



# 战略合作再下一城，与重庆市政府全面合作加码公司各项业务

## ——康美药业（600518）事件点评

2016年09月23日

强烈推荐/维持

康美药业

事件点评

### 事件：

康美药业与重庆市政府达成战略合作，全面参与重庆市医药卫生事业和医药产业改革发展。双方决定在中医药创新研究平台建设、道地药材种苗培育、中药饮片生产、中药配方颗粒及中成药生产、“互联网+医疗”服务、参与公立医院改革、公立医院药品耗材采购配送服务、中药材大宗现货交易中心建设、中医药健康养生、中医药博物馆及文化广场建设等领域开展合作。康美药业承诺项目投资总额不低于50亿元人民币，其中，加工生产项目、中医药创新研究平台项目投资不低于15亿元。

### 主要观点：

#### 1. 与重庆市政府深度合作，自上而下加码公司业务

公司继与云南、青海两省以及广东普宁市、云南普洱市、广西玉林市、深圳宝安区、广东省怀集县等当地政府签订战略合作协议后，再次拿下重庆这一重磅地区。公司高屋建瓴，自上而下地与政府进行合作，在当地成立子公司，将税收留在当地，同时增加当地就业岗位，带动当地经济，从而获取政府在公司各项业务上的支持，包括对道地中药材的控制、药房托管与智慧药房的持续推进，持续巩固公司在中医药全产业链上的核心优势，并使得公司在医药分家的进程中占得先机。

#### 2. 利用重庆地区丰富中药材资源，打造西南地区最大的中药深加工基地

公司将与重庆化医控股（集团）公司共同投资15亿合作建设康美药业（南川）生产加工基地，其中公司出资9.75亿，占项目总投资金额的65%。该项目建设期为24个月，充分利用重庆市5832种中药材种类、163万吨的中药材总蕴含量、200万亩的中药材种植面积的丰富中药材资源，建设中药饮片、中药配方颗粒、中成药一体的西南地区最大的中药深加工基地。从产能目标上来看：

### 张金洋

010-66554035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516080001

### 缪牧一

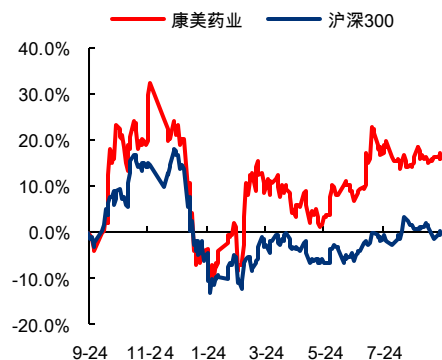
010-66554035

miaomy@dxzq.net.cn

### 交易数据

52周股价区间（元）	16.31-14.04
总市值（亿元）	806.89
流通市值（亿元）	717.22
总股本/流通A股（万股）	494722/439743
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	0.73

### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

- 《环保行业2016年中期策略：“效果化+保增长”趋势下，掘金高景气度细分领域》2016-06-30
- 《三聚环保深度报告：“产品-改造-运营”战略规划清晰，能源净化综合服务龙头再起航》2016-07-13

- ◆ 中药饮片：年产约 10 万吨。公司目前在普宁、北京、成都、阆中、亳州、吉林、上海等地拥有中药饮片生产基地，现有产能约 6 万吨，这次建设 10 万吨产能的生产基地将大幅提高公司未来产能，为智慧药房项目快速复制带动公司中药饮片销量做好准备。
- ◆ 中药配方颗粒：生产品种 450 种，年产量约达 30 亿包。公司此前已公告在普宁市投资 6.5 亿元建设年产量 24 亿包的中药配方颗粒项目，此次在重庆地区继续加码配方颗粒，有望在未来依托公司中医药全产业链的优势，在中药配方颗粒逐渐放开的情况下实现弯道超车。
- ◆ 中成药：年产颗粒剂约 2 亿袋；年产片剂 2 亿片；年产口服液 1 亿支；年产胶囊剂约 4 亿粒

我们认为，在重庆市打造西南地区最大的中药深加工基地，将巩固公司在中医药全产业链上的核心优势，有望在政策风向明确鼓励中医药产业的大环境下持续抢得先机。

### 3、药房托管、智慧药房业务受益战略合作，保障公司未来增速

我们认为，此次与重庆市深度合作，将有望在药房托管、智慧药房两个方面增厚公司业绩：

- ◆ **药房托管**：在达成的战略合作协议中，重庆市政府将支持康美药业及在重庆的子公司进入重庆市药交所平台进行药品耗材交易，参与重庆市公立医院药品耗材采购和配送。相对应的是公司与重庆化医控股（集团）公司共同投资 3 亿成立康渝医药股份有限公司，公司出资 1.95 亿元，占总投资金额的 65%。从 2015 年重庆市卫生统计年报来看，公立医院共有 257 家公立医院，而公司目前在重庆向近 10 家医院提供药品供应链业务，在已经具备一定基础的同时增量空间巨大，有望在重庆市取得突破，维持公司药品贸易业务近年来的高增速，并在未来向大型 GPO 发展。
- ◆ **智慧药房**：公司智慧药房项目已经是一种承接外流处方的成熟模式，复制速度极快，从今年 3-4 月份的 4500 张日处方量快速增长到近期的 12000 张日处方量，年底有望达到 30000 张，而这次与重庆市政府合作将进一步加快公司智慧药房布局。根据《2015 年药品流通行业运行统计分析报告》，重庆市中药材类销售位居全国第一，区域销售总额占全国的 10.12%，中药饮片市场巨大，看好公司通过智慧药房的模式抢占重庆市中药饮片市场。

#### 结论：

此次公司与重庆市政府深度合作将为公司未来业绩增长保驾护航。我们预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.69、0.86、1.05，对应 PE 为 24x、19x、16x，公司是“进可攻，退可守”的优质标的，既存在稳健的 20%-25% 的估值切换收益，同时未来看点颇多，存在超预期的可能性，我们看好公司长期发展，维持“强烈推荐”评级。

## 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	20654	29448	30839	37105	44286	<b>营业收入</b>	15949	18067	22363	27109	32541
货币资金	9985	15818	14536	17621	21152	<b>营业成本</b>	11768	12947	15963	19209	22938
应收账款	2230	2550	3157	3827	4594	营业税金及附加	103	197	243	295	354
其他应收款	53	78	97	117	141	营业费用	426	499	604	745	895
预付款项	597	560	513	458	391	管理费用	583	711	872	1068	1282
存货	7369	9795	12076	14532	17353	财务费用	435	449	642	786	944
其他流动资产	194	268	28	28	28	资产减值损失	20.45	117.30	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	7226	8658	9273	8912	8564	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	333	407	407	407	407	投资净收益	53.04	72.15	0.00	0.00	0.00
固定资产	4311	4790	5311	4856	4412	<b>营业利润</b>	2666	3218	4039	5005	6128
无形资产	1072	1052	947	842	737	营业外收入	54.85	38.51	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	175	1057	1057	1057	1057	营业外支出	14.04	13.79	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	27879	38105	40111	46018	52850	<b>利润总额</b>	2707	3243	4039	5005	6128
<b>流动负债合计</b>	8248	13879	14246	16044	19380	所得税	421	486	606	751	919
短期借款	3420	4620	5000	6500	9500	<b>净利润</b>	2286	2756	3433	4254	5209
应付账款	1391	1444	1756	2114	2524	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	1021	948	857	747	615	归属母公司净利润	2286	2757	3433	4254	5209
一年内到期的非	200	5	5	5	5	EBITDA	4414	4986	5066	6151	7420
<b>非流动负债合计</b>	2913	5388	7420	9002	9405	<b>EPS (元)</b>	1.04	0.62	0.69	0.86	1.05
长期借款	5	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	2496	4885	4885	4885	4885		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>负债合计</b>	11161	19267	21666	25046	28786	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	3	73	73	73	73	营业收入增长	19.39%	13.28%	23.78%	21.22%	20.04%
实收资本(或股	2199	4397	4947	4947	4947	营业利润增长	22.35%	20.68%	25.52%	23.90%	22.45%
资本公积	4757	3657	3657	3657	3657	归属于母公司净利润	24.54%	23.90%	24.54%	23.90%	22.45%
未分配利润	5917	6584	7197	7955	8884	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	16716	18765	18373	20898	23991	毛利率(%)	26.21%	28.34%	28.62%	29.14%	29.51%
<b>负债和所有者权</b>	27879	38105	40111	46018	52850	净利率(%)	14.33%	15.26%	15.35%	15.69%	16.01%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
	单位:百万元					ROE(%)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	8.20%	7.23%	8.56%	9.24%	9.86%	
<b>经营活动现金流</b>	1132	509	2019	2516	3188	<b>偿债能力</b>					
净利润	2286	2756	3433	4254	5209	资产负债率(%)	40%	51%	54%	54%	54%
折旧摊销	1312	1319	385	361	349	流动比率	2.50	2.12	2.16	2.31	2.29
财务费用	435	449	642	786	944	速动比率	1.61	1.42	1.32	1.41	1.39
应付帐款的变化	0	0	-606	-670	-767	<b>营运能力</b>					
预收帐款的变化	0	0	-91	-110	-132	总资产周转率	0.64	0.55	0.57	0.63	0.66
<b>投资活动现金流</b>	-769	-1444	30	0	0	应收账款周转率	8	8	8	8	8
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	13.48	12.74	13.97	14.01	14.03
长期股权投资减	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	53	72	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.04	0.62	0.69	0.86	1.05
<b>筹资活动现金流</b>	1141	6759	-3332	568	343	每股净现金流(最新	0.68	1.32	-0.26	0.62	0.71
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	7.60	4.27	3.71	4.22	4.85
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	2199	550	0	0	P/E	15.68	26.18	23.50	18.97	15.49
资本公积增加	7	-1099	0	0	0	P/B	2.15	3.82	4.39	3.86	3.36
<b>现金净增加额</b>	1505	5825	-1282	3085	3531	EV/EBITDA	7.25	13.12	15.01	12.10	9.96

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 张金洋

医药生物行业小组组长，3 年证券行业研究经验，3 年医药行业实业工作经验。2015 年新财富第七名团队核心成员，2015 年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016 年 7 月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

## 联系人简介

### 缪牧一

美国罗切斯特大学会计学理学硕士，美国注册会计师，2016 年 6 月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于医药政策下的投资机会。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。