

强烈推荐-A (维持)

康美药业 600518.SH

目标估值: NA

当前股价: 13.89 元

2011年4月21日

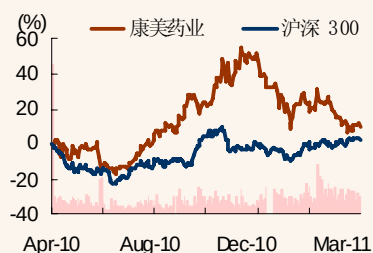
2010年业绩基本符合预期, 中药饮片产能即将释放

基础数据

上证综指	3007
总股本(万股)	219871
已上市流通股(万股)	219871
总市值(亿元)	305
流通市值(亿元)	305
每股净资产(MRQ)	2.1
ROE(TTM)	13.9
资产负债率	37.7%
主要股东	普宁市康美实业
主要股东持股比例	23.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8	-13	18
相对表现	-11	-10	14



相关报告

- 1、康美药业—中报保持较快增长, 饮片产能有瓶颈 2010/8/11
- 2、康美药业—1季报保持快速增长, 存货受益药材涨价 2010/4/28
- 3、康美药业—09年业绩符合预期, 上调2010年业绩预测 2010/4/22
- 4、康美药业—整合人参与上游资源打造高端品牌, 加大投入推进全国品牌战略 2009/8/14

李珊珊

0755-83734347
lishsh@cmschina.com.cn
S1090210040001

研究助理:

徐列海

0755-83271609
xuliehai@cmschina.com.cn

廖星昊

0755-83271617
liaoxh@cmschina.com.cn

公司今日公布年报: 收入、净利润同比增长 39.2%和 42.7%, 实现 EPS 0.33 元, 基本符合预期。药材贸易、中药饮片分别实现收入 13.3 亿元、10 亿元, 同比分别增长 60%和 15%。中药饮片产能下半年释放, 药材贸易保持较快增长, 预计 2011 年净利润同比增长 45%, 实现 EPS 0.47 元, 维持“强烈推荐-A”评级。

- **年报基本符合预期:** 2010 年分别实现收入、净利润 33.1 亿元、7.2 亿元, 同比分别增长 39.2%和 42.7%, EPS 0.33 元基本符合我们 0.34 元业绩预期, 每股经营性净现金 0.3 元。药材涨价带动毛利率同比上升 3.1 个百分点至 36.5%, 投入广告费用近 8000 万元, 同比增长近 85%, 同时加大新产品销售推广费用投入, 营业费率同比上升 1.2 个百分点; 管理费率同比上升 1 个百分点; 银行借款上升带动财务费率上升 0.3 个百分点。投资广发基金确认投资收益 6616 万元。收购保宁、滕王阁形成负商誉 1234 万元, 康美新开河债务重组收益 2732 万元, 营业外收入为 4885 万元, 扣除非经常性损益后净利润同比增长 38.1%。净利率同比提升 0.5 个百分点至 21.6%。账上现金达 27.6 亿元, 但由于项目投资巨大, 报告期末较年初增加了长期借款 7.5 亿元, 短期借款 2.8 亿元, 由于公司 2011 年 1 月配股获得超过 30 亿元现金, 预计后期有息负债将有所减少。
- **中药材贸易为公司最大利润来源:** 药材贸易实现收入 13.3 亿元, 同比增长 60%, 收入占比 40.3%, 4 季度单季度实现收入 4.4 亿元。受益药材涨价, 毛利率同比大幅提升 9.9 个百分点至 44.2%, 毛利占比大幅提升 12.8 个百分点至 48.7%。账上存货余额高达 11.4 亿元, 较 3 季度末下降 1.5 亿元。药材贸易品种繁多, 需极强的专业判断和资金需求, 我们看好公司中药材贸易的长远发展。
- **中药饮片产能有瓶颈, 2011 年下半年起产能逐步释放:** 中药饮片实现收入 10 亿元, 同比增长 15%, 收入占比 30.4%, 毛利率受药材涨价影响略降 0.5 个百分点, 毛利占比降至 30.8%。成都基地目前正在进行 GMP 认证, 预计 2011 年中期投产, 北京基地有望 2011 年底或 2012 年初投产。
- **新开河产品增长迅速:** 新开河产品实现收入约 9367 万元, 同比增长 155%。公司投入资金进行上游资源整合, 打造国参高端品牌形象, 新开河未来可能成为公司新的增长点。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	2377	3309	4401	5985	7900
同比增长	38%	39%	33%	36%	32%
营业利润(百万元)	573	794	1198	1703	2362
同比增长	72%	38%	51%	42%	39%
净利润(百万元)	502	716	1039	1473	2040
同比增长	70%	43%	45%	42%	39%
每股收益(元)	0.23	0.33	0.47	0.67	0.93
PE	63.0	44.2	30.4	21.5	15.5
PB	7.4	6.4	3.4	3.0	2.5

资料来源: 招商证券

业绩预测与 2011 年主要增长点: 预计 2011 ~ 2013 年收入同比分别增长 33%、36%和 32%，净利润同比分别增长 45%、42%和 39%，实现 EPS 0.47 元、0.67 元和 0.93 元。2011 年的主要增长点: 1、药材贸易品种繁多，公司具有专业的判断能力以及资金优势，期末账上存货 11.4 亿元，预计 2011 年收入同比增长超过 35%；2、中药饮片产能下半年释放，加大自营店以及店中店的建设力度，并积极开发新品种，预计中药饮片业务 2011 年增速有望达到 25 ~ 30%；3、新开河人参产品推广顺利，随着公司渠道建设工作的推进，预计 2011 年有望翻番，实现收入近 2 亿元。

新药典统一、提高中药饮片标准，预计行业集中度将大幅提升: 2010 年中国药典收录了中药饮片 439 种，并明确规定采用高效液相色谱、PCR 方法等技术进行鉴定。饮片行业具有小、散、乱的特点，我们认为由于标准的执行需要投入大量资金购置检测仪器，大部分作坊式饮片生产企业将被淘汰，行业集中度有望大幅提升。

公司是良好的抗通胀投资标的，维持“强烈推荐-A”投资评级: 我们看好公司上游和终端资源控制战略和全国市场战略全面推进下的持续较快增长态势。目前股价对应 2011 年预测 PE 30 倍，对于一家未来 3 年复合增长有望超过 40%的公司，我们认为公司当前估值较低，维持“强烈推荐-A”评级，建议长线投资者积极介入。

主要风险是公司建设项目较多，工程进展低于预期。

表 1: 康美药业 2010 年母公司、合并报表经营分析

单位: 百万元、%	合并报表		母公司报表	
	2010A	增长(率)	2010A	增长(率)
营业收入	3,309	39.2%	3,075	30.8%
毛利率	36.5%	3.1%	36.2%	3.1%
营业费用率	5.8%	1.2%	4.5%	0.1%
管理费用率	4.2%	1.0%	3.3%	0.5%
财务费用率	3.8%	0.3%	4.1%	0.6%
期间费用率	13.8%	2.6%	11.9%	1.2%
营业利润	794	38.5%	799	39.3%
营业利率	24.0%	-0.1%	26.0%	1.6%
利润总额	833	43.2%	792	38.1%
利润率	25.2%	0.7%	25.7%	1.4%
实际所得税率	14.1%	0.3%	13.8%	0.2%
净利润	716	42.7%	682	37.8%
净利率	21.6%	0.5%	22.2%	1.1%
应收账款周转天数	40.9	6.9	34.8	3.7
存货周转天数	188.7	5.0	173.5	0.9
每股经营现金流(元)	0.30	460.1%	0.08	82.6%

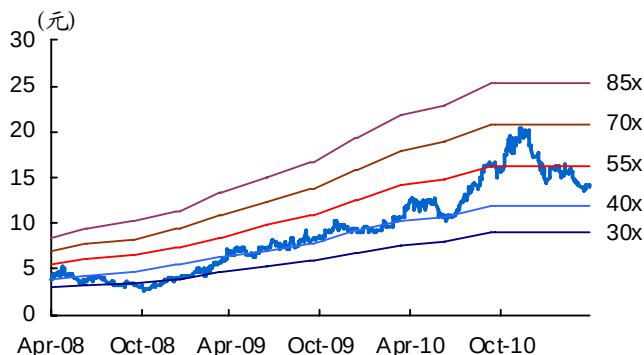
资料来源: 公司报告、招商证券研究

表 2: 康美药业单季度、季度累计财务指标分析

单位:百万元	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	08A	09A	10A
一、营业总收入	229	368	333	363	329	495	480	423	592	602	549	633	699	774	830	1005	1727	2377	3309
二、营业总成本	196	308	279	302	274	405	406	368	477	489	448	446	519	620	658	785	1453	1860	2581
其中:营业成本	170	275	245	266	240	361	353	309	425	426	371	361	426	509	540	627	1262	1583	2101
营业税金及附加	1	1	1	1	1	1	1	0	2	2	2	0	2	2	6	8	3	7	18
销售费用	13	15	15	13	17	17	19	24	19	23	32	37	42	51	45	56	77	110	194
管理费用	6	8	8	14	10	11	12	16	14	16	18	26	22	28	37	50	50	75	138
财务费用	6	9	9	8	5	14	20	18	17	21	24	21	27	30	29	39	58	82	126
资产减值损失	0	0	1	0	1	0	1	0	1	1	1	1	0	-1	0	5	2	3	5
三、其他经营收益	0	0	0	0	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	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	24	0	0	36	11	14	18	14	16	14	14	21	60	56	66
四、营业利润	33	60	55	61	79	90	74	91	126	127	119	201	197	168	187	242	334	573	794
加:营业外收入	0	3	0	9	0	0	0	7	0	1	0	10	2	0	4	43	7	12	49
减:营业外支出	0	1	0	0	1	2	0	1	0	0	3	0	0	6	1	2	4	3	10
五、利润总额	33	61	55	70	78	89	74	98	126	128	116	211	198	163	190	283	337	582	833
减:所得税	11	21	18	23	17	22	18	-14	17	17	15	31	29	23	28	39	43	80	118
六、净利润	22	41	37	46	61	66	12	16	14	16	18	26	22	28	37	50	295	502	716
减:少数股东损益	0	0	0	0	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	22	41	37	46	61	66	55	112	109	111	101	181	169	140	162	244	295	502	716
EPS	0.01	0.02	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03	0.05	0.05	0.05	0.05	0.08	0.08	0.06	0.07	0.11	0.13	0.23	0.33
收入增长率	49%	93%	42%	47%	43%	34%	44%	17%	80%	22%	14%	50%	18%	28%	51%	59%	33%	38%	39%
毛利率	25.9%	25.3%	26.5%	26.7%	26.9%	27.2%	26.4%	27.1%	28.3%	29.3%	32.4%	42.9%	39.2%	34.2%	35.0%	37.7%	26.9%	33.4%	36.5%
营业利润率	14.6%	16.3%	16.4%	16.7%	23.9%	18.3%	15.3%	21.5%	21.3%	21.0%	21.7%	31.8%	28.2%	21.8%	22.5%	24.1%	19.3%	24.1%	24.0%
净利率	9.8%	11.0%	11.0%	12.8%	18.5%	13.4%	11.5%	26.4%	18.4%	18.4%	18.4%	28.5%	24.2%	18.1%	19.5%	24.3%	17.1%	21.1%	21.6%
营业费率	5.6%	3.9%	4.6%	3.7%	5.2%	3.4%	3.9%	5.8%	3.2%	3.9%	5.7%	5.8%	5.9%	6.6%	5.4%	5.6%	4.5%	4.6%	5.8%
管理费率	2.7%	2.2%	2.3%	3.8%	3.0%	2.3%	2.6%	3.8%	2.4%	2.7%	3.3%	4.1%	3.2%	3.6%	4.5%	5.0%	2.9%	3.1%	4.2%
实际税率	33%	34%	33%	34%	21%	25%	25%	-15%	14%	13%	13%	14%	15%	14%	14%	14%	13%	14%	14%
净利润增长率	28%	37%	33%	83%	172%	64%	50%	142%	79%	67%	83%	61%	55%	26%	61%	35%	102%	70%	43%

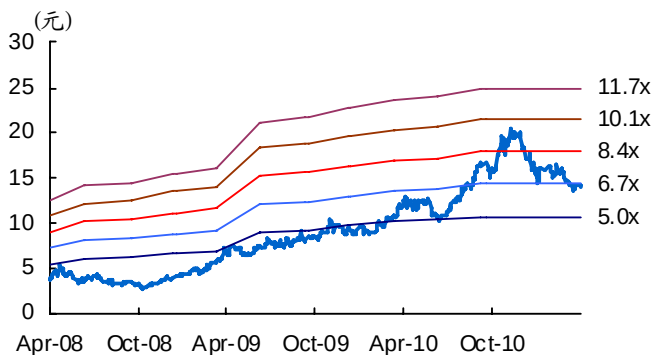
资料来源: 公司报告、招商证券研究

图 1: 康美药业历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 康美药业历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3484	4608	8805	14281	22366
现金	1990	2760	6354	10966	18042
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	8	9	13	18	24
应收款项	278	463	602	819	1081
其它应收款	0	0	4	6	8
存货	1028	1144	1513	2041	2650
其他	180	232	319	431	561
非流动资产	2733	3600	3446	3163	3053
长期股权投资	182	198	198	198	198
固定资产	914	967	953	955	957
无形资产	871	1352	1217	1095	986
其他	765	1082	1078	915	912
资产总计	6217	8208	12251	17444	25419
流动负债	1117	1633	1350	5181	11248
短期借款	860	1140	900	900	900
应付账款	175	269	303	408	530
预收账款	1	14	17	22	29
其他	81	209	131	3851	9789
长期负债	828	1650	1665	1685	1685
长期借款	146	900	900	900	900
其他	682	750	765	785	785
负债合计	1945	3282	3015	6866	12933
股本	1694	1694	2198	2198	2198
资本公积金	1821	1819	4719	4719	4719
留存收益	757	1413	2320	3661	5569
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	4272	4926	9237	10578	12486
负债及权益合计	6217	8208	12251	17444	25419

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	119	669	757	4659	7288
净利润			1039	1473	2040
折旧摊销			217	203	190
财务费用			100	90	80
投资收益			(70)	(75)	(80)
营运资金变动			(549)	2964	5052
其它			20	5	6
投资活动现金流	(765)	(856)	(80)	80	(80)
资本支出			(80)	(80)	(80)
其他投资			(0)	160	0
筹资活动现金流	1153	956	2917	(127)	(132)
借款变动			(340)	0	0
普通股增加			504	0	0
资本公积增加			2900	0	0
股利分配			(132)	(132)	(132)
其他			(15)	5	0
现金净增加额	508	769	3594	4613	7076

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2377	3309	4401	5985	7900
营业成本	1583	2101	2750	3711	4819
营业税金及附加	7	18	22	30	40
营业费用	110	194	233	305	395
管理费用	75	138	167	221	284
财务费用	82	126	100	90	80
资产减值损失	3	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	56	66	70	75	80
营业利润	573	794	1198	1703	2362
营业外收入	12	49	10	10	10
营业外支出	3	10	0	0	0
利润总额	582	833	1208	1713	2372
所得税	80	118	169	240	332
净利润	502	716	1039	1473	2040
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	502	716	1039	1473	2040
EPS (元)	0.23	0.33	0.47	0.67	0.93

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	38%	39%	33%	36%	32%
营业利润	72%	38%	51%	42%	39%
净利润	70%	43%	45%	42%	39%
获利能力					
毛利率	33.4%	36.5%	37.5%	38.0%	39.0%
净利率	21.1%	21.6%	23.6%	24.6%	25.8%
ROE	11.7%	14.5%	11.2%	13.9%	16.3%
ROIC	10.7%	11.2%	10.1%	12.5%	14.7%
偿债能力					
资产负债率	31.3%	40.0%	24.6%	39.4%	50.9%
净负债比率	16.2%	26.1%	14.7%	10.3%	7.1%
流动比率	3.1	2.8	6.5	2.8	2.0
速动比率	2.2	2.1	5.4	2.4	1.8
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
存货周转率	2.0	1.9	2.1	2.1	2.1
应收帐款周转率	10.7	8.9	8.3	8.4	8.3
应付帐款周转率	12.2	9.5	9.6	10.4	10.3
每股资料(元)					
每股收益	0.23	0.33	0.47	0.67	0.93
每股经营现金	0.05	0.30	0.34	2.12	3.32
每股净资产	1.94	2.24	4.20	4.81	5.68
每股股利	0.01	0.06	0.06	0.06	0.06
估值比率					
PE	63.0	44.2	30.4	21.5	15.5
PB	7.4	6.4	3.4	3.0	2.5
EV/EBITDA	861.1	631.9	404.5	307.1	232.8

分析师承诺

负责本研究报告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。

李珊珊，厦门大学工商管理硕士，全国工商联医药业商会医药工业委员会副秘书长，中国成长型医药企业发展论坛副秘书长，5年证券从业经验，2010年加入招商证券，目前为招商证券医药行业首席分析师。

徐列海，中山大学金融学硕士，生物技术、会计双学士，2009年加入招商证券，任医药行业分析师。

廖星昊，上海财经大学金融数学与金融工程硕士，武汉大学生命科学与技术基地班学士，1年股权投资经验，2010年加入招商证券，任医药行业分析师。

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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。