医药生物

2014 年 02 月 07 日

康美药业 (600518)

——开展药房托管创新业务，进一步提升医药全产业链优势

报告原因：有信息公布需要点评

买入

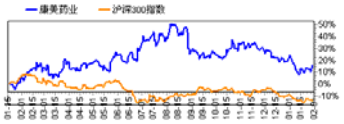
维持

市场数据：	2014 年 01 月 30 日
收盘价（元）	17.18
一年内最高/最低（元）	23.22/14.95
上证指数/深证成指	2033/7573
市净率	3.3
息率（分红/股价）	-
流通 A 股市值(百万元)	37774

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2013 年 09 月 30 日
每股净资产（元）	5.25
资产负债率%	42.03
总股本/流通 A 股(百万)	2199/2199
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《康美药业(600518)收购点评——加快布局大健康产业，打造医疗服务新板块》 2014/01/16

《康美药业(600518)投资广西玉林中药材香料市场点评——投资广西玉林中药材香料市场，完善线下线上产业链布局》 2013/11/11

证券分析师
陈益凌 A0230512070016
chenyl@swsresearch.com

联系人
姚宏福
(8621)23297818×7422
yaohf@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：（8621）23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
http://www.swsresearch.com

盈利预测： 单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2012A	11,165	84	1,441	43	0.66	25.2	13.6	26	20
13Q1-3	9,477	20	1,387	38	0.63	26.9	12.0		
2013E	13,655	22	1,969	37	0.90	27.5	16.3	19	16
2014E	16,971	24	2,418	23	1.10	27.5	17.2	16	13
2015E	20,688	22	3,024	25	1.38	26.9	18.1	12	11

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点：

公司公告：康美药业与普宁市 4 家二三级医院及 5 家镇级卫生院签订了《医院药房托管协议》，拟整体托管各医院药房，并保证医院的临床用药需求和药品质量；托管协议自 2 月 10 日起生效，有效期为 15-20 年。

- **康美开展药房托管创新业务，将药品供应链延伸至医院仓库：**根据公告，医院所用的所有药品由公司统一供应、集中配送，公司的药品供应链及服务延伸至医院仓库，并作为药品供应平台。根据托管协议，药品从仓库领入药房即视为医院确认购入，以广东省统一招标挂网价格和实际领取数量结算。医院药房的所有权不变、职工身份及职能不变、绩效考核及薪酬方法方式不变；而公司将租用医院药房逐步进行现代化改造，帮助医院提升医院药房软硬件水平。此外我们认为，广东省药品交易模式和指定配送商模式，从客观上有利于开展药房托管业务，有利于商业配送集中化、协调招投标量价、降低各类交易成本。

- **康美依靠药房托管模式，有望丰富医疗资源、扩大医院渠道销售：**普宁市人民医院（三甲）、普宁华侨医院（三甲）、普宁市中医医院（二甲）、普宁市妇幼保健院（二甲）都是普宁市当地的优质医疗资源，2013 年业务收入合计约 12 亿元，保持约 30%以上的较快增长；加上 5 家镇级卫生院，业务收入总计约 13 亿元。我们预计目前公司针对上述医院的自主销售规模超过 1 亿元；而根据药房托管模式，未来药品销售约 5-6 亿元（占 45%）将由公司统一供应配送；这其中既包括中药饮片的核心业务，也包括化药代理和器械、耗材等业务。我们认为，医药企业收购医院、药房托管的核心是供应链整合，未来公司在医院渠道销售的品类和规模口径都将进一步扩大。

- **康美将进一步提升医药全产业链优势，推动上下游优质资源集中：**与普通医药商业企业不同，康美依靠全产业链布局的优势（尤其是中药饮片、化药代理业务）以及在医院渠道积累的品牌优势，在开展药房托管业务时具有更高的盈利能力。随着自主销售+药房托管的渠道资源进一步增加，公司对上游医药工业企业和优质品种有更强的议价能力，对下游优质医疗资源的吸引力也更强。因此，上下游优质资源将向公司进一步集中，而且我们预计药房托管模式有可能在其他区域和终端得到复制，这将反过来巩固公司的全产业链优势。

- **价值显著低估，重申买入评级：**我们维持公司 2013-2015 年主业 EPS=0.85 元（加上商铺出售 0.05 元共 0.90 元）、1.10 元、1.38 元，主业同比增长 35%、30%、25%，当前股价对应预测市盈率=19/16/12 倍存在显著低估。前期我们建议关注的全产业链布局催化剂（包括饮片产能释放、亳州市场搬迁、直销产品和网点落地）均已依次落地兑现，近期公司通过收购医院、托管药房等创新业务模式布局医疗服务板块将成为市场关注的催化剂，重申“买入”评级。

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

合并损益表

百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	6,081	11,165	13,655	16,971	20,668
中药饮片	1,200	1,700	2,040	2,856	3,713
消费品	624	1,275	1,827	2,548	3,285
药材流通	3,263	5,982	6,980	8,636	10,206
西药	964	1,907	2,399	2,931	3,464
其他	26	292	409	0	0
营业总成本	4,989	9,516	11,397	14,174	17,156
营业成本	4,245	8,356	9,894	12,301	14,928
中药饮片	744	1,037	1,387	1,914	2,450
消费品	331	665	1,274	1,752	2,260
药材流通	2,395	4,893	5,016	6,214	7,347
西药	767	1,586	1,972	2,421	2,870
其他	9	175	245	0	0
营业税金及附加	27	58	71	88	107
销售费用	236	344	460	594	748
管理费用	267	422	583	756	925
财务费用	205	313	377	420	430
资产减值损失	8	23	12	16	18
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	56	48	48	48	48
营业利润	1,148	1,697	2,306	2,846	3,560
营业外收支	32	(4)	10	0	0
利润总额	1,180	1,693	2,316	2,846	3,560
所得税	175	251	346	427	537
净利润	1,005	1,441	1,969	2,418	3,024
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	1,005	1,441	1,969	2,418	3,024

资料来源:申万研究

合并现金流量表

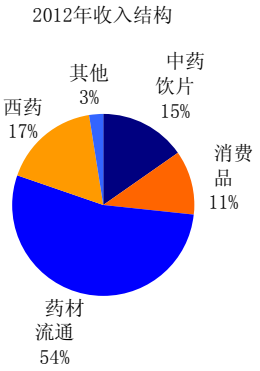
百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	1,005	1,441	1,969	2,418	3,024
加：折旧摊销减值	131	202	181	226	255
财务费用	269	361	377	420	430
非经营损失	(66)	(55)	(48)	(48)	(48)
营运资本变动	(760)	(941)	(727)	(1,066)	(1,173)
其它	0	0	29	24	26
经营活动现金流	575	1,008	1,781	1,974	2,514
资本开支	2,308	1,405	1,889	1,818	2,067
其它投资现金流	36	24	21	21	21
投资活动现金流	(2,285)	(1,382)	(1,868)	(1,797)	(2,046)
吸收投资	3,471	0	0	0	0
负债净变化	(406)	560	(200)	(900)	0
支付股利、利息	249	412	817	859	869
其它融资现金流	(43)	0	1,000	1,000	0
融资活动现金流	5,273	148	(17)	(759)	(869)
净现金流	3,563	(225)	(104)	(583)	(402)

资料来源:申万研究

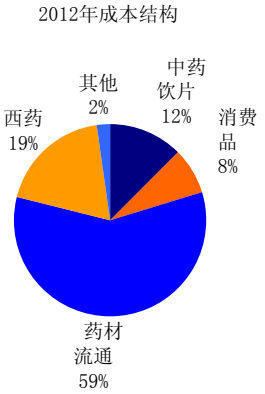
关键假设

	2012	2013E	2014E	2015E
中药饮片	1,700	2,040	2,856	3,713
消费品	1,275	1,827	2,548	3,285
药材流通	5,982	6,980	8,636	10,206
西药	1,907	2,399	2,931	3,464
其他	292	409	0	0
销售费用率	3.1%	3.4%	3.5%	3.6%
管理费用率	3.8%	4.3%	4.5%	4.5%

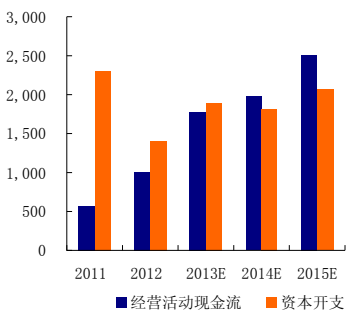
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流

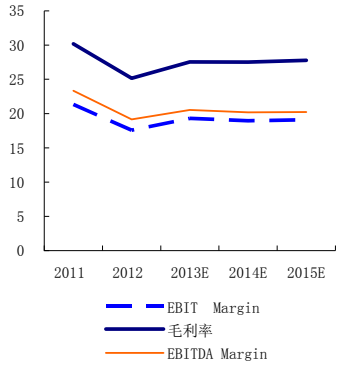


合并资产负债表

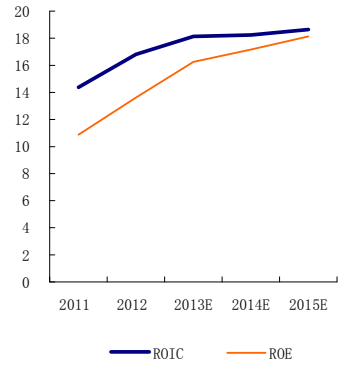
百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	9,454	11,514	12,362	13,202	14,361
现金及等价物	6,323	6,106	6,002	5,419	5,017
应收款项	1,225	1,780	2,077	2,472	2,913
存货净额	1,906	3,560	4,216	5,242	6,363
其他流动资产	0	68	68	68	68
长期投资	205	232	259	287	314
固定资产	3,355	4,056	5,136	6,104	7,295
无形资产及其他资产	2,223	2,157	2,796	3,436	4,076
资产总计	15,237	17,958	20,554	23,029	26,046
流动负债	2,050	3,750	3,817	4,213	4,646
短期借款	1,340	2,300	2,100	2,100	2,100
应付款项	586	1,292	1,530	1,903	2,309
其它流动负债	3	0	0	0	0
非流动负债	3,939	3,625	4,625	4,725	4,725
负债合计	5,989	7,375	8,442	8,938	9,371
股本	2,199	2,199	2,199	2,199	2,199
资本公积	4,740	4,743	4,743	4,743	4,743
盈余公积	325	463	652	885	1,176
未分配利润	1,983	3,176	4,516	6,262	8,556
少数股东权益	2	2	2	2	2
股东权益	9,248	10,583	12,113	14,091	16,675
负债和股东权益合计	15,237	17,958	20,554	23,029	26,046

资料来源:申万研究

经营利润率(%)



投资回报率趋势(%)

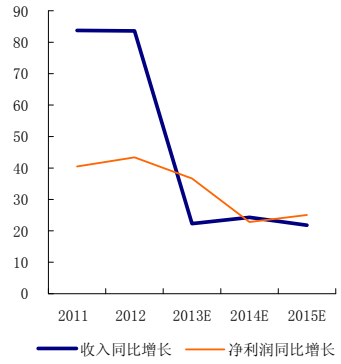


重要财务指标

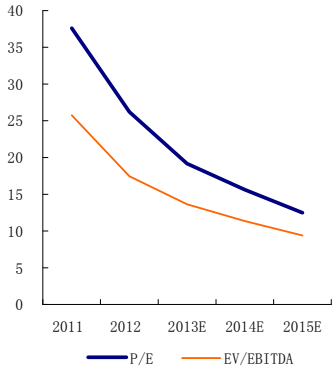
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标(元)					
每股收益	0.46	0.66	0.90	1.10	1.38
每股经营现金流	0.26	0.46	0.81	0.90	1.14
每股红利	0.05	0.20	0.20	0.20	0.20
每股净资产	4.21	4.81	5.51	6.41	7.58
关键运营指标(%)					
ROIC	14.4	16.8	18.1	18.2	18.6
ROE	10.9	13.6	16.3	17.2	18.1
毛利率	30.2	25.2	27.5	27.5	27.8
EBITDA Margin	23.3	19.2	20.5	20.2	20.2
EBIT Margin	21.3	17.6	19.3	19.0	19.1
收入同比增长	83.8	83.6	22.3	24.3	21.8
净利润同比增长	40.5	43.4	36.6	22.8	25.0
资产负债率	39.3	41.1	41.1	38.8	36.0
净资产周转率	0.66	1.06	1.13	1.20	1.24
总资产周转率	0.40	0.62	0.66	0.74	0.79
有效税率	15.6	15.3	15.3	15.3	15.3
股息率	0.3	1.2	1.2	1.2	1.2
估值指标(倍)					
P/E	37.6	26.2	19.2	15.6	12.5
P/B	4.1	3.6	3.1	2.7	2.3
EV/Sale	6.0	3.3	2.8	2.3	1.9
EV/EBITDA	25.7	17.5	13.6	11.3	9.4

资料来源:申万研究

收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy） ：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform） ：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral） ：相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；

减持（Underperform） ：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight） ：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral） ：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight） ：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 ：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。