

康美药业 600518.SH

产业链一体化完成，中药股估值洼地

事件：

前一交易日康美药业盘中一度跌停，收盘跌幅达 8.53%。

点评：

- **中药材涨跌是市场常态，公司靠涨跌幅赚取贸易差价。**市场最近担忧中药材价格高位运行多时后暴跌，从而影响公司业绩，我们分析认为这种担忧是不必要的。首先公司目前一季报上公告的存货 10.21 亿均是以成本价计价，没有存货跌价的风险，并且自 10 年二季度以来财务报表显示公司存货逐季减少，从某种程度上体现了中药材价格高位运行多时的情况下公司所做的风险控制良好。我们分析认为，中药材在某种程度上有农产品的性质，价格波动是市场常态，公司作为业内重要的中药材贸易商长期通过中药材价格涨跌幅赚取差价，中药材价格高位运行后下跌符合经济学规律，同时每次价格的较大幅度波动都是贸易商获利的机会。
- **产业链一体化是公司的优势所在。**我们在之前发布的深度报告中也提到，公司是目前 A 股市场上中药饮片行业产业链最长的公司，其业务涉及中药饮片行业发展的各个历史阶段，公司的业务范围目前包括中药材市场、中药饮片加工和销售、快消品、新开河品牌红参等精制、贵细药材以及医院等，在各地也拥有在建的物流中心，是目前国内中药饮片生产和销售规模最大的企业，通过多年的资本市场融资财务状况良好，且在业内首推了包括中药饮片小包装等多种行业规范，可谓是行业中的龙头企业。
- **投资建议：**公司 11 年一季报扣除所得税影响后净利润同比增长超过 58%，业绩超预期，发展势头良好，经营正常，基本面没有任何负面的变化。我们维持 2011-2013 年的盈利预测，EPS 分别为 0.52、0.67 和 0.92 元，公司 5 月 26 日收盘价为 11.90 元，相对 11 年的估值为 22.88 倍，是一线中药股中的估值洼地，考虑公司产业链一体化已经完善，并且掌握了新开河红参、三大中药材交易市场等产业链中重要资源，估值上应该可以享受一线中药股估值，维持公司“买入”的投资评级，目标价 18.2 元。



东方证券
ORIENT SECURITIES

江维娜

医药行业资深分析师

8621-63325888 × 6005

jiangweina@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0850210040012

李淑花

医药行业首席分析师

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 5 月 26 日) 11.90 元

目标价格 18.20 元

总股本/A 股 (万股) 219871/219871

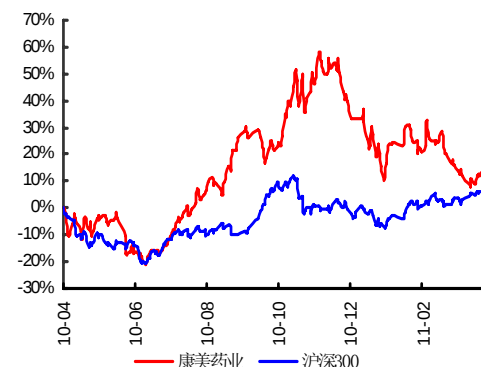
A 股市值 (亿元) 262

国家/地区 中国

行业 医药

报告发布日期 2011 年 5 月 27 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测		单位：百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	3309	4828	6565	8990	
同比(%)	39.2%	45.9%	36.0%	36.9%	
归属母公司净利润	716	1147	1467	2019	
同比(%)	42.7%	60.3%	27.8%	37.7%	
毛利率(%)	36.6%	37.4%	37.8%	38.1%	
ROE(%)	14.5%	17.4%	18.2%	20.1%	
每股收益(元)	0.42	0.52	0.67	0.92	
P/E (倍)	36.57	22.88	17.84	12.96	
P/B (倍)	5.31	3.98	3.26	2.60	

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4608	6648	8996	12267	营业收入	3309	4828	6565	8990
现金	2760	4027	5476	7498	营业成本	2101	3021	4086	5565
应收账款	463	676	919	1259	营业税金及附加	18	26	35	48
其它应收款	33	48	65	89	营业费用	194	282	384	526
预付账款	199	239	293	367	管理费用	138	201	274	375
存货	1144	1646	2226	3031	财务费用	126	-39	79	126
其他	0	0	0	0	资产减值损失	5	0	0	0
非流动资产	3600	3616	3608	3577	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	198	198	198	198	投资净收益	66	0	0	0
固定资产	1801	1829	1824	1796	营业利润	794	1336	1708	2351
无形资产	1352	1349	1345	1342	营业外收入	49	0	0	0
其他	0	0	0	0	营业外支出	10	0	0	0
资产总计	8208	10265	12605	15844	利润总额	833	1336	1708	2351
流动负债	1633	2037	2911	4132	所得税	118	189	241	332
短期借款	1140	1408	2120	3117	净利润	716	1147	1467	2019
应付账款	269	387	524	713	少数股东损益	0	0	0	0
其他	223	242	268	302	归属于母公司净利润	716	1147	1467	2019
非流动负债	1650	1650	1650	1650	EBITDA	960	1297	1787	2477
长期借款	900	900	900	900	EPS (元)	0.42	0.52	0.67	0.92
其他	750	750	750	750	主要财务比率				
负债合计	3282	3687	4561	5782	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	1694	2199	2199	2199	营业收入	39.19%	45.91%	35.98%	36.93%
资本公积	1819	1819	1819	1819	营业利润	38.46%	68.25%	27.83%	37.65%
留存收益	1413	2560	4027	6045	归属于母公司净利润	42.67%	60.34%	27.83%	37.65%
归属母公司股东权益合计	4926	6577	8044	10062	获利能力				
负债和股东权益	8208	10265	12605	15844	毛利率	36.55%	37.42%	37.76%	38.10%
现金流量表					净利率	21.62%	21.62%	23.76%	22.34%
单位:百万元					ROE	14.53%	17.44%	18.23%	20.06%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	10.15%	11.49%	12.92%	14.28%
经营活动现金流	665	556	906	1231	偿债能力				
净利润	716	1147	1467	2019	资产负债率	40%	36%	36%	36%
折旧摊销	90	76	98	112	净负债比率	44%	46%	67%	56%
财务费用	140	-39	79	126	流动比率	2.82	3.26	3.09	2.97
投资损失	-66	0	0	0	速动比率	2.12	2.46	2.33	2.24
营运资金变动	-220	-628	-737	-1025	营运能力				
其它	0	0	0	0	总资产周转率	0.11	0.13	0.14	0.16
投资活动现金流	-856	-100	-90	-80	应收账款周转率	2.23	3.57	2.06	2.06
资本支出	-768	-100	-90	-80	应付账款周转率	2	3	2	2
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	0	0	0	0	每股收益	0.33	0.52	0.67	0.92
筹资活动现金流	956	811	633	871	每股经营现金流	0.30	0.25	0.41	0.56
短期借款	30	40	390	1031	每股净资产	2.24	2.99	3.66	4.58
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	504	0	0	P/E	36.57	22.88	17.84	12.96
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	5.31	3.98	3.26	2.60
其他	926	267	543	-160	EV/EBITDA	34	24	17	13
现金净增加额	769	1267	1449	2022					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn