

医药 - 化学药

2013 年值得期待

—康芝药业 (300086.SZ) 2012 年报点评

2013 年 4 月 19 日

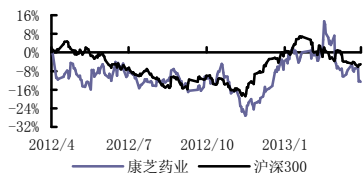
评级: 买入(维持)

市场数据	2013 年 4 月 18 日
当前价格(元)	12.20
52 周价格区间(元)	10.15-15.82
总市值(百万)	2440.00
流通市值(百万)	862.41
总股本(百万股)	200.00
流通股(百万股)	70.69
日均成交额(百万)	24.36
近一月换手(%)	86.00%
Beta(2 年)	
第一大股东	海南宏氏投资有限公司
公司网址	http://www.honz.com.cn

预测指标	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	366.28	502	612	735
净利润(百万元)	23.34	56	72	93
每股收益(元)	0.12	0.28	0.36	0.46
净利润增长率%	728.73%	138%	30%	29%
每股净资产(元)	8.97	9.25	9.60	10.03
市盈率	104.54	43.92	33.91	26.36
市净率	1.36	1.32	1.27	1.22
EV/EBITDA	108.55	27	15	11

资料来源: 世纪证券研究所

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
康芝药业	-75.65%	-37.11%	-46.63%
沪深 300	-1.50%	-5.03%	-5.19%

相关报告

《》，2012.10
《》，2012.8
《》，2012.8

邓聪

执业证书号: S1030512070001

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人, 邓聪, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

■ 2012 年康芝药业实现营业收入 36628 万元, 同增 19.41%; 营业利润 1382 万元, 同增 634.58%; 归属于上市公司股东的净利润为 2334 万元, 同增 728.73%。拟 10 股派现金 2 元(含税)。

■ 逐渐恢复元气, 业绩已经确定性的好转。(1)前期布局逐渐步入收获期: 2011 年分别收购河北康芝、沈阳康芝、控股顺鑫祥云药业, 同时在 2011 年成为康恩贝布洛芬颗粒的全国总代, 收购一类新药头孢他啶他唑巴坦钠(3:1), 2012 年开始收购企业开始陆续投产, 新产品市场培育也进入稳定期; (2)销售收入逐年上升: 2011 年出现当年销售收入同比下降 2.45% 后, 2012 年销售收入已经超过 2010 年, 达到 3.66 亿; (3)现金流量逐季好转。经营性现金流量净额 2010 年 4 季度出现负值后, 从 2011 年 4 季度开始转正。投资性现金流量净额保持健康状态。筹资性现金流量 2011 年两项支出主要是分配股利支出。

■ 维持“买入”评级。预计 2013-2014 年收入 5.02、6.12 亿, 净利润 0.56 亿、0.72 亿, EPS 0.28 元、0.36 元。对应现有股价 12.20 元 PE 分别为 43.6 倍、33.9 倍。DCF 估值分析公司合理价值为 13.9 元/股, 现在价格 12.20 元/股, 有一定程度的低估, 给予“买入”评级。

■ 风险提示: 业绩不及预期风险、产品质量风险、政策风险、产品降价风险、坏账风险。

1.2013 年值得期待

2013.3.19.康芝药业披露2012年年报。公司实现营业收入36628万元，比去年同期增加19.41%；营业利润为1382万元，比去年同期增加634.58%；利润总额为2837万元，比去年同期增加389.55%；归属于上市公司股东的净利润为2334万元，比去年同期增加728.73%。拟10股派现金2元(含税)。

逐渐恢复元气，业绩已经确定性的好转

(1)前期布局，逐渐进入收获期

Figure 1 康芝药业 2011 年至今收购企业评估

	资产状况	公司主要目的	公司对未来规划	销售收入	净利润	收购价格	未来预期收益
2011.3. 顺鑫祥云	52生产批文，2国家二级中药保护品种，26进北京医保，22种进国家医保；GMP证书、厂房3.72万平米、房产1.25万平米	鞣酸蛋白原料药	整合资源，建立消化系统中成药产品群，打造小儿腹泻散、小儿清解颗粒	2009-2010 年收4200 万	2009-2010 年亏467.7 万	9264.64万元增资，股权51%，增资每股净资产1.084元	五年内年均收入1.12亿，年均净利2298万；回收期为4.23年；
2011.6. 河北天合	10生产批文，多个OTC；7.52万平米土地、1.69万平米房产；现建7剂型8生产线	布洛芬颗粒生产批文	尽早通过GMP认证；未来5年另外投入5000万元进行生产	09年开始 停产	09年开始 停产	收购价2100万元，100%股权；支付700万元产品代理保证金；	五年内年均收入1.14亿元，利润3053万元；回收期为3.7年；
2011.8. 沈阳延风	54药品生产批号，19基药目录，GMP厂房，一期年生产能力胶囊10亿粒、片30亿片、颗粒1亿袋、糖浆1500万瓶和合剂1亿支	氯金黄敏颗粒生产批文	氯金黄敏进入儿童感冒药销售的前三甲；丰富康芝药业儿童用药品种	2008-2010 年均收入 1404.1万 元	2008-2010 年均亏损 461万元	收购价1.6亿，市净率2.017倍，另外2000万增加投入	五年内年均收入1.82亿，年均净利3438万；回收期为3.6年；

数据来源：康芝药业公告、世纪证券研究所

同时在2011年6月份成为康恩贝布洛芬颗粒全国总代理；另外2011年9月购买了海南国瑞堂的一类新药头孢他啶他唑巴坦钠(3:1)。

2011年下半年，产品上逐渐确立了小儿镇热解痛、感冒、消化道三条主线，另外逐渐进入第一、第二终端(医院以及OTC市场)的公司发展战略。

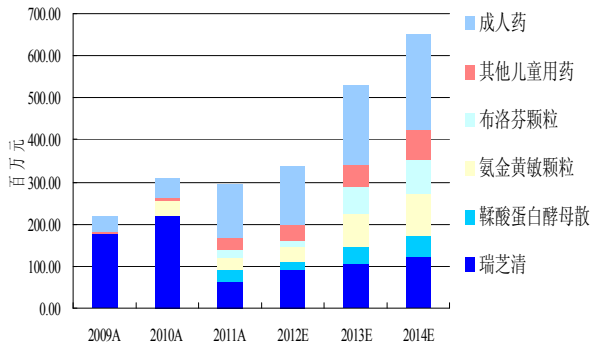
“尼美舒利”事件后，康芝药业营销体系运转正常。2012年新增加代理商314家，淘汰23家其中大部分为医院市场经销商。

	商品名	通用名	销售额 万		备注	
			2011年	2012年		
小儿(2012年 增长67%)	镇热解痛	瑞芝清	尼美舒利颗粒	6169.7	9300	
		小瑞芝清	布洛芬颗粒	1200	1200	2013年河北康芝投产
			小儿清解颗粒			
			瑞芝清退热贴			
			瑞芝清泡腾片			
	感冒	金立爽	氨金黄敏颗粒	2300	3500	2013年沈阳康芝投产
			小儿氨酚黄那敏颗粒			
			复方板蓝根颗粒			
	消化道	度来林	鞣酸蛋白酵母散	3202.9	1700	
		大度来林	鞣酸蛋白散			
		瑞杜宝	乳酸菌素颗粒			
			健儿乐颗粒			
			小儿腹泻散			
	呼吸道	康芝松	止咳橘红颗粒	800	1700	
		金畅	羧甲司坦颗粒		1700	
		康芝达林	头孢克洛颗粒			
			小儿咳喘灵颗粒			
			小儿麻甘颗粒			
			利巴韦林颗粒		1360	
	其他	迈彤	小儿四维葡钙颗粒			
康芝泰		左西替利嗪颗粒			2013年4月开始供货	
成人	瑞利欣	注射用头孢他啶他唑巴坦钠(3:1)				
		热炎宁颗粒				
		强力枇杷露	770	1132.2		
		复方氟霉素阴道泡腾片				
		茵荊平片				
	新迈泰	尼美舒利缓释片		前10月18.96万盒		
	真伏	伊曲康唑分散片	751.4	1360		
		贞蓉丹合剂			2013年新产品	
		益气养元颗粒			2013年新产品	
		妇科调经颗粒				

(2)销售收入稳步上升

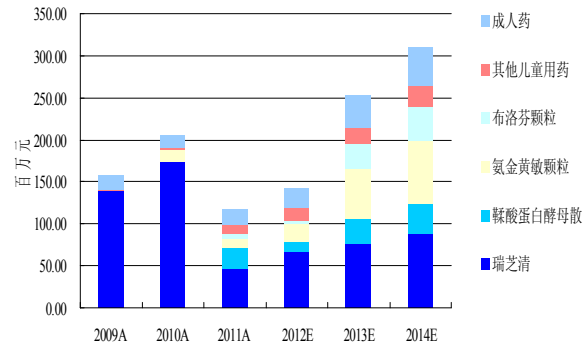
收入 百万元	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
瑞芝清	174.67	220.09	61.70	93.16	107.14	123.21
鞣酸蛋白酵母散			32.03	17.62	40.00	50.00
氨金黄敏颗粒		35.00	25.00	35.00	80.00	100.00
布洛芬颗粒			20.00	12.00	60.00	80.00
其他儿童用药	6.79	6.79	30.00	41.40	55.89	72.66
成人药	37.72	46.46	125.18	139.33	188.09	225.71
合计	244.16	314.00	306.74	357.51	558.12	683.58
营业利润 百万元	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
瑞芝清	138.30	174.07	46.24	67.08	77.14	88.71
鞣酸蛋白酵母散			26.06	12.33	28.00	35.00
氨金黄敏颗粒		14.00	10.00	21.00	60.00	75.00
布洛芬颗粒			6.00	3.60	30.00	40.00
其他儿童用药	2.48	2.48	10.50	14.49	19.56	25.43
成人药	15.95	15.29	19.19	23.69	37.62	45.14
合计	172.45	209.66	118.59	153.73	267.90	355.46

Figure 2 康芝药业历年及预测收入



数据来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 3 康芝药业历年及预测营业利润



数据来源: WIND、世纪证券研究所

(3) 现金流逐渐好转

百万元	2012Q4	2012Q3	2012Q2	2012Q1	2011Q4	2011Q3	2011Q2	2011Q1	2010Q4	2010Q3	2010Q2	2010Q1
经营活动产生的现金流量净额	76.90	1.04	20.36	11.16	68.20	(34.57)	(56.30)	(78.27)	(26.58)	45.14	14.31	47.03
投资活动产生的现金流量净额	(19.70)	51.47	(17.48)	(80.22)	(43.67)	(136.11)	(35.13)	54.41	(115.18)	(18.07)	(7.68)	(33.31)
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	11.72	25.44	7.80	5.85	(96.66)	136.11	35.51	5.61	55.84	18.07	7.68	33.31
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	8.41				141.10							
筹资活动产生的现金流量净额	(10.99)	0.00	0.00	(0.07)	(47.61)	(0.51)	(86.99)	39.64	9.42	0.03	1427.42	6.38
现金及现金等价物净增加额	46.17	52.52	2.87	(69.07)	(23.10)	(171.19)	(178.41)	15.77	(132.34)	27.10	1434.04	20.11
期初现金及现金等价物余额	1089.00	1036.50	1023.63	1092.70	1115.78	1286.97	1477.17	1461.40	1581.95	1554.85	120.80	100.69
期末现金及现金等价物余额	1135.19	1089.02	1026.50	1023.63	1092.70	1115.78	1286.97	1477.17	1449.61	1581.95	1554.85	120.80

经营性现金流量净额从 2011 年 4 季度开始转正。2010 年 4 季度开始经营性现金流量出现负值，2011 年 2 季度出现“尼美舒利”事件，终端出现滞销等现象，经销商出现退货以及去库存阶段，2011 年 4 季度开始转正说明经销商开始补库存，终端销售好转。

投资性现金流量净额保持健康状态。2011 年 3 季度与 4 季度两笔支出为公司购买专利以及收购沈阳康芝、河北康芝、顺鑫祥云等的支出。2012 年 1 季度与 3 季度两项支出主要是公司利用闲置资金进行理财而出现的收支。

筹资性现金流量 2011 年两项支出主要是分配股利支出。

2. 盈利预测

1. 关键假设

- (1) 医药行业稳定增长，保持 22%-24% 的增长率。
- (2) 公司持续稳定经营，不考虑进一步可能的收购。
- (3) 保持同样的经营效率，综合毛利率稳步上升，期间费用率稳步下降，所得税率为 15%。

2. 盈利预测

预计 2013-2014 年收入 5.02、6.12 亿，净利润 0.56 亿、0.72 亿，EPS 0.28 元、0.36 元。对应现有股价 12.20 元 PE 分别为 43.6 倍、33.9 倍。

3. DCF 估值

根据我们 DCF 估值分析公司合理价值为 13.9 元/股，现在价格 12.20 元/股，有一定程度的低估，给予“买入”评级。

Figure 1 DCF 参数假设

DCF主要参数和主要假设			
预测项目	预测值	预测项目	预测值
无风险利率	3.33%	法定所得税	15.00%
BETA	0.94	债务成本	6.35%
市场预期收益率	10.00%	债务比例	4.76%
股权成本	9.60%	WACC	9.45%
永续增长率	1.00%		

数据来源：世纪证券研究所

Figure 2 DCF 敏感性分析

WACC(%)	永续增长率Gn(%)					
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
4.45%	27.35	32.93	43.06	67.21	199.50	-146.25
5.45%	22.33	25.57	30.69	39.99	62.15	183.58
6.45%	18.93	20.98	23.95	28.65	37.20	57.55
7.45%	16.48	17.86	19.74	22.48	26.80	34.65
8.45%	14.64	15.61	16.88	18.61	21.13	25.11
9.45%	13.22	13.92	14.82	15.98	17.58	19.90
10.45%	12.10	12.62	13.27	14.09	15.17	16.64
11.45%	11.19	11.59	12.07	12.67	13.43	14.42
12.45%	10.44	10.75	11.12	11.57	12.12	12.82
13.45%	9.82	10.07	10.35	10.69	11.10	11.61
14.45%	9.30	9.49	9.72	9.98	10.29	10.68
15.45%	8.86	9.01	9.19	9.40	9.64	9.93

数据来源：世纪证券研究所

4.风险提示

风险提示:

- (1) 业绩不及预期风险。
- (2) 产品质量风险。
- (3) 政策风险, 产品降价风险。
- (4) 坏账风险。

Figure 3 财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1366	1468	1495	1560	营业收入	366	502	612	735
现金	1142	1117	1067	1058	营业成本	210	271	318	367
应收账款	47	97	121	148	营业税金及附加	4	5	6	7
其他应收款	54	63	84	104	营业费用	83	100	116	140
预付账款	53	92	108	120	管理费用	88	100	110	132
存货	55	74	87	101	财务费用	-32	-28	-27	-26
其他流动资产	14	25	28	29	资产减值损失	3	0	0	0
非流动资产	603	639	671	718	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	3	0	0	0
固定资产	300	337	357	367	营业利润	14	54	89	115
无形资产	188	218	251	292	营业外收入	26	28	0	0
其他非流动资产	116	84	63	60	营业外支出	11	13	0	0
资产总计	1969	2107	2166	2278	利润总额	28	68	89	115
流动负债	82	164	150	170	所得税	6	11	14	18
短期借款	0	3	2	1	净利润	23	57	75	97
应付账款	24	56	61	68	少数股东损益	-1	2	3	4
其他流动负债	59	104	87	101	归属母公司净利润	23	56	72	93
非流动负债	4	4	4	4	EBITDA	23	52	93	123
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.12	0.28	0.36	0.46
其他非流动负债	4	4	4	4					
负债合计	86	167	154	174					
少数股东权益	88	90	92	97	主要财务比率				
股本	200	200	200	200	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
资本公积	1364	1364	1364	1364	成长能力				
留存收益	230	286	355	443	营业收入	19.4%	37.0%	22.0%	20.0%
归属母公司股东	1795	1850	1919	2007	营业利润	634.6%	287.5%	65.9%	29.9%
负债和股东权益	1969	2107	2166	2278	归属于母公司净利润	728.7%	138.1%	29.5%	28.6%
					获利能力				
					毛利率(%)	42.6%	46.0%	48.0%	50.0%
					净利率(%)	6.4%	11.1%	11.8%	12.6%
					ROE(%)	1.3%	3.0%	3.7%	4.6%
					ROIC(%)	-2.0%	2.6%	5.5%	7.1%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	4.4%	7.9%	7.1%	7.7%
					净负债比率(%)	0.00%	5.93%	6.13%	4.88%
					流动比率	16.57	8.97	9.95	9.16
					速动比率	15.90	8.52	9.37	8.56
					营运能力				
					总资产周转率	0.19	0.25	0.29	0.33
					应收账款周转率	4	7	5	5
					应付账款周转率	6.79	6.78	5.45	5.71
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.12	0.28	0.36	0.46
					每股经营现金流(最新)	0.55	-0.09	-0.01	0.25
					每股净资产(最新摊)	8.97	9.25	9.60	10.03
					估值比率				
					P/E	104.56	43.92	33.91	26.36
					P/B	1.36	1.32	1.27	1.22
					EV/EBITDA	60	27	15	11

数据来源: WIND、世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的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。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.