

公司研究/季报点评

2017年04月28日

医药生物/中药 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 19.5
合理价格区间(元): 21-25

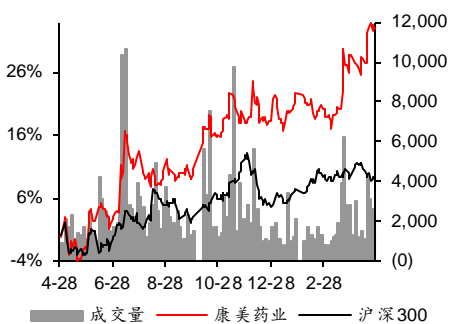
姚艺 执业证书编号: S0570513070008
研究员 0755-82125057
yaoyi@htsc.com

代雯 执业证书编号: S0570516120002
研究员 021-28972078
daiwen@htsc.com

相关研究

- 1《康美药业(600518,增持):全产业链,走得
更远》2017.04
- 2《康美药业(600518,增持):看饮片向涛头
立,待医院于风口起》2017.03

股价走势图



资料来源: Wind

莫为税率遮望眼, 1Q 业绩实增 23%

康美药业(600518)

业绩符合预期

公司4月27日晚发布1Q17业绩,实现收入71.5亿元,同比增长21.6%,归母净利润10.7亿元,同比增长8.0%,扣非归母净利润10.6亿元,同比增长7.8%,业绩增速低于收入增速,系母公司企业所得税按25%计提所致,剔除该影响,业绩实际增速约23%,符合预期。我们继续看好公司作为饮片龙头受益于行业边际改善、中药材贸易收入受到存货周转加速而增长、医疗服务布局提速,维持公司“增持”评级。

收入增长强劲, 单季度破70亿, 实际净利润同比增长约23%

1Q17收入增长十分强劲,收入规模破70亿元,创单季度收入新高,我们推测主要来自于饮片与药械贸易的快速增长。而净利润增速低于收入增速主要因为,母公司高新技术企业认证于2016年底到期,目前正在重申,出于谨慎原则,税率暂以25%计提(vs高新企业可使用15%税率优惠),我们预计重申将于2017年年底完成,且无不过审风险,而过后多余计提的所得税可悉数返还。观察到税前利润同比增长22.9%,剔除税率影响,我们估算实际净利润约12亿元,同比增长约23%。

财务数据健康

财务指标方面,毛利率同比增长1.2pct至29.6%,销售费率同比下降0.3pct至1.9%,管理费率同比下降0.6pct至4.0%。资产负债方面,应收账款同比增长14.6%至35.5亿元,存货变化同比增长0.4%至126.7亿元。

饮片仍是中药产业链的发力点, 中药材贸易回暖、保健品继续放量

公司作为饮片龙头,在饮片行业受政策利好(不纳入集中采购、不取消25%加成、不计入公立医院药占比)而边际改善之际,有望充分受益,而饮片创新销售模式“智慧药房”更是直接催化饮片业务放量。中药材贸易方面,中药材价格2017年大概率高位运行,预计收入可通过加速存货周转而实现回暖。保健食品方面,我们看好中药保健品的广阔市场空间,预计收入在丰富贵细药材品类、加大直销电商渠道建设下,继续快速成长。

受益于医疗服务布局提速, 西药贸易继续放量

我们认为,西药贸易的快速增长将是2017年收入增长的主要推动力,而这与医疗服务布局提速相关:公司通过托管医院药房、收购医院等途径,实现对医院药械的供应链延伸。目前公司的医疗服务尚处于成长期,拥有床位超三千张,目标年内过万,未来在通过收取管理费、延伸药械供应链等途径继续增厚公司收入之外,或进军医疗服务,想象空间广阔。

维持“增持”评级

我们继续看好公司作为饮片龙头全面受益于行业景气度回升,预计17/18/19年归母净利42/51/60亿元,对应EPS 0.84/1.02/1.22元,同比增长25%/21%/19%,目标价21-25元,维持给予“增持”评级。

风险提示:智慧药房推进不达预期,医院收购不达预期。

公司基本资料

| | |
|-------------|-------------|
| 总股本(百万股) | 4,947 |
| 流通A股(百万股) | 4,397 |
| 52周内股价区间(元) | 14.25-19.64 |
| 总市值(百万元) | 96,471 |
| 总资产(百万元) | 54,824 |
| 每股净资产(元) | 5.89 |

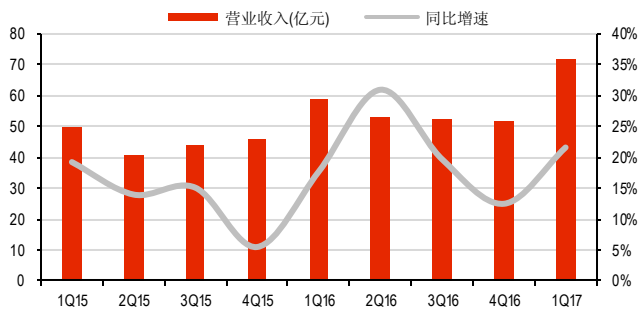
资料来源:公司公告

经营预测指标与估值

| 会计年度 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 18,067 | 21,642 | 26,313 | 30,816 | 35,028 |
| +/-% | 13.28 | 19.79 | 21.58 | 17.11 | 13.67 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 2,757 | 3,340 | 4,172 | 5,062 | 6,013 |
| +/-% | 20.60 | 21.17 | 24.89 | 21.34 | 18.79 |
| EPS(元,最新摊薄) | 0.56 | 0.68 | 0.84 | 1.02 | 1.22 |
| PE(倍) | 33.74 | 27.84 | 22.30 | 18.37 | 15.47 |

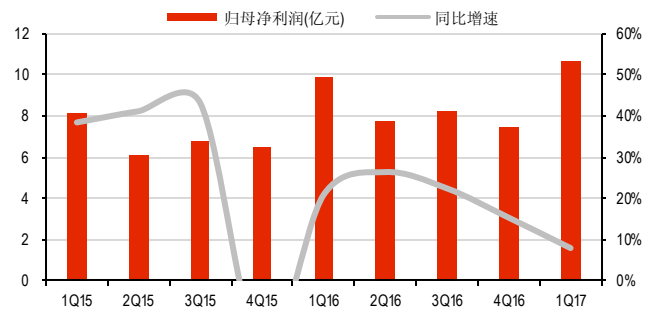
资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

图表1: 1Q15-1Q17 公司营业收入变化



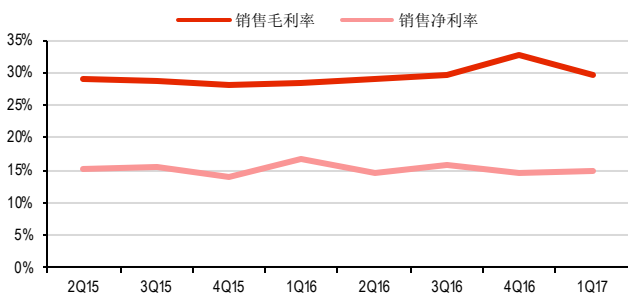
资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

图表2: 1Q15-1Q17 公司归母净利润变化



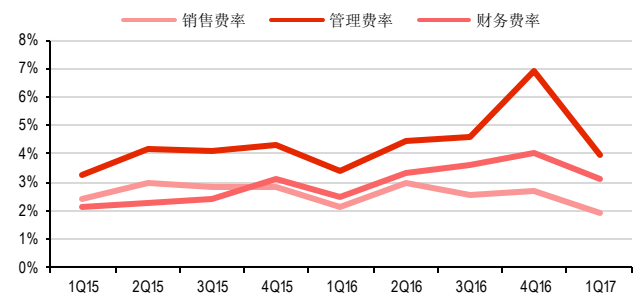
资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

图表3: 1Q15-1Q17 公司利润水平变化



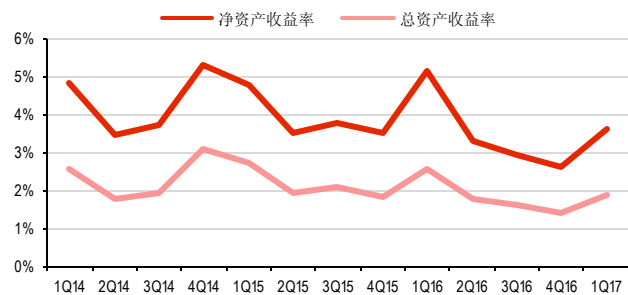
资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

图表4: 1Q15-1Q17 公司期间费率变化



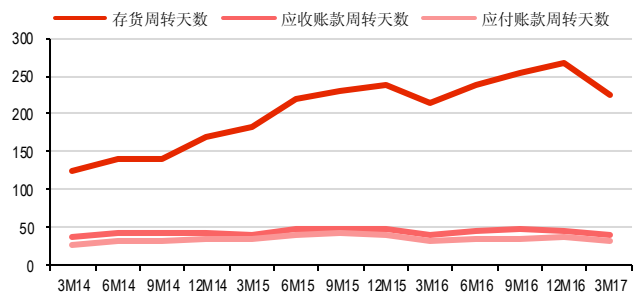
资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

图表5: 1Q15-1Q17 公司盈利能力变化



资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

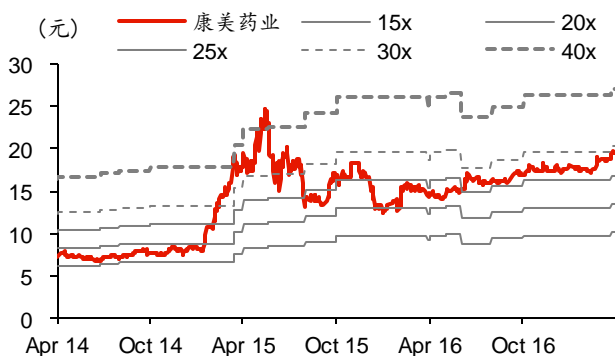
图表6: 1Q15-1Q17 公司营运能力变化



资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

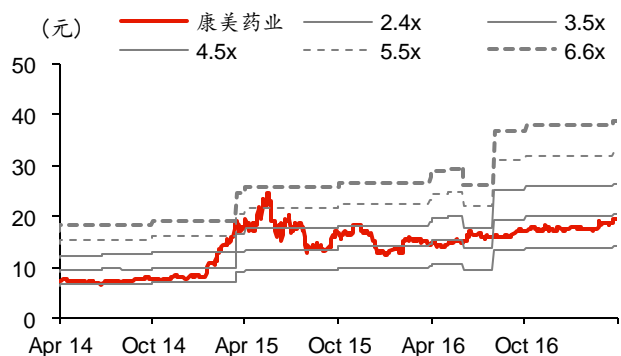
PE/PB - Bands

图表7: 康美药业历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表8: 康美药业历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

| 会计年度(百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 29,448 | 44,462 | 48,902 | 53,475 | 59,213 |
| 现金 | 15,818 | 27,325 | 28,362 | 29,509 | 32,035 |
| 应收账款 | 2,550 | 3,095 | 3,705 | 4,329 | 4,951 |
| 其他应收账款 | 78.25 | 140.13 | 170.37 | 199.53 | 226.80 |
| 预付账款 | 559.65 | 720.54 | 868.64 | 1,016 | 1,152 |
| 存货 | 9,795 | 12,619 | 15,187 | 17,765 | 20,147 |
| 其他流动资产 | 646.37 | 561.18 | 609.51 | 656.09 | 699.68 |
| 非流动资产 | 8,658 | 10,362 | 11,716 | 13,508 | 14,664 |
| 长期投资 | 407.00 | 444.62 | 444.62 | 444.62 | 444.62 |
| 固定资产投资 | 4,790 | 5,920 | 6,262 | 6,692 | 7,154 |
| 无形资产 | 1,052 | 1,815 | 2,550 | 3,260 | 3,944 |
| 其他非流动资产 | 2,408 | 2,183 | 2,459 | 3,112 | 3,122 |
| 资产总计 | 38,105 | 54,824 | 60,618 | 66,983 | 73,877 |
| 流动负债 | 13,879 | 20,024 | 22,663 | 25,236 | 27,656 |
| 短期借款 | 4,620 | 8,252 | 10,033 | 11,750 | 13,356 |
| 应付账款 | 1,444 | 1,693 | 2,041 | 2,387 | 2,707 |
| 其他流动负债 | 7,815 | 10,079 | 10,590 | 11,098 | 11,592 |
| 非流动负债 | 5,388 | 5,416 | 5,416 | 5,416 | 5,416 |
| 长期借款 | 0.27 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动负债 | 5,387 | 5,416 | 5,416 | 5,416 | 5,416 |
| 负债合计 | 19,267 | 25,441 | 28,080 | 30,652 | 33,073 |
| 少数股东权益 | 73.31 | 267.56 | 265.03 | 262.14 | 259.37 |
| 股本 | 4,397 | 4,947 | 4,947 | 4,947 | 4,947 |
| 资本公积 | 3,657 | 11,339 | 14,163 | 14,163 | 14,163 |
| 留存公积 | 7,730 | 10,006 | 13,163 | 16,959 | 21,435 |
| 归属母公司股 | 18,765 | 29,116 | 32,273 | 36,069 | 40,545 |
| 负债和股东权益 | 38,105 | 54,824 | 60,618 | 66,983 | 73,877 |

现金流量表

| 会计年度(百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|---------|---------|---------|----------|---------|
| 经营活动现金 | 508.86 | 1,603 | 2,890 | 3,944 | 5,253 |
| 净利润 | 2,757 | 3,340 | 4,172 | 5,062 | 6,013 |
| 折旧摊销 | 324.47 | 408.89 | 491.78 | 555.25 | 622.51 |
| 财务费用 | 448.99 | 721.85 | 842.50 | 967.23 | 1,084 |
| 投资损失 | (72.15) | (67.19) | (67.19) | (67.19) | (67.19) |
| 营运资金变动 | (3,215) | (3,068) | (2,632) | (2,616) | (2,402) |
| 其他经营现金 | 265.66 | 266.88 | 82.89 | 42.52 | 2.64 |
| 投资活动现金 | (1,444) | (1,986) | (1,778) | (2,281) | (1,711) |
| 资本支出 | 1,375 | 1,567 | 1,678 | 2,181 | 1,611 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他投资现金 | 68.78 | 418.87 | 100.17 | 100.17 | 100.17 |
| 筹资活动现金 | 6,759 | 11,834 | (75.57) | (516.72) | (1,015) |
| 短期借款 | 1,200 | 3,632 | 1,781 | 1,717 | 1,606 |
| 长期借款 | (4.23) | (0.27) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 普通股增加 | 2,199 | 549.79 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | (1,099) | 7,681 | 2,824 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金 | 4,464 | (29.77) | (4,680) | (2,234) | (2,621) |
| 现金净增加额 | 5,825 | 11,450 | 1,037 | 1,147 | 2,527 |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

| 会计年度(百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 18,067 | 21,642 | 26,313 | 30,816 | 35,028 |
| 营业成本 | 12,947 | 15,172 | 18,290 | 21,396 | 24,266 |
| 营业税金及附加 | 196.69 | 204.22 | 261.02 | 300.72 | 343.70 |
| 营业费用 | 499.31 | 557.97 | 736.77 | 801.22 | 840.68 |
| 管理费用 | 711.49 | 1,036 | 1,210 | 1,356 | 1,401 |
| 财务费用 | 448.99 | 721.85 | 842.50 | 967.23 | 1,084 |
| 资产减值损失 | 117.30 | 60.22 | 85.41 | 45.41 | 5.41 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 72.15 | 67.19 | 67.19 | 67.19 | 67.19 |
| 营业利润 | 3,218 | 3,958 | 4,954 | 6,017 | 7,154 |
| 营业外收入 | 38.51 | 41.23 | 40.32 | 40.62 | 40.52 |
| 营业外支出 | 13.79 | 11.37 | 12.18 | 11.91 | 12.00 |
| 利润总额 | 3,243 | 3,988 | 4,982 | 6,046 | 7,183 |
| 所得税 | 486.18 | 650.82 | 813.17 | 986.75 | 1,172 |
| 净利润 | 2,756 | 3,337 | 4,169 | 5,059 | 6,010 |
| 少数股东损益 | (0.28) | (3.64) | (2.52) | (2.90) | (2.77) |
| 归属母公司净利润 | 2,757 | 3,340 | 4,172 | 5,062 | 6,013 |
| EBITDA | 4,011 | 5,050 | 6,275 | 7,487 | 8,768 |
| EPS(元) | 0.56 | 0.68 | 0.84 | 1.02 | 1.22 |

主要财务比率

| 会计年度(%) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 13.28 | 19.79 | 21.58 | 17.11 | 13.67 |
| 营业利润 | 20.68 | 22.99 | 25.18 | 21.46 | 18.90 |
| 归属母公司净利润 | 20.60 | 21.17 | 24.89 | 21.34 | 18.79 |
| 获利能力(%) | | | | | |
| 毛利率 | 28.34 | 29.90 | 30.49 | 30.57 | 30.72 |
| 净利率 | 15.26 | 15.43 | 15.85 | 16.43 | 17.17 |
| ROE | 15.54 | 13.95 | 13.59 | 14.81 | 15.70 |
| ROIC | 36.25 | 44.81 | 40.80 | 36.46 | 34.42 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 50.56 | 46.40 | 46.32 | 45.76 | 44.77 |
| 净负债比率(%) | 24.00 | 32.44 | 35.73 | 38.33 | 40.39 |
| 流动比率 | 2.12 | 2.22 | 2.16 | 2.12 | 2.14 |
| 速动比率 | 1.42 | 1.59 | 1.49 | 1.42 | 1.41 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.55 | 0.47 | 0.46 | 0.48 | 0.50 |
| 应收账款周转率 | 7.56 | 7.67 | 7.74 | 7.67 | 7.55 |
| 应付账款周转率 | 9.13 | 9.67 | 9.80 | 9.66 | 9.53 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.56 | 0.68 | 0.84 | 1.02 | 1.22 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.10 | 0.32 | 0.58 | 0.80 | 1.06 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 3.79 | 5.89 | 6.52 | 7.29 | 8.20 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE(倍) | 33.74 | 27.84 | 22.30 | 18.37 | 15.47 |
| PB(倍) | 4.96 | 3.19 | 2.88 | 2.58 | 2.29 |
| EV_EBITDA(倍) | 27.78 | 23.19 | 18.42 | 14.82 | 12.42 |

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com