

康美药业（600518） 西药

周期性低点并不遥远

2009 年 11 月 3 日

投资评级	推荐	公司评级	A	收盘价	10.17	元
------	----	------	---	-----	-------	---

事件：前三季度公司实现收入 17.42 亿，归属母公净利润 3.2 亿，分别同比增长 33.76%，75.68%，每股收益 0.20 元，每股经营现金 0.06 元。

点评：

1. 单季度增速同比、环比下降：

三季度营业收入同比、环比增速分别为 14.5%，-8.75%，增速均呈现下降，但毛利率 3Q 单季度达到 32.4%，比 2Q 大幅度提高 3.1 个百分点，我们估计是中药材贸易增速下降，占收入比重下降，但饮片仍保持较高增长，带动毛利率大幅度提高；

2. 拓展市场增加费用：

公司继续向广东省二三级医院拓展市场，单季度销售费用率比 2Q 大幅提高近 2 个百分点，管理费用率因无形资产摊销增加提高了 0.5 个百分点，但由于毛利率提高更多，实际营业利润率是提高了，这也是净利润增长快于收入增长的原因；

3. 经营现金流：

购买商品与劳务的现金支出大幅增加，存货增速并未继续提高，我们判断可能是因为拓展销售的费用开支大幅度提升，带来经营性现金净流入只同比 1.23%，每股经营现金 0.06 元；

4. 中药饮片龙头，后续增长点可期

依据行业数据判断，饮片行业毛利率持续提升，但收入增速逐渐放慢，产成品的消化快于预期，年初行业高增长的周期性低点可能并不遥远，作为行业龙头，我们持续看好公司前景，后续 OTC 的市场拓展，京津地区的市场切入，以及 10 年康美中医院，前景仍旧值得期待，我们预计 09、10、11 年每古收益分别为 0.29、0.38、0.48 元，维持推荐评级。

联系方式

研究员： 刘斌
电 话： 021-51097188-1859
电 邮：
联系人： 赵喜娟
电 话： （86-21）51097188-1952
电 邮： zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址： 中国上海市浦东南路 379 号
金穗大厦 15F（200120）

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2282	3194	3420	3219
现金	1482	2500	2100	2000
应收账款	164	212	289	354
其他应收款	1	4	4	6
预付账款	69	98	131	161
存货	566	381	897	699
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	1926	3422	3707	3957
长期投资	131	1379	1450	1480
固定资产	798	981	1033	1021
无形资产	515	806	1097	1388
其他非流动资产	482	256	127	68
资产总计	4209	6616	7128	7176
流动负债	655	1710	1621	955
短期借款	569	1552	1448	762
应付账款	86	104	150	163
其他流动负债	-0	54	23	30
非流动负债	638	659	659	614
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	638	659	659	614
负债合计	1292	2369	2280	1569
少数股东权益	0	0	0	0
股本	764	1694	1694	1694
资本公积	1469	1808	1808	1808
留存收益	683	745	1345	2106
归属母公司股东权益	2916	4247	4847	5608
负债和股东权益	4209	6616	7128	7176

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	3	683	105	976
净利润	295	490	651	811
折旧摊销	60	65	76	82
财务费用	58	13	29	14
投资损失	-60	-50	-50	-50
营运资金变动	-373	177	-615	118
其他经营现金	24	-12	13	1
投资活动现金流	-669	-1498	-321	-280

利润表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1727	2331	3134	3859
营业成本	1262	1634	2178	2682
营业税金及附加	3	4	6	7
营业费用	77	98	132	162
管理费用	50	65	88	108
财务费用	58	13	29	14
资产减值损失	2	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	60	50	50	50
营业利润	334	563	749	932
营业外收入	7	0	0	0
营业外支出	4	0	0	0
利润总额	337	563	749	932
所得税	43	73	97	121
净利润	295	490	651	811
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	295	490	651	811
EBITDA	451	642	854	1029
EPS (元)	0.39	0.29	0.38	0.48

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	33.5%	35.0%	34.4%	23.1%
营业利润	38.4%	68.7%	32.9%	24.6%
归属于母公司净利润	64.7%	66.3%	32.9%	24.6%
获利能力				
毛利率(%)	26.9%	29.9%	30.5%	30.5%
净利率(%)	17.1%	21.0%	20.8%	21.0%
ROE(%)	10.1%	11.5%	13.4%	14.5%
ROIC(%)	13.6%	19.5%	19.9%	23.5%
偿债能力				
资产负债率(%)	30.7%	35.8%	32.0%	21.9%
净负债比率(%)	44.02%	65.50%	63.51%	48.60%
流动比率	3.49	1.87	2.11	3.37
速动比率	2.62	1.64	1.56	2.64
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.43	0.46	0.54

资本支出	693	0	0	0	应收账款周转率	12	12	12	12
长期投资	0	1248	71	30	应付账款周转率	17.04	17.21	17.15	17.17
其他投资现金									
流	24	-250	-250	-250	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	630	1832	-184	-796	每股收益(最新摊薄)	0.17	0.29	0.38	0.48
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.00	0.40	0.06	0.58
短期借款	190	983	-104	-686	每股净资产(最新摊薄)	1.72	2.51	2.86	3.31
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	255	930	0	0	P/E	57.28	34.44	25.91	20.80
资本公积增加	72	339	0	0					
其他筹资现金					P/B	5.79	3.97	3.48	3.01
流	114	-420	-80	-110	EV/EBITDA	16	11	8	7
现金净增加额	-36	1018	-400	-100					

国元证券投资评级体系:

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定, 预计未来 6 个月内, 行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责条款:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究中心联系。 网址: www.gyzq.com.cn