

买入调高

康美药业（600518）

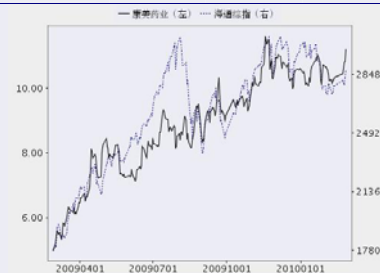
2010年02月26日

股票价格

20100225 收盘价	10.84 元
6 个月内目标价	15.14 元
59 周内股价波动	6.90-11.70 元

主要估值指标

	2009E	2010E	2011E
市盈率	34.51	25.83	18.74
市净率	5.15	4.38	3.63



资料来源：海通证券研究所

相关研究

医药行业分析师

江维娜

电话：021-23219610

Email: jiangwn@htsec.com

政策推动发展，业绩稳定增长的中药饮片龙头

- **中药饮片行业盈利稳步提升，增速较快。**中药饮片在医药工业中具有承上启下的作用，虽然是最小的子行业，但盈利水平稳步提升，2009 年 1-11 月实现收入 431 亿元，增速为 25.6%，利润总额为 29 亿元，增速为 39.4%。
- **行业内小企业众多，大企业具有优势。**截至 2009 年 11 月我国共有中药饮片加工企业 713 家，小企业占 96.5%，且亏损企业中小企业占大多数；大型企业利润率高于行业平均 14.6%，且营收增速较行业平均快 5.9%，大企业具有优势。
- **政策将推动行业长足发展。**《扶持和促进中医药事业的发展》的推出、国家基本药物目录把符合国家标准的中药饮片全部收录，一系列政策利好将促进中药饮片行业的发展；GMP、小包装推广将提升行业标准，促进资源向优势企业集中。
- **一体化产业链是公司核心竞争力。**公司已建立贯穿中药材资源、中药饮片加工、营销渠道等一体化产业链，收购上海美峰和上海金像将使华东地区业务扩大，收购北京隆盛堂、建设北京大兴项目、与广安门中医院合作将有助于京津地区业务的扩张，收购吉林集安红参资源，建立康美新开河，向上游中药材延伸触角。
- **中药饮片加工业务将支撑公司业绩。**中药饮片是公司主要收入和利润来源，2006 年至今，占公司主营收入比例逐年上升，2006 和 2008 年这个数字分别为 28.4% 和 36.4%，毛利占总体比例也随之上升，2006 和 2008 年分别为 18.2%和 51.4%。
- **中药材贸易结算将形成股价刺激因素。**公司于 2008 和 2009 年储备了大量三七和虫草等名贵中药材，至今价格上涨幅度很大，云南旱情推动三七价格一路上扬，上涨幅度超过 300%，虫草也上涨约 30%，公司从事中药材贸易多年，对市场供需情况和行情把握经验丰富，随时可以将此部分利润兑现，结算后将形成股价刺激因素。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2009-2011 年公司 EPS 分别为 0.31、0.42 和 0.58 元，考虑公司行业龙头地位，目标价区间为 15.14-15.28 元，还有 39.66-49.95% 上涨空间，给予“买入”的投资评级。
- **主要不确定因素。**1) 中药材价格波动和供应问题。2) 能否消化扩张的产能。

	2008	2009E	2010E	2011E
净利润增长率（%）	64.74	80.67	33.62	37.81
毛利率（%）	26.90	30.12	30.12	30.17
净资产收益率（%）	12.79	9.67	9.84	11.03
每股经营性现金流（元）	0.002	0.13	0.32	0.43
每股收益（元）	0.39	0.31	0.42	0.58

目 录

投资要点.....	2
1. 中药饮片行业盈利稳步提升.....	3
1.1 中药饮片在医药工业中具有承上启下的作用	3
1.2 中药饮片是医药制造业中最小的子行业，但盈利水平稳步提高.....	3
2. 企业众多，竞争激烈.....	3
2.1 生产地域较为集中	3
2.2 生产规模小的企业众多	4
3. 政策推动发展.....	4
3.1 政策将促进中药饮片行业长足发展	4
3.2 实行中药饮片小包装将提高行业标准	5
4. “资源+渠道”构建的产业链一体化，是公司核心竞争力	6
4.1 公司作为上市公司具有良好的融资平台	6
4.2 公司已经构建了以资源和渠道为依托的一体化的产业链.....	6
4.3 康美新开河确立红参资源优势	8
4.4 利用快消品作为切入点进入下游	8
4.5 与医药连锁公司合作	9
4.6 拓展医院销售渠道	9
4.7 康美医院	10
4.8 产能扩张保证日益增长的业务需求	10
4.9 管理运作优势保证公司高盈利	11
5. 中药饮片业务将为公司提供业绩支持.....	11
5.1 中药饮片加工将保持较高速度增长，毛利率逐渐提高.....	12
5.2 中药材贸易结算后将形成股价刺激因素	12
6. 投资风险	14
7. 估值与投资建议.....	14
7.1 估值	14
7.2 投资建议	16
财务报表分析和预测	17

投资要点

在新医改的有利政策支持下，中药饮片行业将有较大发展，康美药业作为我国中药饮片行业的龙头企业，将从中受益，中药饮片业务将保持高速增长，一系列外延式和内生性扩张将促使公司进一步增长，综合我们对公司前景的判断和估值，我们认为目前的股价还没有完全反映公司的成长，股价还存在一定上涨空间，因此调高公司的投资评级至“买入”。

估值分析

我们认为，中药饮片将继续成为公司收入和利润的主要来源，在产业链上下游的扩张将推动公司进一步发展，而产能瓶颈的解决将为公司的发展扫除障碍。

上市公司中主业为中药饮片的比较少，我们选择涉及中药饮片的同仁堂，以及中药饮片上下游相关公司作比较。根据我们的盈利预测，可比公司 2010 年 PE 平均为 34.35 倍，鉴于公司历史 PE 相对可比公司的情况和公司中药饮片业务全国性扩张而带来的增长潜力，我们给出不低于可比公司平均 PE 水平，采用 PE 估值为 15.14 元。

根据计算，可比公司 2010 年平均 PEG 为 2.39，我们认为中药饮片行业将保持较高增速，公司作为中药饮片行业的龙头企业，具有产业链一体化的竞争优势，PEG 应该不低于可比公司平均水平，采用 PEG 估值为 15.28 元。

根据 PE 法和 PEG 法的估值结果，我们认为康美药业的合理股价在 15.14-15.28 元，对应 2010 的 PE 为 36.07-36.40 倍，相对当前股价还有 39.66-40.95% 的上涨空间，给予公司“买入”的投资评级。

支持我们投资建议的几项关键性因素

- 政策支持行业发展，盈利将稳步提升，质量标准的提高趋势，及中药饮片小包装的推广，将逐渐淘汰小公司，公司作为龙头将从中受益。
- 公司已逐渐建成以资源和渠道为依托的一体化产业链，成立康美新开河控制红参资源、收购北京隆盛堂、上海美峰和上海金像，将扩大京津和华东地区的渠道，与一致药业和海王星辰合作将拓展全国市场，与医院合作稳固和开发医院市场，建立康美中医院，将实行多元化经营和拓展销售渠道，竞争优势明显。
- 中药饮片将成为公司主要的收入和利润来源，为公司业绩提供支撑。
- 云南大旱带来三七价格上涨，中药材贸易结算后将形成股价刺激因素。

不确定因素

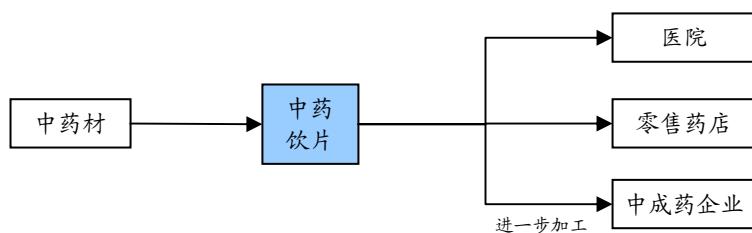
- 产能和固定资产扩张过快，而销路不畅引起的风险

1. 中药饮片行业盈利稳步提升

1.1 中药饮片在医药工业中具有承上启下的作用

中药饮片是中药材按中医药理论，经过中药炮制方法加工后，可直接用于中医临床的中药。在产业链中处于承上启下的地位，顾名思义，其上游原材料来自中药材，下游既可以直接用于临床，也可以经过提炼加工制得原料药或中成药。

图 1 中药饮片产业链



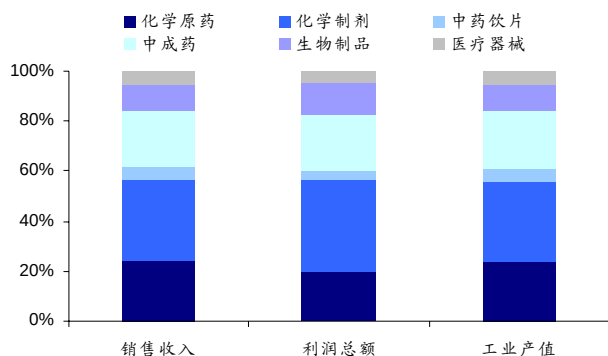
资料来源：海通证券研究所

1.2 中药饮片是医药制造业中最小的子行业，但盈利水平稳步提高

中药饮片是医药各子行业中最小的一个，2008 年工业产值和销售收入分别占行业总体 5.3% 和 5.2%，由于该行业毛利率较低，利润总额只占到 3.6%。

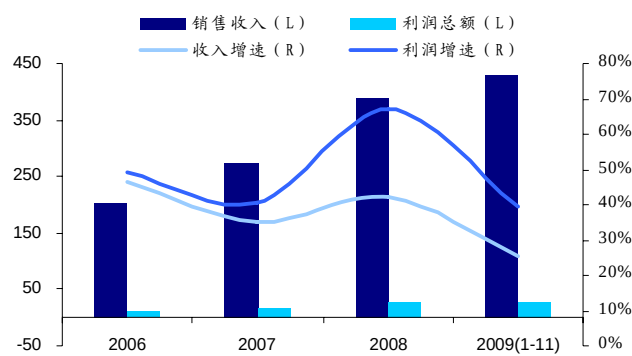
但近几年中药饮片行业收入和利润增速较快，由于毛利率稳步提升和期间费用率得到较好控制，利润总额的增速明显高于收入增速，从而盈利状况得到改善。

图 2 医药各子行业收入和利润构成



资料来源：CEI，海通证券研究所

图 3 中药饮片行业收入和利润总额情况（亿元）



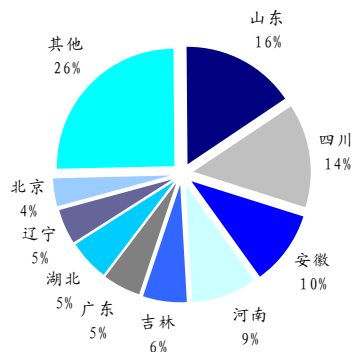
资料来源：CEI，海通证券研究所

2. 企业众多，竞争激烈

2.1 生产地域较为集中

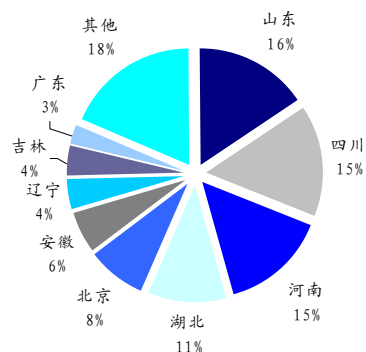
由于中药材种植区域主要集中于四川、东北、山东等地，中药饮片的生产也较集中，2009 年 1-11 月中药饮片加工业收入前 10 名的省份总计占全国 78.6%，利润总额占 83.8%，其中山东排名第一，占 16%。

图 4 中药饮片加工业收入分布



资料来源：国家统计局，研究所

图 5 中药饮片加工业利润总额分布



资料来源：国家统计局，研究所

2.2 生产规模小的企业众多

根据国家统计局的数据，截至 2009 年 11 月，全国共有中药饮片生产企业 713 家，但小型企业较多，占企业总数的 96.49%；亏损企业中小型企业也占绝大多数，1-11 月亏损企业共 88 家，有 87 家是小型企业，约占小型企业总数的 12.65%。

表 1 2009 年 1-11 月各规模企业总体情况

企业规模	企业数量 (个)	亏损企业数 (个)	亏损企业占同类企 业总数比例	亏损总额 (千元)	同比增减
全部	713	88	12.34%	139,830	27.73%
小型	688	87	12.65%	139,596	27.52%
中型	24	1	4.17%	234	--
大型	1	0	--	--	--

资料来源：CEI，海通证券研究所

由于中药饮片行业企业数量众多，所创造的收入和利润也相对较多，但盈利水平不够理想，企业规模越大，利润率就越高，大型企业利润率高出行业平均 14.6 个百分点。

表 2 2009 年 1-11 月各规模企业盈利情况(亿元)

企业规模	营业收入	同比增长	利润总额	同比增长	利润率
全部	430.72	25.57%	29.23	39.38%	6.79%
小型	334.79	27.32%	18.09	30.64%	5.40%
中型	83.06	18.18%	8.39	39.52%	10.09%
大型	12.87	31.45%	2.75	147.44%	21.37%

资料来源：CEI，海通证券研究所

3. 政策推动发展

3.1 政策将促进中药饮片行业长足发展

中医药是中华民族传统的重要组成部分，经过几千年的传承和积累，已形成了一套完整的体系。但在原理阐述和质量控制方面仍需完善，虽然前几年出现诸多中药质量问题（如中药注射剂），但近几年有关提高质量标准 and 以医改为主题的中药行业支持政策频繁出台，将促进具有优势的大企业做大做强，长期利好中药饮片行业。

表 3 近几年中药饮片相关政策

政策措施	日期	主要内容
中药注册管理补充规定	2010.01	突出中医药特色,鼓励中药创新,注重中药原料来源、生产过程和检测指标控制,保证产品质量均一稳定。突出民族药特点,扶持民族药的发展等。
国家医保目录	2009.12	对比现行的 2004 版医保目录,新版医保目录中药品总数有所增加,其中中成药 987 种,品种增加 20%;西药 1164 种,品种增加 10.6%;民族药则减少两个品种。此前公布的 307 种国家基本药物全部被纳入目录。
中国药典 2010	2009.10	中药材、中药饮片、中成药和中药提取物标准大幅提升,解决了中药饮片缺乏标准,对解决中药注射剂安全性问题将起到积极的作用。
国家基本药物目录	2009.08	颁布国家标准的中药饮片为国家基本药物,国家另有规定的除外,化学和生物制品共 205 个品种,中成药 102 个品种。
扶持和促进中医药事业发展	2009.05	充分认识扶持和促进中医药事业发展的重要性和紧迫性、发展中医药事业的指导思想和基本原则、积极发展中医医疗和预防保健服务、推进中医药继承与创新、加强中医药人才队伍建设、提升中药产业发展水平、加快民族医药发展、繁荣发展中医药文化、推动中医药走向世界和完善中医药事业发展保障措施等 10 部分。
中药品种保护指导原则	2009.02	强调了中药保护品种的可保护性,突出保护先进的理念。共有 1257 个品种在保护期内,涉及 1002 家企业。
中医坐堂试点	2007.11	为了充分发挥中医坐堂医的作用,构建符合中医药特点的中医药服务体系,更好地满足群众对中医药服务的需要,国家中医药管理局、卫生部决定在部分地区开展药品零售企业设置中医坐堂医诊所试点工作。
中医药创新发展规划纲要(2006-2020)	2007.03	中医药创新发展全局的纲领性文件,推动中医药传承与创新发展。不断提高中医药对经济社会贡献率,巩固和加强传统医药优势,重点突破中医药传承和医学及生命科学创新发展的关键问题,促进东西方医学优势互补、相互融合,为建立具有中国特色的新医学奠定基础,应用全球科技资源推进中医药国际化进程。
中药注册管理补充规定	2010.01	突出中医药特色,鼓励中药创新,注重中药原料来源、生产过程和检测指标控制,保证产品质量均一稳定。突出民族药特点,扶持民族药的发展等。

资料来源:海通证券研究所

我们认为,在国家政策支持的有利背景下,一方面将增加本行业的需求,市场将扩容;另一方面由于企业分散且不规范,统一的质量标准将逐渐建立,从而资源将向优势企业集中;恢复中医坐堂,很大程度上促进了中医药事业的发展,将带动中药饮片的消费。虽然行业规模还小,但孕育着广阔的市场发展空间。

3.2 实行中药饮片小包装将提高行业标准

小包装中药饮片按规定配置剂量,按包剂量,告别中药“手抓秤量”的传统方式,克服了传统方式导致重量不均、分布不均、效率低下、质量难控等缺点。

国家中医药管理局 2007 年 8 月决定在首批 19 家中医院开展试点,推广使用小包装中药饮片。2008 年 8 月,颁布《关于推广使用小包装中药饮片的通知》,将使用单位数量扩大至 465 家。

品种繁多的药材经炮制后加工成饮片,由于各个品种特性不同,必须经过全自动、半自动或人工加工才能成为小包装,全面推广中药饮片小包装将对企业成本和技术提出挑战,据了解,一般企业采用小包装后将增加 7-8 元/公斤的成本。

中药饮片行业毛利率较低,工序复杂且耗时较长,小包装的推广将促使企业进行技术改造,提高管理协调水平,从而优胜劣汰,提高了行业标准,增加进入壁垒。

4. “资源+渠道”构建的产业链一体化，是公司核心竞争力

4.1 公司作为上市公司具有良好的融资平台

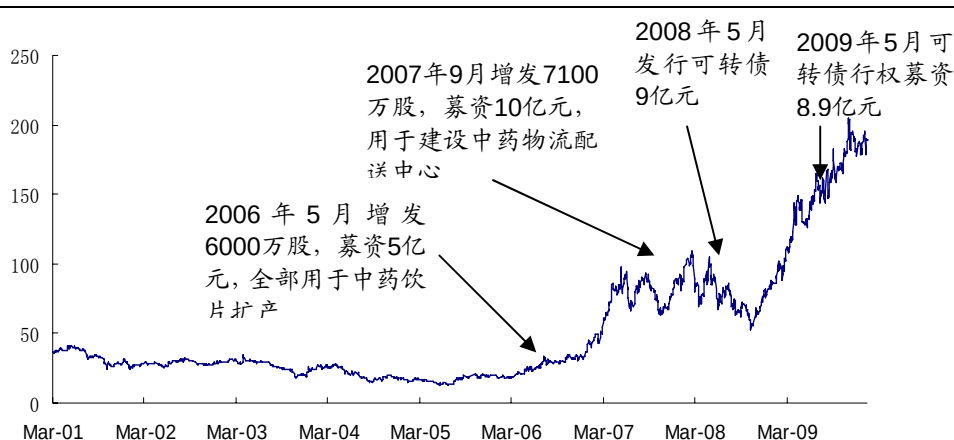
2001 年首次公开发行以来，公司共增发 2 次，发行可转债 1 次，共募集资金 17.8 亿元，派现 9 次共 0.72 亿元。公司在业内具有良好的声誉，中药饮片长期供不应求，融资主要用在产能扩建和物流配送等项目，我们认为这些项目将为公司业绩带来实质性的提升。

表 4 康美投融资概况

时间	募资金额	投资项目
2001.05	首次公开发行 1800 万股，募资 2.26 亿元	磺酸多沙唑嗪新建原料药与制剂生产线项目、盐酸丙哌维林新建原料药与制剂生产线项目、氨酚伪麻片生产线扩建项目、克拉霉素分散片新建制剂生产线项目
2006.07	增发 6000 万股，募资 5 亿元	全部用于中药饮片扩产项目，8000 吨/年
2007.09	增发 7100 万股，募资 10 亿元	建设中药物物流配送中心
2008.05	发行可转债 9 亿元，派发 1.67 亿份认股权证	偿还银行贷款、短期融资券和补充流动资金

资料来源：公司公告

图 6 公司融资和股价表现

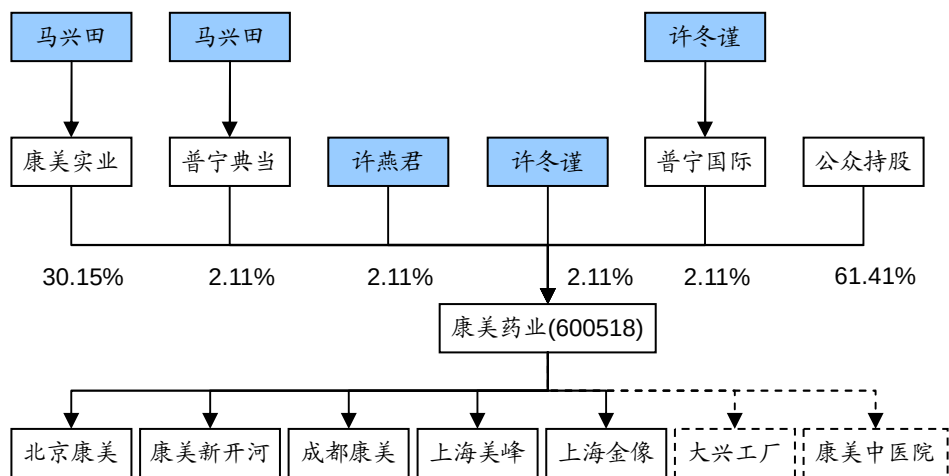


资料来源：海通证券研究所

4.2 公司已经构建了以资源和渠道为依托的一体化的产业链

公司控股股东为普宁市康美实业有限公司，康美实业和普宁典当的控制人马兴田同时也是康美药业的董事长和实际控制人，与许燕君、许冬谨具有关联关系，其三人整体控制了上市公司 38.59% 的股权。

图 7 公司组织架构

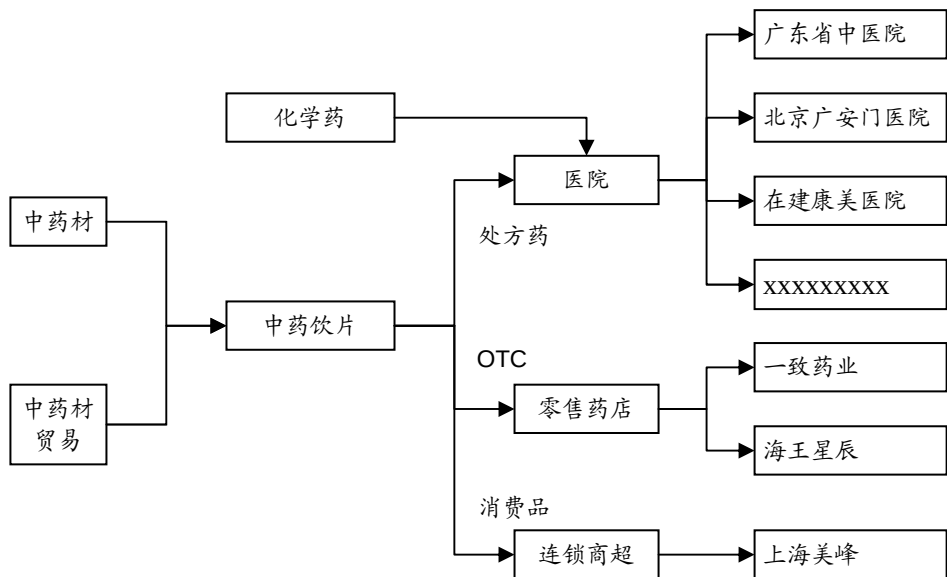


资料来源：海通证券研究所

康美药业于 2001 年在上交所上市，经过几年的发展壮大，公司业务现已覆盖中药材、中药饮片加工以及下游终端销售渠道等领域。

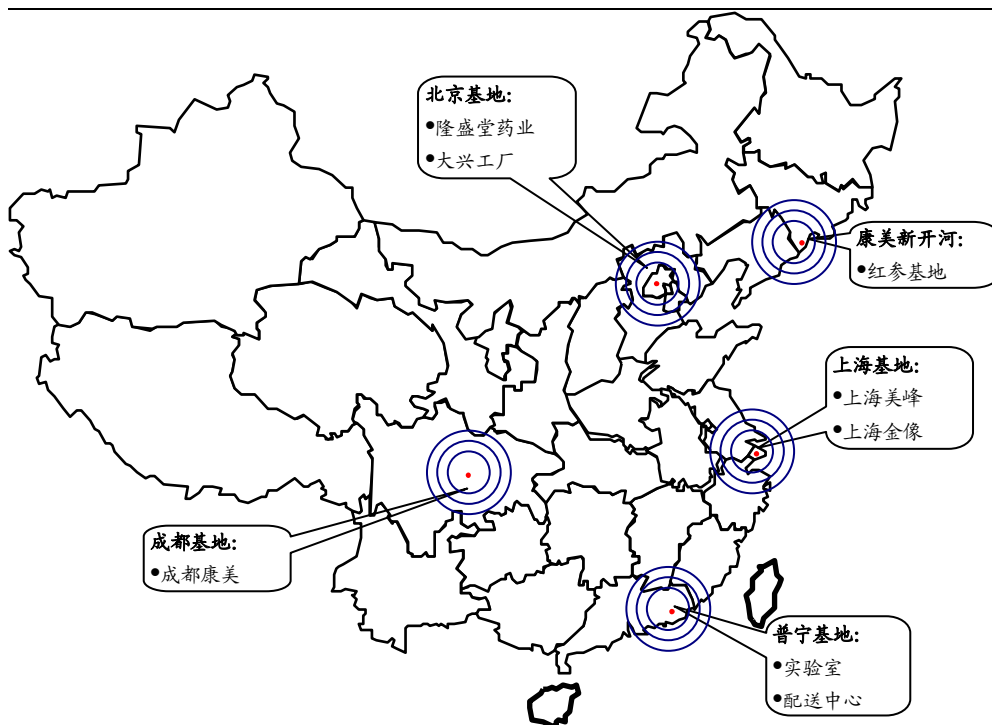
与各大中医院合作，成为北京广安门医院小包装饮片的供应商，与一致药业和海王星辰等零售商店合作并设立康美专柜，同时公司还在全国进行外延式扩张，2009 年就收购北京隆盛堂、吉林新开河、上海美峰和上海金像等渠道资源，我们认为公司在未来几年还将继续进行战略性全国扩张。

图 8 公司一体化产业链



资料来源：海通证券研究所

图 9 公司产业布局



资料来源：海通证券研究所

4.3 康美新开河确立红参资源优势

普宁是中国十大中药材交易市场之一，公司以该市场为依托，取得了中药材的有利优势，公司还进行全国性扩张，收购众多资源。

公司于 2009 年 8 月公司审议通过投资 4 亿元建设东北人参和中药材医药产业平台的议案，吉林是我国人参之乡和中药之乡，药物资源得天独厚。吉林集安全年的鲜圆参产量约 2500 吨，公司新建的加工产能达 1780 吨，可以覆盖区域内 70% 的鲜圆参产量。

4.4 利用快消品作为切入点进入下游

2009 年是公司渠道扩张动作较大的一年，先后收购了北京隆盛堂、上海美峰食品和上海金像食品。

公司收购上海美峰和上海金像后，2010 年起以“加州宝贝”西洋参含片和“菊皇茶”等为主导的各系列产品将全面开拓市场，上海美峰在华东地区拥有良好的消费品销售渠道，有利于公司快速进入华东地区市场，“药食同源”的理念有助于做大中药饮片业务，向全国布局。同时，受产能分布和物流的限制，公司部分药食同源类产品将转移至上海生产，进行全方位渗透。

表 5 上海美峰和上海金像概况

公司	持股 (%)	年销售额 (万元)	业务范围
上海美峰	100%	10000	主营食品代理销售业务, 在上海和华东地区与主要卖场和超市等食品零售渠道建立了业务联系
上海金像	100%	3000	负责“美峰牌”食品的生产和加工业务, 拥有配送网络

资料来源: 公司公告

4.5 与医药连锁公司合作

2009 年公司与海王星辰展开为期 5 年的战略合作, 后者全国所有门店所需中药品类商品将全部由公司提供。截至 2009 年 3 月, 已在海王星辰杭州和宁波的共 365 家门店进行试点, 海王星辰共有遍布全国 2336 家门店, 另有云南健之佳门店 40% 股权, 遍布全国 63 个城市, 公司 2008 年销售额为 23.97 亿元, 净利润 1.92 亿元。海王星辰的门店也在全国快速布局, 公司与海王星辰的合作, 将大大扩展中药饮片的终端渠道, 为全国扩张奠定基础。

表 6 海王星辰门店分布 (家)

城市	2006	2007	2008
深圳	202	311	433
昆明	152	191	210
大连	127	174	194
杭州	102	144	188
宁波	73	96	178
广州	123	161	175
东莞	75	94	140
天津	21	66	105
苏州	54	70	86
南京	36	60	82
其他	481	635	918
合计	1446	2002	2709

资料来源: 海通证券研究所

4.6 拓展医院销售渠道

2009 年 1 月公司收购北京隆盛堂, 后来成立康美北京公司, 通过外延式扩张进入北京市场, 现已成为北京广安门医院的中药饮片小包装供应商。

北京广安门医院是隶属于中国中医科学院的三级甲等中医院, 中药饮片日需求量达 15 吨, 而目前隆盛堂产能有限, 日供应量只有 2 吨; 公司投资 3 亿元在北京大兴建设中药饮片生产基地, 年产能 5000-6000 吨, 以满足北京市场的需求。

此外, 公司与广东省中医院建立了长期的供应合作关系, 占后者中药饮片供应量约 90%, 广东省中医院是国内首家全部采用小包装中药饮片的医院, 中药饮片日需求量 8-10 吨, 是华南地区最大的中医院之一, 与之合作将有助有公司在华南地区医院终端的布局。

表 7 公司合作中医院

医院	日消费量 (吨)	备注
北京广安门医院	15	北京小包装饮片试点医院
广东省中医院	8-10	华南地区最大的中医院之一

资料来源：国家中医药管理局

目前，第二批中药饮片小包装试点医院已推广至 465 家，其中北京 5 家、天津 3 家，我们认为，广安门医院将为公司在北京地区推广小包装中药饮片起到示范作用，从而推动在此区域内医院终端渠道的扩张。

表 8 第二批中药饮片小包装推广单位（京津地区）

试点单位	
北京（5 家）	北京中医医院、北京市怀柔区中医医院、北京护国寺中医医院、北京市丰盛中医骨伤医院、北京宣武区中医医院
天津（3 家）	天津中医药大学第一附属医院、天津中医药大学第二附属医院、天津市中医医院

资料来源：国家中医药管理局

4.7 康美医院

普宁区域面积 1620 平方公里，是粤东地区次中心，全市总人口 222.8 万人，其中农业人口 156.9 万人，非农人口 65.9 万人总劳力 74.2 万人，其中非农劳力 44.1 万人，占 59%，市区常住人口 43.9 万人。

目前普宁拥有二甲以上医院共四家，普宁市人民医院、普宁华侨医院、普宁市骨伤科医院和普宁市妇幼保健院，其中骨伤科医院为中医医院，拥有床位数 180 张。公司在普宁投资 6 亿元建设康美医院，预计 2010 年底开业，届时将拥有 900 张床位，成为普宁地区最大的医院之一。

2010 年 2 月 2 日国务院原则通过的《公立医院改革试点的指导意见》中指出，将支持民间资本介入医疗服务领域，这也将有利于康美医院的发展，我们认为未来康美医院将填补区域内中医院资源的不足。

表 9 普宁地区医疗服务概况

医院	级别	床位数 (张)	门急诊人数	备注
普宁市人民医院	二甲	650	37.5 万	综合医院
普宁华侨医院	二甲	400	18 万	综合医院
普宁市骨伤科医院	二甲	180	10 万	中医医院
普宁市妇幼保健院	二甲	120	-	专科医院
康美中医院	三甲	900	-	中西医结合

资料来源：海通证券研究所

4.8 产能扩张保证日益增长的业务需求

公司中药饮片长期供不应求，产能遇到瓶颈，自 2002 年投资 1 亿多元建设了 4000 吨/年和 2007 年投资 4 亿元建设了 8000 吨/年产能后，公司又投资 9 亿元扩张普宁中药饮片产能，约 2 万吨/年，同时在北京大兴投资 3 亿元建设 5000-6000 吨/年的产能，将于 2010 年底投产，届时公司总产能将大幅增加至 3.7 万吨，为迅速增长的中药饮片业务做好充足准备。

表 10 康美产业布局概括

项目	地点	投资金额 (亿元)	产能 (吨/年)	投产时间
普宁一期	普宁	1	4000	2002 年
普宁二期	普宁	4	8000	2007 年
普宁三期	普宁	9	20000	2010 底
北京大兴	北京	3	5000-6000	2010 底
上海金像	上海	0.15	年销售 4000 万元	2009 底
康美中医院	普宁	6	900 张床位	2010 底

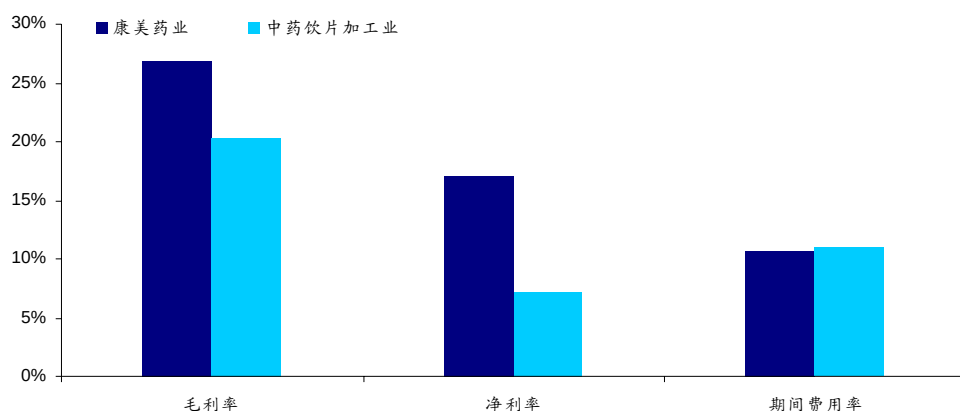
资料来源：海通证券研究所

4.9 管理运作优势保证公司高盈利

中药饮片品种繁多,医院药房常用的就有 400 多种,生产工艺流程复杂,自动化生产较难,且对供货时间、物流配送要求高,中药材原料的质量控制、炮制时间和炮制方法也很有讲究,产品毛利率相对较低,因此拥有良好的管理运作能力才能脱颖而出。

公司通过渠道建设和产能布局能够很好的控制费用,产品繁多,拥有 1000 多个品种 10000 多个品规,规模效应可提高公司毛利率,这也是公司竞争优势之一。

图 10 公司盈利能力远远高于行业水平



资料来源：CEI, Wind, 研究所

5. 中药饮片业务将为公司提供业绩支持

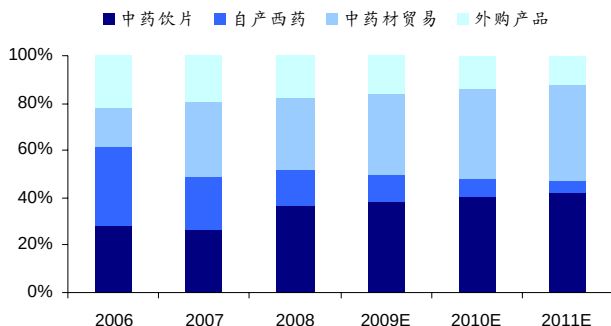
康美药业成立之初主要生产经营化学药,后来转战中药饮片业务,经过几年的发展,目前已形成以中药饮片加工为核心的,涉足上游中药材供应和下游销售终端的产业链一体化企业。业务主要包括中药饮片加工、快消品生产和销售、中药材贸易以及外购的其他产品。

中药饮片加工是公司主要收入和利润来源,2006 年至今,收入占总体比例逐渐上升,2006 和 2008 年这个数字分别为 28.4%和 36.4%,毛利占总体比例也随之上升,2006 和 2008 年分别为 18.2%和 51.4%。

同时,中药材毛利业务也在不断扩大,但由于毛利率较小,收入增加领先于毛利增加,2006 和 2008 年收入分别占 16.4%和 30.3%,毛利分别占 3.73%和 16.4%;化学

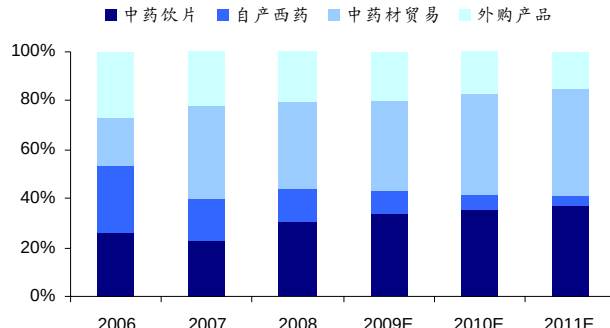
药的比例逐渐缩小。2006 和 2008 年收入占比分别为 33.2%和 15.7%，毛利占比分别为 24.1%和 23.1%。

图 11 公司收入构成



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 12 公司毛利构成



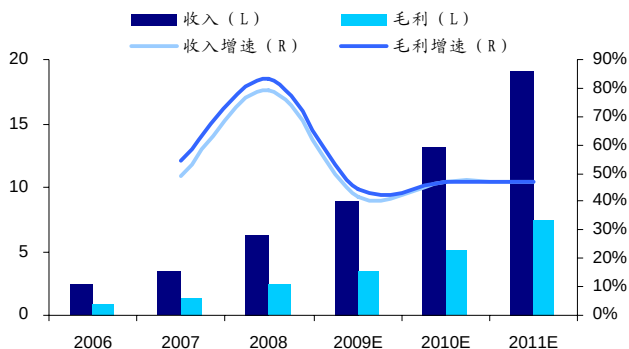
资料来源: Wind, 海通证券研究所

5.1 中药饮片加工将保持较高速度增长，毛利率逐渐提高

中药饮片加工业务将是公司未来经营战略重点，目前公司已在产业链一体化方面初步布局，还将继续在销售终端进行深化，收购北京隆盛堂以及在大兴建设 5000-6000 吨/年的产能，将扩大公司的销售半径，有望在华北地区将可能复制华南地区的成功。

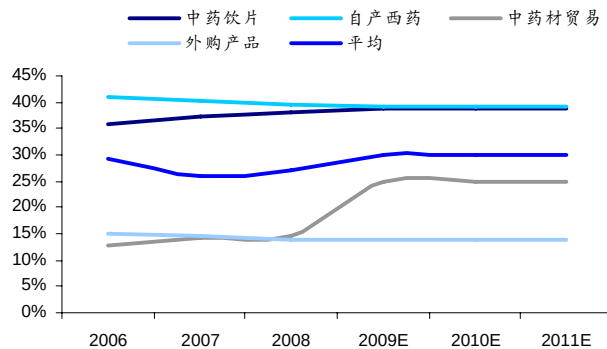
我们认为，公司中药饮片加工业务将保持高增长，预计 2008-2011 年收入增速 CAGR 为 46.8%，毛利率保持 39%左右。

图 13 中药饮片加工业务收入和毛利及其增速(亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 14 公司各业务毛利率变化



资料来源: Wind, 海通证券研究所

公司中药饮片加工业务毛利率一直保持在 35%以上，近几年持续稳步提升，随着新产能的投产和销售网络铺开，规模效应显现将使毛利率再度提升。

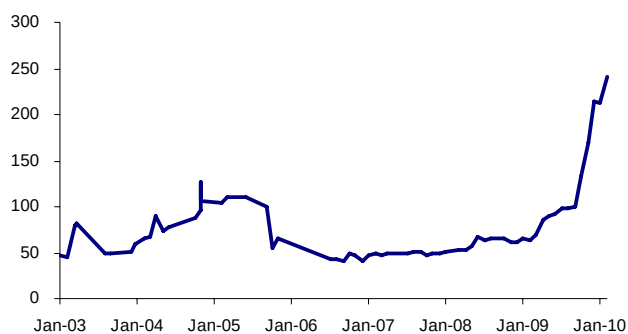
较低毛利率的中药饮片和中药材贸易业务比例不断增大，高毛利率的化学药比例逐渐下降，公司整体毛利率将在未来略有下降，但仍维持在 30%上下。

公司期间费用率一直保持稳定，其中销售和管理费用率呈现下降趋势，而由于公司账上现金充沛，财务费用率将有较大幅度的下降，我们预计未来期间费用率将维持在 6-7%的范围。

5.2 中药材贸易结算后将形成股价刺激因素

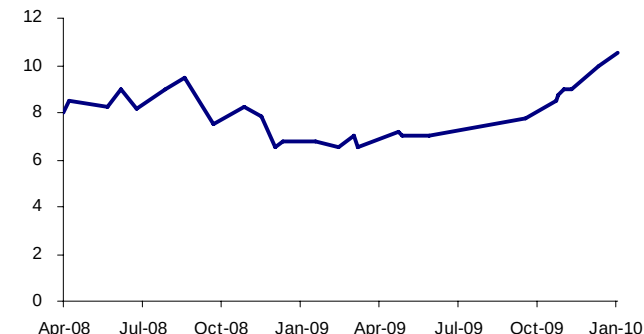
公司于 2008 和 2009 年储备了大量三七和虫草等名贵中药材,自 2009 年 5 月至今,云南省大部分地区旱情严重,水源稀缺,文山三七大面积死亡,导致三七价格暴涨,过去一年中上涨幅度超过 300%,公司随时可以将此部分利润兑现。同样,2003-2005 年云南省也经历了连续严重干旱,三七价格暴涨约 150%,随着 2009 年 9 月新货上市后才有所缓解。我们认为目前云南大旱的情况将使得三七价格复制之前的走势,大幅上涨,从而为公司的中药材贸易提供较多收入和利润。

图 15 三七 (120 头) 价格走势 (元/公斤)



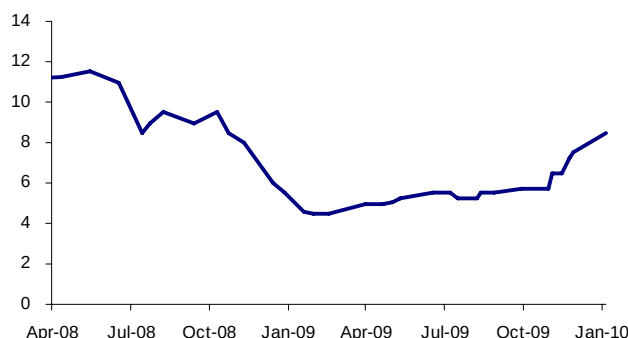
资料来源: 中国药材网

图 16 黄芪价格走势 (元/公斤)



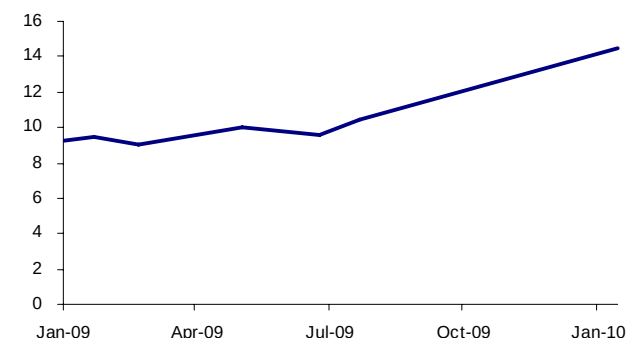
资料来源: 中国药材网

图 17 丹参价格走势 (元/公斤)



资料来源: 中国药材网

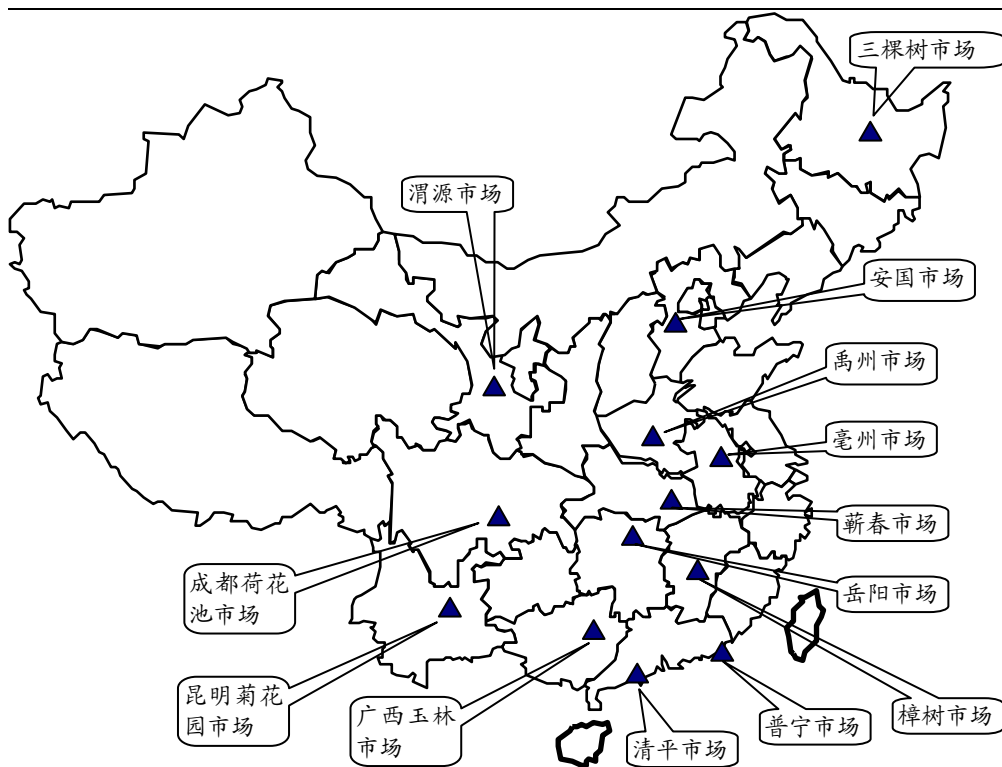
图 18 冬虫夏草价格走势 (万元/公斤)



资料来源: 中国药材网

公司从事中药材贸易多年,对市场供需情况和行情把握经验丰富,结算后将形成股价刺激因素。中药材贸易不受发改委价格管制,成本、需求和资金推动都将使中药材顺势涨价,具有良好的抗通胀特性,在通胀预期大背景下,其价格易涨难跌。

图 19 公司主要中药材采购分布



资料来源：海通证券研究所

6. 投资风险

1. 中药材贸易中，价格可能出现大幅波动，往相反方向转变，引起的价差损失；
2. 中药材采购如果出现紧张局面，可能导致原料缺乏的风险；
3. 产能和固定资产扩张过快，销路不畅引起的风险。

7. 估值与投资建议

7.1 估值

上市公司中主业为中药饮片的比较少，我们选择涉及中药相关企业同仁堂等公司作比较，采用 PE 和 PEG 法进行估值。

1) PE 法：根据我们的盈利预测，可比公司 2010 年 PE 平均为 34.35，鉴于公司历史 PE 相对可比公司的情况和公司中药饮片业务全国性扩张而带来的增长潜力，我们给出不低于可比公司平均 PE 水平，采用 PE 估值为 15.14 元。

表 11 可比公司估值

公司	股价(元)	EPS(元)		PE	
		2009E	2010E	2009E	2010E
同仁堂	24.61	0.59	0.70	41.51	35.25
千金药业	29.20	0.64	0.84	45.90	34.77
东阿阿胶	29.40	0.56	0.72	52.15	40.64
片仔癀	38.80	0.95	1.10	41.00	35.27
康美药业	10.84	0.31	0.42	34.51	25.83
平均		0.61	0.76	43.01	34.35

资料来源：海通证券研究所，价格采用 2 月 25 日收盘价

2) PEG 法：根据计算，可比公司 2010 年平均 PEG 为 2.39，我们认为中药饮片行业将保持较高增速，公司作为中药饮片行业的龙头企业，具有产业链一体化的竞争优势，PEG 应该不低于可比公司平均水平，采用 PEG 估值为 15.28 元。

表 12 可比公司估值

公司	PE		G 08-11CAGR%	PEG	
	2009E	2010E		2009E	2010E
同仁堂	41.51	35.25	17.91	2.32	1.97
千金药业	45.90	34.77	14.20	3.23	2.45
东阿阿胶	52.15	40.64	19.57	2.66	2.08
片仔癀	41.00	35.27	9.64	4.26	3.66
康美药业	34.51	25.83	14.53	2.38	1.78
平均	43.01	34.35	15.17	2.97	2.39

资料来源：海通证券研究所，价格采用 2 月 24 日收盘价

7.2 投资建议

根据 PE 法和 PEG 法的估值结果,我们认为康美药业的合理股价在 15.14-15.28 元,对应 2010 的 PE 为 36.07-36.40, 相对当前股价还有 39.66-40.95%的上涨空间, 给予公司“买入”的投资评级。

表 13 业务拆分表 (单位: 亿元)

	2008	2009E	2010E	2011E
中药饮片收入	6.28	8.90	13.07	19.18
增长率	77.09%	40.07%	46.75%	46.75%
毛利率	38.02%	38.75%	38.75%	38.75%
中药材贸易收入	5.23	7.99	12.23	18.58
增长率	25.61%	52.96%	52.96%	51.96%
毛利率	14.61%	24.78%	24.78%	23.78%
自产西药收入	2.71	2.56	2.44	2.33
增长率	-1.86%	-5.68%	-4.65%	-4.62%
毛利率	39.47%	38.75%	38.75%	38.75%
外购产品收入	3.05	3.69	4.45	5.32
增长率	21.41%	21.04%	20.54%	19.54%
毛利率	13.89%	13.78%	13.78%	13.78%
总收入	17.27	23.39	32.42	45.64
增长率	33.47%	35.40%	38.63%	40.77%
毛利率	27.21%	30.12%	29.91%	29.50%

资料来源：海通证券研究所

财务报表分析和预测

价值评估 (倍)	2008	2009E	2010E	2011E
P/E	62.35	34.51	25.83	18.74
P/B	6.30	5.15	4.38	3.63
P/S	10.63	7.85	5.66	4.01
EV/EBITDA	58.28	33.80	26.33	20.59

偿债能力指标	2008	2009E	2010E	2011E
负债权益比率	0.91	1.03	1.16	1.09
借款/股东权益	0.81	0.92	1.05	0.97
已获利息倍数	5.83	-33.28	-89.99	-142.33
流动比率	1.83	1.74	1.67	1.76
速动比率	1.43	1.34	1.28	1.33
现金比率	1.30	1.22	1.16	1.20

盈利能力指标	2008	2009E	2010E	2011E
毛利率	26.90%	30.12%	30.12%	30.17%
息税摊销折旧利润率	19.53%	27.33%	26.54%	25.70%
净利润率	17.06%	22.76%	21.92%	21.38%
净资产收益率	12.79%	9.67%	9.84%	11.03%
资产回报率	7.91%	6.96%	7.31%	8.27%
投资回报率	-	-	-	-

经营效率指标	2008	2009E	2010E	2011E
应收帐款周转率	5.74	5.60	5.50	6.30
存货周转率	1.20	1.12	1.10	1.25
总资产周转率	0.46	0.31	0.33	0.39
固定资产周转率	1.58	1.81	2.27	3.01

盈利增长 (%)	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入增长率	33.47	35.40	38.71	41.34
营业利润增长率	38.39	83.20	33.04	37.97
EBIT 增长率	34.04	77.00	35.34	38.36
EBITDA 增长率	34.04	89.48	34.71	36.85
净利润增长率	64.74	80.67	33.62	37.81

利润表 (万元)	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	172,716	233,862	324,383	458,473
营业成本	126,248	163,414	226,678	320,171
销售费用	7,711	9,662	13,134	18,563
管理费用	4,985	6,533	9,062	12,808
财务费用	5,791	-1,794	-898	-786
投资收益	5,963	5,963	5,963	5,963
营业利润	33,378	61,148	81,353	112,242
EBIT	33,733	59,709	80,809	111,811
折旧摊销	0	4,207	5,294	6,022
EBITDA	33,733	63,916	86,103	117,833
利润总额	33,733	61,503	81,707	112,597
所得税	4,275	8,281	10,593	14,597
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司的净利润	29,458	53,222	71,115	98,000
每股收益	0.39	0.31	0.42	0.58

资产负债表 (万元)	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	352,147	488,452	690,363	851,796
应收款项	30,092	41,740	58,994	72,789
存货	105,239	145,982	206,191	255,696
流动资产	474,425	634,137	872,611	1,046,286
固定资产	109,620	129,191	142,709	152,454
总资产	680,298	850,005	1,095,885	1,274,961
应付帐款	17,705	24,559	34,688	43,017
长期借款	0	0	0	0
总负债	323,494	430,372	589,325	664,749
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	356,804	419,633	506,560	610,212
付息负债	62,356	62,356	62,356	62,356
每股净资产	1.72	2.11	2.48	2.99

现金流量表 (万元)	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	29,458	53,222	71,115	98,000
折旧摊销	0	4,207	5,294	6,022
营运资金变动	-20,344	-27,982	-15,295	-24,582
经营活动现金流	302	21,690	54,252	72,691
固定资产投资	69,314	11,665	9,332	7,466
无形资产投资	0	0	0	0
资本支出	69,314	11,665	9,332	7,466
投资活动现金流	-66,914	-9,332	-7,466	-5,973
公司自由现金流	-3,584	103,743	183,472	119,192
股权自由现金流	-8,641	105,295	184,254	119,876
债务变化	41,800	171,392	95,987	142,787
股票发行	25,480	92,997	0	0
融资活动现金流	63,029	91,385	136,686	52,474
现金净流量	-3,584	203,912	136,305	201,911
每股经营性现金流	0.002	0.13	0.32	0.43

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

江维娜：医药行业分析师

重点研究上市公司：科华生物、达安基因、东阿阿胶、千金药业、天士力、丽珠集团、恒瑞医药等。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明
所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖
所长助理 批发和零售贸易行业首席分析师
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈 露
所长助理 宏观经济首席分析师
(021) 23219435
chenl@htsec.com

陈美凤
计算机及通信行业首席分析师
(021) 23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

丁 频
农业及食品饮料行业首席分析师
(021) 23219405
dingpin@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
(021) 23219400
zghan@htsec.com

潘洪文
保险行业核心分析师
(021) 23219389
panhw@htsec.com

邓 勇
石化及基础化工行业核心分析师
(021) 23219404
dengyong@htsec.com

龙 华
机械及公用事业行业核心分析师
(021) 23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
(021) 23219420
ymniu@htsec.com

刘 金
基础化工及造纸印刷行业高级分析师
(021) 23219421
liujin@htsec.com

邱春城
电子元器件行业高级分析师
(021) 23219413
qiucc@htsec.com

区志航
纺织服装行业高级分析师
(021) 23219407
ouzh@htsec.com

谢 盐
证券信托行业高级分析师
(021) 23219436
xiey@htsec.com

陈志鹏
航空及机场行业分析师
(021) 23219154
chenzp@htsec.com

余闰华
银行业分析师
(021) 23219390
shemh@htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 23219406
yanghj@htsec.com

范坤祥
金融行业分析师
(021) 23219382
fankx@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 23219391
liuyq@htsec.com

赵 勇
食品饮料行业分析师
(021) 23219460
zhaoyong@htsec.com

方 维
机械行业分析师
(021) 23219438
fangw@htsec.com

江维娜
医药行业分析师
(021) 23219610
jiangwn@htsec.com

李冠宇
计算机行业分析师
(021) 23219414
ligy@htsec.com

帅 虎
房地产行业分析师
(021) 23219401
shuaih@htsec.com

王茹远
互联网及传媒行业分析师
(021) 23219474
wangry@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
(021) 23219473
zhaocx@htsec.com

曹小飞
化工小组助理分析师
(021) 23219267
caoxf@htsec.com

陈子仪
TMT 小组助理分析师
(021) 23219244
chenzy@htsec.com

郭世凯
消费小组助理分析师
(021) 23219269
guosk@htsec.com

李 畅
机械小组助理分析师
(021) 23219268
lich@htsec.com

潘 鹤
消费小组助理分析师
(021) 23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组助理分析师
(021) 23219054
pusl@htsec.com

钱列飞
交通运输小组助理分析师
(021) 23219104
qianlf@htsec.com

舒 灏
机械小组助理分析师
(021) 23219171
shuh@htsec.com

张 浩
电力及电力设备小组助理分析师
(021) 23219383
zhangh@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
(021) 23219434
lml@htsec.com

汪 辉
宏观经济高级分析师
(021) 23219432
wanghui@htsec.com

刘铁军
产业经济高级分析师
(021) 23219394
liutj@htsec.com

熊伟
宏观经济分析师
(021) 23219396
xiongww@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

单磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shanl@htsec.com

陈瑞明
策略分析师
(021) 23219197
chenrm@htsec.com

娄静
金融工程首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

胡倩
金融工程首席分析师
(021) 23219472
huqian@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

单开佳
金融工程高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zqyong@htsec.com

周健
金融工程分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
金融工程分析师
(021) 23219374
wuxx@htsec.com

邱庆东
固定收益分析师
(021) 23219424
qiuqd@htsec.com

丁鲁明
金融工程助理分析师
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

张峰
金融工程助理分析师
(021) 23219370
zhangfeng@htsec.com

冯梓钦
金融工程助理分析师
(021) 23219402
fengzq@htsec.com

郑雅斌
金融工程助理分析师
(021) 23219395
zhengyb@htsec.com

贺振华
机构客户部经理 核心销售经理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

潘春晖
核心销售经理
(021) 23219374
panch@htsec.com

高溱
高级销售经理
(021) 23219386
gaoqin@htsec.com

孙俊
高级销售经理
(021) 23219454
sunj@htsec.com

胡雪梅
高级销售经理
(021) 23219385
huxm@htsec.com

季唯佳
销售经理
(021) 23219384
jiwj@htsec.com

黄毓
销售经理
(021) 23219410
huangyu@htsec.com

毛艺龙
销售经理
(021) 23219373
maoyl@htsec.com

申林英
销售经理
(021) 23219415
shenly@htsec.com

殷怡琦
销售经理
(021) 23219397
yinyq@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路689号海通证券大厦13楼
电话: (021) 23219381
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com