



康美药业(600518)

上游已具垄断优势，下游雏形渐显

——康美药业(600518)调研简报

姓名 金嫣

86-21-64718888-1241

jinyan@stocke.com.cn

本报告导读：

- 中药饮片、中药材仍是公司未来发展重点
- 主营内外兼修打造产业一体化

投资要点：

■ 中药饮片、中药材两大利润驱动轮

公司 02 年始进入中药饮片行业，06 年介入中药材贸易，凭借政策扶持、行业稳增、灵活机制，两大业务迅速贡献利润。今年上半年中药饮片和中药材贸易收入占比分别为 36.66%、36.45%，毛利占比分别为 48.75%、28.3%，未来仍是公司发展的侧重点。

■ 外扩内炼打造“中药材-中药饮片-医院”一体化

公司围绕中医药领域做大做强，上游向中药材延伸——通过收购扩张快速在全国布局，下游开拓康美中医院，中间通过中药物流港作为桥梁链接贯通。

■ 风险提示：募集资金使用风险

公司募集的资金主要用于构建产业一体化，但仍需注意公司所投项目的实施进度以及项目效果。

■ 投资建议：买入

预计 09-11 年公司业绩分别为 0.28、0.35、0.42 元/股。对应的市盈率为 34、26、22 倍。出于对公司高成长性、强有力的经营和成本控制能力、以及国家对中医药的扶持力度这三大方面的看好，我们认为公司是一个长期投资品种。投资建议：买入。

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1294.1	1727.2	2270.5	2820.0	3638.2
收入增长率%	56.74%	33.47%	31.46%	24.20%	29.01%
EBITDA(百万元)	284.5	394.2	641.7	824.6	1085.8
净利润(百万元)	146.1	294.6	466.0	601.0	708.3
摊薄 EPS(元)	0.09	0.17	0.28	0.35	0.42
PE	32.9	24.5	34.3	26.6	22.6
EV/EBITDA(X)	12.9	17.6	21.3	17.0	12.9
PB	2.07	2.47	3.47	3.15	2.86
ROIC	6.0%	7.1%	7.3%	8.7%	9.6%
总资产周转率	0.50	0.47	0.42	0.41	0.49

评级：买入

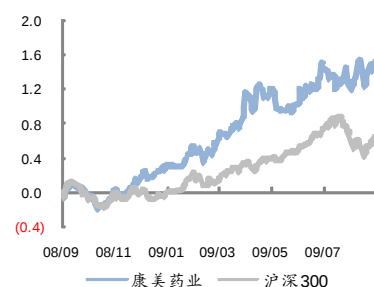
上次评级：买入

目标价格：¥ 10.50

上次预测：¥ 9.00

当前价格：¥ 9.32

单季度业绩	元/股
1Q/2008	0.0797
2Q/2008	0.0870
3Q/2008	0.0723
4Q/2008	0.1464
1Q/2009	0.1427
2Q/2009	0.0654



公司简介：

公司是一家药品生产及经营企业，主要从事中药饮片、化药等生产与销售，以及外购产品的销售和中药材贸易。

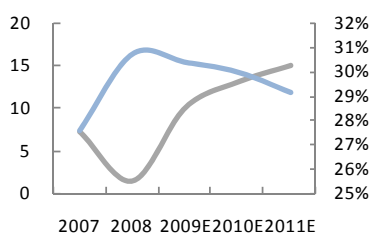
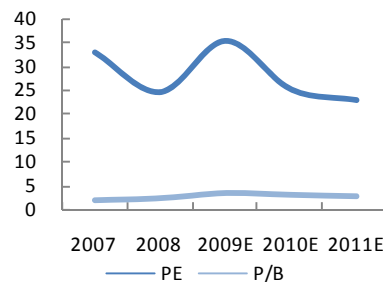
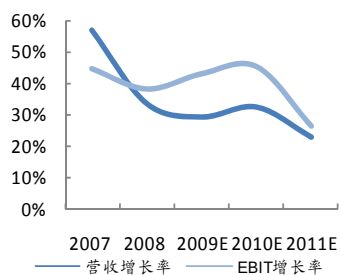
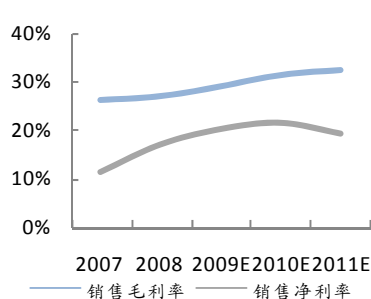
相关报告

- 《加固饮片龙头，打通产业上下游——康美药业(600518)深度研究报告》
- 《中药饮片龙头或受系统性风险影响——康美药业(600518)季度点评》
- 《业绩超预期，饮片龙头积极扩张——康美药业(600518)季度点评》





资产负债表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	1518.2	1482.4	3472.2	3296.9	3305.0	营业收入	1294.1	1727.2	2270.5	2820.0	3638.2
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业成本	956.2	1262.5	1605.0	1946.6	2451.9
应收账款	106.6	163.9	186.6	231.8	299.0	营业税金及附加	4.5	3.2	4.5	5.6	7.3
预付款项	233.1	68.8	60.8	51.1	38.8	销售费用	56.0	77.1	99.9	123.5	159.4
其他应收款	4.0	1.5	1.9	2.4	3.1	管理费用	35.6	49.8	65.8	90.2	127.3
存货	267.1	565.7	439.7	533.3	671.8	财务费用	31.8	57.9	0.0	0.0	0.0
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	1.4	2.4	7.0	7.0	8.0
长期股权投资	76.6	131.4	131.4	131.4	131.4	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	720.2	798.1	1242.9	1793.8	2286.8	投资收益	0.0	59.6	60.0	60.0	60.0
在建工程	154.1	479.5	539.8	669.9	634.9	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	208.5	333.8	548.2	707.0	944.3
无形资产	119.5	515.0	463.5	412.0	360.5	营业外收支净额	10.5	3.5	0.0	0.0	0.0
长期待摊费用	0.3	0.5	0.5	0.4	0.4	税前利润	219.0	337.3	548.2	707.0	944.3
资产总计	3201.8	4208.6	6541.1	7124.7	7733.4	减: 所得税	72.8	42.8	82.2	106.1	236.1
短期借款	379.0	569.0	0.0	0.0	0.0	净利润	146.1	294.6	466.0	601.0	708.3
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	归属于母公司的净利润	146.1	294.6	466.0	601.0	708.3
应付账款	62.6	85.6	105.5	128.0	161.2	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
预收款项	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3	基本每股收益	0.29	0.39	0.28	0.35	0.42
应付职工薪酬	5.4	3.7	3.7	3.7	3.7	稀释每股收益	0.09	0.17	0.28	0.35	0.42
应交税费	27.9	-14.3	-14.3	-14.3	-14.3	财务指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
其他应付款	2.8	3.2	3.2	3.2	3.2	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	56.7%	33.5%	31.5%	24.2%	29.0%
长期借款	0.0	0.0	500.0	600.0	600.0	EBIT 增长率	44.8%	38.4%	48.0%	32.1%	36.4%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	46.1%	101.6%	58.2%	29.0%	17.9%
负债合计	882.7	1292.5	2004.4	2174.3	2303.3	盈利性					
股东权益合计	2319.1	2916.1	4605.4	5066.6	5594.6	销售毛利率	26.1%	26.9%	29.3%	31.0%	32.6%
现金流量表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	销售净利率	11.3%	17.1%	20.5%	21.3%	19.5%
净利润	146.1	294.6	466.0	601.0	708.3	ROE	6.3%	10.1%	10.1%	11.9%	12.7%
折旧与摊销	42.9	59.7	146.5	170.6	193.5	ROIC	6.0%	7.1%	7.3%	8.7%	9.6%
经营活动现金流	162.6	3.0	683.2	604.6	680.8	估值倍数					
投资活动现金流	-404.8	-669.1	-540.0	-740.0	-540.0	PE	32.9	24.5	34.3	26.6	22.6
融资活动现金流	1052.5	630.3	1846.6	-39.8	-132.8	P/S	3.7	4.2	7.0	5.7	4.4
现金净变动	810.3	-35.8	1989.8	-175.2	8.0	P/B	2.1	2.5	3.5	3.2	2.9
期初现金余额	707.9	1518.2	1482.4	3472.2	3296.9	股息收益率	4.3%	3.8%	0.3%	0.9%	1.1%
期末现金余额	1518.2	1482.4	3472.2	3296.9	3305.0	EV/EBITDA	12.9	17.6	21.3	17.0	12.9





目 录

1、公司简介	4
1.1 中药饮片+中药材领域龙头	4
1.2 行业稳增，政策扶持	4
1.3 民营机制灵活，地域优势明显	5
2、主营内外兼修	5
2.1 外扩——布局全国	5
2.2 内炼——产业链一体化	6
3、募集资金使用风险	7
4、盈利预测	7
4.1 关键假设	7
4.2 盈利预测	7
5、投资建议	8

图 表

图 1.中药饮片加工过程	4
图 2.公司全国扩张图	5
图 3.产业链一体化	6





1、公司简介

1.1 中药饮片+中药材领域龙头

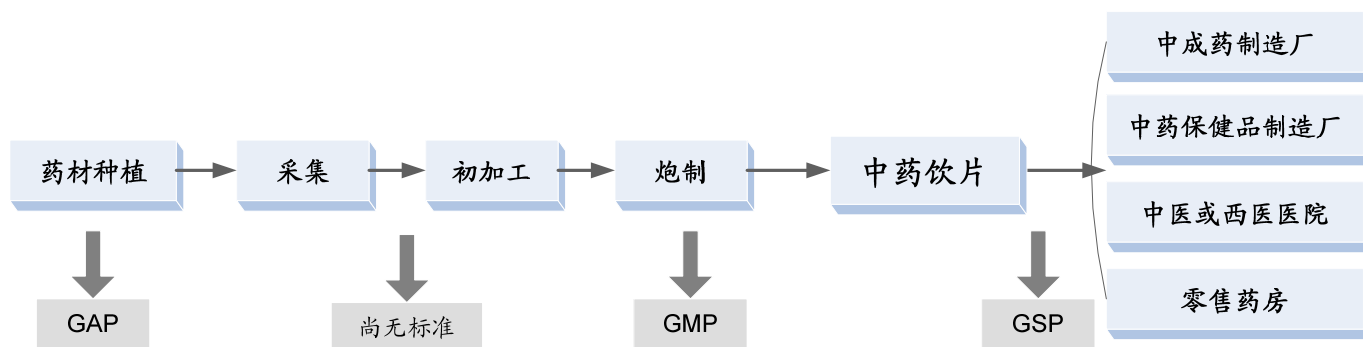
公司是一家药品生产及经营企业，主要从事中药饮片、化学药品等的生产与销售，以及外购产品的销售和中药材贸易。

01年公司以化学药生产企业上交所上市，但自02年公司开始进入中药饮片行业，次年开始对公司贡献利润，06年左右介入中药材贸易，并开始贡献利润。今年上半年公司的中药饮片和中药材贸易收入占比分别为36.66%、36.45%，毛利占比分别为48.75%、28.3%，未来仍是公司发展的侧重点。

1.2 行业稳增，政策扶持

中药饮片是药用动植物（原料）经过一定加工炮制方法制成的、适合于中医临床选用以制成一定剂型的药物，其实质就是中医临床所使用的中药单味药。中药按其是否经过加工或加工程度不同可依次分为中药材、中药饮片和中成药三个环节，中药材经过种植、捕获、采摘后还需经一系列炮制加工才能成为中药饮片熬制汤剂入药，中药饮片经进一步的提取成为中成药可直接服用。

图 1.中药饮片加工过程



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

从图1中可以看出，饮片的源头以及下游都有了规范化管理，但是在采集和初加工中目前尚无标准，从而导致饮片行业“小作坊”式生产特征明显，而优质企业由于成本劣势使整个行业的集中度一直难以提升。

行业整顿导致优质饮片企业供不应求。08年是中药饮片行业的分水岭，行业整顿后70%的企业面临停产，直接导致优质饮片企业供不应求。公司进入北京市场后，由于饮片供给明显不足，被动在北京建设饮片厂。

国家加大中医药的扶持力度。今年8月20日公布的基本药物制度中首次将中药饮片列为基本药





物，一方面是保证用药需求，而且中药饮片价格相对低廉利于在基层推广；另一方面饮片进入目录也利于推动我国中医药事业的发展。

1.3 民营机制灵活，地域优势明显

公司是民营企业，在人事、分配、机构设置等方面具有较大的灵活性。公司实际控制人为马兴田、许冬瑾夫妇，直接参与公司治理，企业决策效率高。康美药业真正生产中药饮片是在02年，而在03年就迅速成为国内首批通过GMP认证的三家企业之一，并承担国家几百个中药饮片质量标准的制定工作。公司从化学药生产转向中药饮片生产的历程，足见其经营能力之强。正因为公司的灵活机制，公司还具有很强的成本控制能力，三费占收入的比重仅有10.7%（08年）。

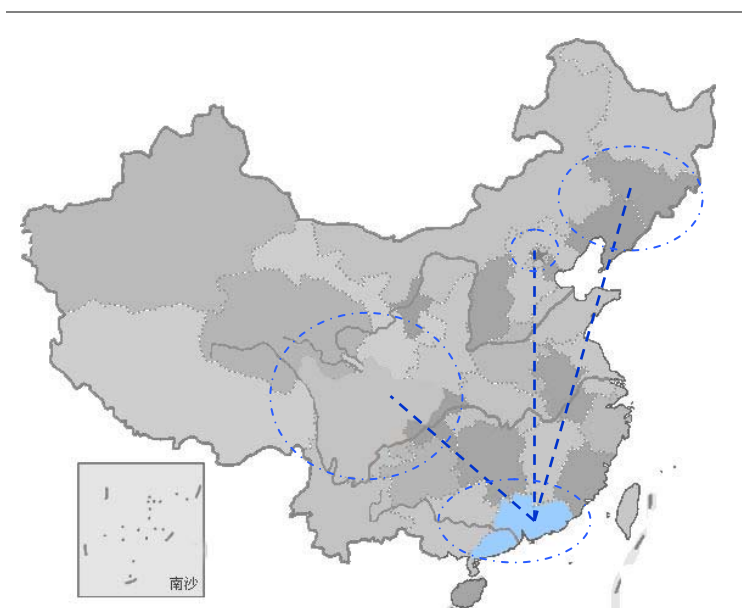
公司地处广东省普宁市，具有便利的交通条件和扎实的医药经济基础。普宁市当地药材资源十分丰富，拥有全国性的中药材市场——普宁市中药材专业市场，是国家批准的全国首批8个国家定点中药材市场之一，日上市品种达700多个。

2、主营内外兼修

2.1 外扩——布局全国

正如前文所说，中药饮片行业集中度相对较低，公司由于地理位置决定了其业务主要集中在华南地区，华南地区的业务一直在公司总收入中占比较高。公司在广东省饮片行业的市场份额约为20%，但在全国的市场中约为2-3%。公司去年底开始通过一系列收购，已经迅速在全国布局。

图 2.公司全国扩张图



资料来源：公司公告，浙商证券研究所



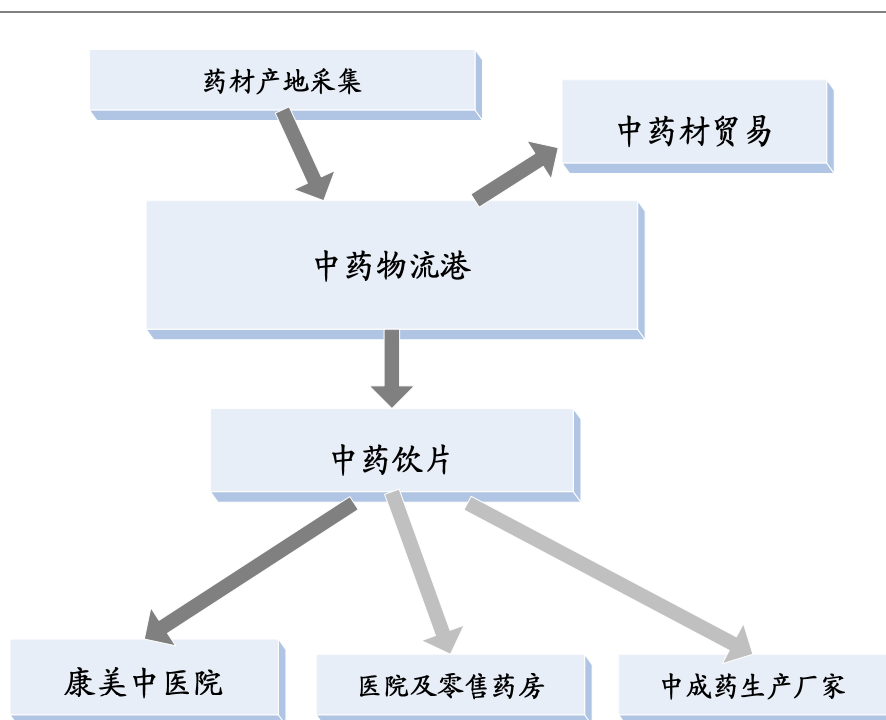


- 公司投资2.21亿元在四川成都建立了中药材生产基地，充分发挥成都等西南地区的中药材优势（四川的中药材资源占全国的30%），除此以外，未来将覆盖成都等地中药饮片的供应；
- 公司收购北京隆盛堂，打开北京等北方地区的市场，由于公司产品的丰富以及质量的保障，公司目前已谈妥向北京广安门中医院(北方最大的中药饮片销售医院))供货，供给明显不足，公司投资3亿在北京建立中药生产基地；
- 公司跨省扩张又下一城，收购了中国知名红参生产企业新开河，除了满足产能扩张外，也满足了公司在药材资源的战略布局。公司强有力的销售渠道有效的弥补了新开河营销的弊端，而新开河的品牌价值和丰富的人参品种无论在利润上或资源垄断上都对公司有明确的贡献。

2.2 内炼——产业链一体化

公司围绕中医药领域做大做强，上游向中药材延伸，下游开拓康美中医院，中间通过中药物流港作为桥梁链接贯通。

图 3.产业链一体化



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

中药材贸易：逐步控制上游贵重稀少品种。公司无论是基于自身利益的发展，或者是为了改变中药材价格不稳定性的现状，以公司目前的资金实力以及市场地位，向上游的发展能够使公司在一些贵重稀少药材具备了绝对的话语权，如西洋参、虫草和三七。公司所选择的品种





需同时具备价格区间合理、种植周期较长（或对自然要求苛刻）、刚性需求这三大特征，并从源头直接垄断，通过与药农合作发展，使得品种价格相对稳定。公司对贵重稀少药材的强控制力，使得公司可以通过“低买高卖”，使下游被动接受，从中获得利润。

中物流港：中药领域的“九州通”。中药材流通领域，目前还处在自发的中药材集贸市场和传统的中药材专业市场等落后的经营状况。目前，全国依托药材产地和传统集散地已经形成了17个主要的药材交易市场，其销售额占全国中药材销售总额的70%以上，年交易额上千亿元，而其余的多通过自发的药材集贸市场流通。因此对公司而言，除了产销之外，物流配送和仓储能力也将制约公司布局全国。目前公司的中药饮片物流配送中心配送的药材达4,000多个品种，仍不能满足公司的需求，因此公司投资10亿元构建中物流港，项目完成后能达到每年销售中药材8万吨、中药饮片8,000吨。公司第四年按完全达产计算，可获得销售收入180,000万元。

康美中医院：产业链“中药材-中药饮片-医院”的意图明显。普宁是大陆人口第一大县级行政单位，全市常住人口350万。目前大型医院有人民医院和华侨医院，远不能满足消费者的需求，公司达产后收入达1.5亿元。预计该项目明年年底完工投产。

3、募集资金使用风险

除去公司上市初期募集的资金，公司连续3年通过多种形式融资——06、07年增发A股，分别募集资金4.85亿元、10.23亿元；08年发行可转债，募集资金8.87亿元。公司募集的资金主要用于构建产业一体化，但仍需注意公司所投项目的实施进度以及项目效果。

4、盈利预测

4.1 关键假设

1. 随着中药饮片在基层的推广，以及公司明年产能释放——二期完全达产、北京中药饮片基地部分投产，公司明年销量上升明显。2009-2010年中药饮片收入同比增长36%、41%、41%。随着规模的放大，公司产品毛利率小幅上升。
2. 公司自产产品西药类收入及成本基本得到维持，毛利率基本维持在39%。
3. 外购产品随着规模扩张收入增加，尤其是外购中药材收入增长明显，09年受益三七等药材价格的翻番，预计收入增长67%。外购产品毛利率基本保持稳定小幅增长。
4. 对广发基金10%股权长期投资的投资收益为6,000万元。
5. 公司自08年起享受税收优惠，2009、2010年按15%税率执行。

4.2 盈利预测





在上述假设前提下，预计2009~2011年公司分别实现收入22.71、28.20和36.28亿元，同比分别增长31.5%、24.2%和29.0%；分别实现归属于母公司净利润452、638、708万元，对应每股收益分别为0.28、0.35和0.42元。

5、投资建议

单从PE来看，公司目前35倍的PE优势并不明显，但出于对公司高成长性、强有效的经营和成本控制能力、以及国家对中医药的扶持力度这三大方面的看好，我们认为公司是一个长期投资品种。维持公司“买入”评级。





浙商证券研究团队

浙商证券管理团队

副所长·研究策划

吴鹏飞

+86 21 6471 8888

wupengfei@stocke.com.cn

副所长·策略 行业比较

詹诗华

+86 21 6471 3765

wupengfei@stocke.com.cn

副所长·客服中心

吕小萍

+86 21 6471 3765

wupengfei@stocke.com.cn

所长助理·金融工程

姚小军

+86 21 6471 7903

wupengfei@stocke.com.cn

宏观·策略研究团队

首席经济学家

闻岳春

+86 21 6471 6089

wenyuechun@stocke.com.cn

首席策略分析

潘立彬

+86 21 6431 6020

panlibin@stocke.com.cn

宏观经济 债券研究

陶敬刚

+86 21 6471 8888-1104

taojinggang@stocke.com.cn

策略研究

王伟俊

+86 21 6471 8888-1277

wangweijun@stocke.com.cn

行业研究团队

电力设备行业研究

史海昇

+86 21 6471 8888-1737

shihaiseng@stocke.com.cn

房地产行业研究

戴方

+86 21 6471 8888-1219

daifang@stocke.com.cn

商贸 旅游行业研究

程艳华

+86 21 6471 8888-1212

chengyanhua@stocke.com.cn

钢铁行业研究

马春霞

+86 21 6471 8888-1270

machunxia@stocke.com.cn

煤炭行业研究

田加伟

+86 21 6471 8888-1117

tianjiawei@stocke.com.cn

化工行业研究

代鹏举

+86 21 6471 8888-1206

daipengju@stocke.com.cn

交通运输行业研究

李冬

+86 21 6471 8888-1807

lidong@stocke.com.cn

通信行业研究

徐昊

+86 21 6471 8888-1702

xuhao@stocke.com.cn

有色行业研究

林建

+86 21 6471 8888-1286

linjian@stocke.com.cn

医药行业研究

金嫣

+86 21 6471 8888-1241

jinyan@stocke.com.cn

银行业金融行业研究

黄薇

+86 21 6471 8888-1813

huangwei@stocke.com.cn

电力行业研究

张延兵

+86 21 6471 8888-1106

zhangyanbing@stocke.com.cn

金融工程研究团队

金融工程与衍生品研究

邱小平

+86 21 6471 8888-1701

qiuxiaoping@stocke.com.cn

信息技术

李思明

+86 21 6471 8888-1824

lisiming@stocke.com.cn

金融工程与基金

陆靖昶

+86 21 6471 8888-1254

lujingchang@stocke.com.cn

销售服务团队

客户服务

张燕华

+86 21 6471 8888-1287

zhangyanhua@stocke.com.cn





浙商证券股票投资评级说明

- 1、买入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%
- 3、卖出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

浙商证券研究所

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64718888

浙商证券网址：www.stocke.com.cn

