ)	1.8
ROE(TTM)	11.3
资产负债率	33.2%
主要股东	普宁市康美实业有限公司
主要股东持股比例	15.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	12	88	84
相对表现	-4	16	71



相关报告

- 1、医药行业重点公司09年中期业绩前瞻—天坛康美表现最突出，东阿阿胶拐点确立 2009/6/30
- 2、医药行业2009年中期投资策略—政策受益、战略转型、立足创新、资产注入四大投资主题 2009/6/15
- 3、康美药业1季报点评—向OTC终端扩张等四头并进确保持续较快增长 2009/4/30
- 4、康美药业点评报告—1季度业绩再超预期，扩张整合稳步推进 2009/4/2
- 5、康美药业年报点评—品牌中药饮片龙头持续快速增长，估值正在跃升 2009/3/19
- 6、康美药业点评报告—完成收购新开河红参，预计08年业绩超预期 2009/3/12
- 7、康美药业点评报告—收购北京隆盛堂中药饮片，实施全国品牌战略 2009/2/12
- 8、康美药业深度报告—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

公告原因：公司今日公告与海王星辰签署5年期中药品类排它性战略合作协议。

- 我们早已在09年4月30日报告中就提示市场：康美药业四头并进（向外省市场扩张、向OTC终端扩张、收购品牌红参和药材贸易）、成为全国性品牌中药饮片龙头的发展战略，确保了公司业绩持续较快增长的态势。
- 海王星辰是我国最大连锁药店，在全国79个城市拥有2300家直营店，是纽交所上市企业，08年销售中药饮片7400万元，康美药业利用海王星辰全国布局的OTC连锁网络，与其签署了五年期中药品类排它性战略合作协议，快速实现了向全国OTC市场快速扩张，我们判断康美药业未来销售终端结构将突破原来依赖医院终端，转而形成医院终端和OTC终端并重的合理格局。双方战略合作分期分步实施，实质性贡献将在2010年体现，我们预计2010年将为康美药业至少贡献中药饮片销售收入2亿元。康美药业经营管理细致有序，公司将逐步建立自有的区域性物流配送中心控制OTC终端。
- 中药饮片早已纳入医保目录、继续纳入国家基本药物目录无悬念，新医改强调了发展“大连锁药店”以及连锁药店享受与基层医疗机构（社区医疗和新农合）同等的基本药物配备和使用报销的权利。因此，康美药业顺应新医改导向、与大连锁药店强强合作、向OTC终端延伸。公司09年初与一致药店签署了400家连锁药店排它战略合作，进展顺利，为更大范围OTC合作起到良好示范和铺垫作用。
- 中药饮片和中药材贸易是公司两大利润增长点，三七、虫草等药材今年价格大幅上涨，预计公司今年药材贸易利润增长贡献不俗。预计公司09年中期净利润增长60%，实现EPS 0.12元。今年上半年公司饮片收入达到了4亿元。
- 我们维持预计公司09~11净利润同比增长68%、42%和39%，实现EPS 0.29元/0.41元/0.58元，对应动态PE分别为29/20/15倍，参照一线股平均09年预测PE35倍，其估值水平还有上升空间。6个月目标价11元。

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	581	825	1147
同比增长	62%	38%	74%	42%	39%
净利润(百万元)	179	295	494	701	975
同比增长	79%	65%	68%	42%	39%
每股收益(元)	0.11	0.17	0.29	0.41	0.58
PE	24.1	21.9	29.0	20.4	14.7
PB	1.8	2.2	3.1	2.8	2.4

资料来源：招商证券，其中07~2011年EPS按最新股本摊薄

附录：康美药业股份有限公司第五届董事会 2009 年度第四次临时会议决议公告

康美药业股份有限公司（以下简称“公司”或“本公司”）第五届董事会 2009 年度第四次临时会议于 2009 年 6 月 30 日上午 10:30 在公司五楼小会议室召开，会议应出席董事 9 人，实际出席 9 人，符合《公司法》、《证券法》和《公司章程》的有关规定。会议由董事长马兴田先生主持，公司监事和高管列席了会议。经过与会的董事表决，审议通过了以下决议：

1、审议通过了《关于与深圳市海王星辰医药有限公司开展中药品类战略合作的议案》。

随着公司中药饮片产能扩大、中药饮片品规大幅增加、中药饮片下游产品加洲宝贝、菊皇茶、新开河红参系列等系列有力地丰富了公司中药产品链，进一步加强销售网络资源整合，扩大产品覆盖率，由以医院终端销售为主的营销网络向 OTC 和消费品市场延伸，提高市场占有率成为必然的选择。2009 年初公司与深圳一致药店开展中药品类战略合作进展顺利，已基本完成了各连锁药店的产品上柜工作，产品销售情况良好。进一步扩大医药终端连锁药店合作区域，提高全国范围的覆盖面，符合公司未来发展规划。

公司与深圳市海王星辰医药有限公司经过充分酝酿和协商，秉承互惠、诚信和公平的原则，计划将双方的企业品牌形象有机结合，创建特有的销售平台形象，共同打造现代中药服务平台和品牌，致力于促进中医中药的发展。

公司与深圳市海王星辰医药有限公司（以下简称“海王星辰”）计划开展 5 年期中药品类战略合作，公司成为海王星辰唯一中药品类战略合作商，纳入海王星辰管理的全国区域公司（包括下属子公司）所有连锁药店(包括合作期间新开药店)所需的中药品类商品全部由康美药业公司提供，康美药业在合作门店建立具有双方 VI 形象的中药专柜（在双方合作第一年度，在深圳区域的合作暂不以中药专柜的形式设立），合作期满后双方可以继续订立续期合作关系。

合作期间，海王星辰保证在合作门店内公司中药品类（即中药材、中药饮片，不包括已合作的中药单包装饮片）唯一合作商。协议有效期内，深圳市海王星辰医药有限公司的合作门店不得向第三方采购中药商品、为第三人代销中药商品或以其他方式为第三人销售中药商品。原海王星辰已合作的非康美药业公司中药单包装饮片三个月后双方根据销售情况给予评估，确定此类商品是否保留。但甲方不得在双方合作门店销售除此以外的任何非康美药业生产的中药饮片产品。

合作分期计划分批进行，第一期在海王星辰华东分部的杭州、宁波两个分部试点运行。试点完成后，逐步完成全国区域内甲方其他分部专柜的布置。

据了解，海王星辰成立于 1995 年 6 月，现有直营门店约 2300 多家，2008 年销售收入近 23 亿元人民币，业务遍及深圳、广州、成都、上海、杭州、苏州、宁波、大连、潍坊、天津、青岛等主要城市。连续多年雄踞中国连锁药店直营门店数排行榜首位，成为了行业地地道道的领跑者。2007 年 11 月，海王星辰成功登陆美国纽约证券交易所，成为中国内地第一家在纽交所上市的连锁药店。

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	3345	4044	5037
现金	1518	1482	2355	2704	3183
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	5221	5887	6851
流动负债	874	655	639	685	754
短期借款	379	569	500	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	639	685	754
股本	510	764	1694	1694	1694
资本公积金	1402	1469	1809	1809	1809
留存收益	446	683	1079	1699	2594
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	2357	2916	4582	5202	6097
负债及权益合计	3240	4209	5221	5887	6851

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	163	3	419	445	567
净利润			498	721	997
折旧摊销			116	112	109
财务费用			(13)	(26)	(34)
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	535	(16)	(8)
借款变动			(69)	0	0
普通股增加			930	0	0
资本公积增加			340	0	0
股利分配			(102)	(102)	(102)
其他			(565)	86	94
现金净增加额	810	(36)	873	349	479

资料来源：公司报表、招商证券，每股收益按最新股本摊薄

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	2279	3141
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	(8)	(5)	(3)
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	581	825	1147
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	581	825	1147
所得税	73	43	87	124	172
净利润	179	295	494	701	975
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	179	295	494	701	975
EPS (元)	0.35	0.39	0.29	0.41	0.58

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%	74%	42%	39%
净利润	79%	65%	68%	42%	39%
获利能力					
毛利率	26.1%	26.9%	29.1%	30.7%	31.3%
净利率	13.8%	17.1%	20.7%	21.3%	21.3%
ROE	7.6%	10.1%	10.8%	13.5%	16.1%
ROIC	7.1%	9.8%	9.6%	12.3%	14.8%
偿债能力					
资产负债率	27.2%	30.7%	12.2%	11.7%	11.1%
净负债比率	11.7%	13.5%	9.6%	8.5%	7.3%
流动比率	2.4	3.5	5.2	5.9	6.6
速动比率	2.1	2.6	4.2	4.5	5.0
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7
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	17.0
每股资料(元)					
每股收益	0.11	0.17	0.29	0.41	0.58
每股经营现金	0.32	0.00	0.25	0.26	0.34
每股净资产	4.63	3.81	2.70	3.06	3.57
每股股利	0.01	0.06	0.06	0.06	0.06
估值比率					
PE	24.1	21.9	29.0	20.4	14.7
PB	1.8	2.2	3.1	2.8	2.4
EV/EBITDA	51.9	36.5	23.4	17.3	12.9

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（NICBPB）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

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。