

评级：强烈推荐（维持）
医药
公司深度报告
证券研究报告

分析师 吕丽华 S1080510120003
 研究助理 陈继业 S1080111070050
 电话：0755-83026492
 邮件：chenjiye@fcsc.cn

康美药业(600518)

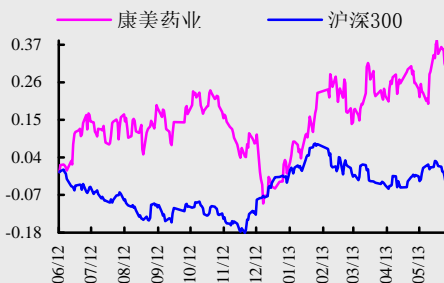
——从康美的历史 10 年战略，看未来 10 年发展

交易数据

上一日交易日股价（元）	18.05
总市值（百万元）	39,687
流通股本（百万股）	2,199
流通股比率（%）	100.00

资产负债表摘要（03/13）

股东权益（百万元）	11,141
每股净资产（元）	5.07
市净率（倍）	3.56
资产负债率（%）	42.52

公司与沪深 300 指数比较

相关报告
摘要：

- **公司是医药股中十年间幅涨超过十倍的少数公司之一。** 对应其历史涨幅，2006-2012年，6年间公司净利润增长14.4倍，公司销售收入、净利润、经营性现金流净额的复合增长率分别为54%、56%和57%。作为中药饮片龙头企业，目前公司总市值400亿元，是高增长、低估值的一线医药蓝筹股。
- **公司构建起贯穿中药全产业链的发展框架：** 贵细药材（人参等）种植与销售、中药饮片、中药材贸易、医疗服务（普宁中医院、与“人保”合资成立健康管理公司）。以上业务均受到相关产业政策的有利支持，无政策风险。从目前时点来看，这些业务具有10倍以上的发展空间（中药饮片行业规模近1000亿元，而康美市占率仅1.6%）。截止2012年度，对应以上核心业务，公司“在建工程”总额高达73.6亿元人民币，并完成了60.8亿元的投资。随着在建新项目的陆续完工，将为公司未来几年的发展提供充裕的业绩驱动力。尤其是，今年下半年北京子公司及亳州二期饮片共计1.6万吨新增产能的投产，将推动公司业绩加速增长。
- **康美的价值在于：** 公司大部分业务领域的行业特征都近似于“小农经济”，呈现为“小、散、乱、差”的局面。而对于中药现代化产业链而言，中药材资源的质控和溯源决定了未来我国中药产业能不能站起来的问题，国家和企业层面都非常重视。康美现在所做的事，正是顺应产业政策指引、顺应中药现代化发展的需求，将规范化、标准化的现代工业生产模式引入到相关领域。因此，公司作为产业龙头，面临的竞争对手都是小散乱差，竞争压力小，得到的政策与政府扶持多，自然发展空间也就大得多。
- **现金充足，预计2-3年内无融资需求。** 市场对公司最大的质疑，在于公司不断的巨额融资，这是由于公司向上下游拓展产业链所决定的。从13年1季报来看，目前公司拥有71亿元的“货币资产”，2012年经营性现金流已大幅改善，达到10亿元，随着募投项目的逐步投产和中药材贸易模式的转变，公司未来现金流状况会越来越好，预计未来2-3年内不存在融资需求。
- **维持“强烈推荐”评级。** 我们从公司的历史十年来更加清晰的把握公司的发展战略，展望了未来十年公司有望成为一家“资源为王型”的公司，并最终牢牢掌握优质中药材资源的定价权。公司未来3年饮片产能释放，各项业务逐步进入收获期，业绩增长确定性强，无政策风险，而当前股价对应2013年市盈率仅20倍，是高增长、低估值的一线蓝筹医药股。我们预测公司13-15年EPS为0.96元、1.24元、1.54元，对应当前股价，PE分别为20倍、15倍、12倍，PEG在0.6左右。



投资要件

关键假设

- **中药饮片:** 假设中药材价格基本稳定,北京子公司和亳州二期饮片产能将于2013年下半年投产,新增产能1.6万吨,亳州三期饮片产能将于2015年投产,新增产能2万吨,随着新增产能逐步释放,假设13-15年收入增长50%、50%、40%。
- **中药材贸易:** 假设中药材贸易业务13-15年收入增长35%、30%、25%,其中贵细药材贸易13-15年收入增长30%、30%、20%;大宗药材贸易13-15年收入增长40%、35%、30%。
- **中药材市场:** 亳州中药材市场一期:600套出售,每套100-200万元,另外一部分出租,假设到13年年中能收回10亿元左右的资金。收回资金后会进入中药材交易所二期工程,预计明年下半年开始预售。普宁中药材新市场:预计明年可以搬迁完毕,具有不确定性,暂不考虑。
- **新开河人参:** 2013年新包装的“新开河人参”正式推向市场,假设销量增长30%、价格增长30%。
- **人保健康业务:** 与人保合作的健康管理公司,目前人员已经到位,该业务弹性很大,预计开始运营第1年就可以达到10亿元销售规模。由于短期进度具有不确定性,暂不考虑。
- **毛利率假设:** 由于高毛利率的中药饮片规模做大,中药材贸易盈利水平趋于稳定,假设公司13-15年综合毛利率为28%、28.4%、28.9%。
- **费用率假设:** 假设公司加大营销投入,13-15年销售费用率为4%、4.5%、5%;假设公司加强人才引进、加大研发投入和提升管理效率,13-15年管理费用率为4.5%、5%、5.5%。

核心投资逻辑

- 公司是低估值、高成长的一线蓝筹医药股,业务发展空间大,竞争压力小,受益行业集中度提升和行业政策扶持。
- 公司在建新项目的陆续完工,将为公司未来几年的发展提供充裕的业绩驱动力,未来3年进入收获期。
- 公司中药饮片产能释放,未来3年饮片产能由1.5万吨增加到6万吨,产能释放带动饮片业务新一轮高成长。

有别于市场的认识

- 市场认为公司的中药材贸易模式为囤积药材的“坐庄模式”,不具有可持续性。我们认为,公司的中药材贸易已从曾经的“坐庄模式”,迅速转变为具有可持续性的药材流通模式。可以清晰的看到,该业务毛利率大幅下降至25%,应收账款周转率及存货周转率的快速提升便是佐证。

股价上涨的催化因素

- 业绩持续高速增长,现金流持续改善;
- 亳州和北京的饮片产能下半年投产,新增产能1.6万吨;

投资风险

- 做空风险; 中药材交易市场建设进程低于预期。



目 录

第一部分 公司概况：中药饮片行业龙头	5
1.1、公司主营业务概况.....	5
1.2、公司股东简介.....	5
1.3、公司的全产业链布局	6
第二部分 公司所属行业分析及发展战略实践分析	8
2.1、行业下游需求分析.....	8
2.2、行业内盈利模式的转变	9
2.3、公司发展战略实践分析.....	10
第三部分 公司主营业务明细分析	13
3.1、主营业务综合分析.....	13
3.2、中药饮片业务：公司业务体系的发端和支柱	14
3.3、药材贸易业务：公司第二阶段快速成长的主要推动力	17
3.4、新开河人参业务：大有可为	20
3.5、医疗服务业务：值得期待	24
第四部分 盈利预测与估值.....	26
4.1、公司盈利预测.....	26
4.2、估值讨论与投资评级	29
第五部分 风险提示	29



图表目录

图表 1: 2012 年度公司主营业务构成 (亿元)	5
图表 2: 公司股权结构	6
图表 3: 康美药业全产业链战略图 (这就是康美药业!)	7
图表 4: 2003-2012 年中药饮片行业发展规模及增长率	8
图表 5: 近年来中药饮片行业相关产业政策	9
图表 6: 2003 年-2012 年医药工业与中药饮片子行业发展状况比较	9
图表 7: 公司历年融资情况	10
图表 8: 康美十年路——以中药饮片为发端, 迅速向产业链两端延伸	11
图表 9: 公司重大“在建工程”明细——“中药材贸易”成为公司新的、重要的业绩驱动力	13
图表 10: 2006 年与 2012 年公司资产负债表结构分析 (单位: 亿元)	13
图表 11: 2006—2012 年公司利润表简表分析 (单位: 亿元)	14
图表 12: 公司中药饮片十年来的发展状况——每一次新产能的投放都带动业该项业务的高增长	15
图表 13: 公司中药饮片业务毛利率远高于行业水平	15
图表 14: 公司中药饮片业务盈利模式	17
图表 15: 传统的中药材贸易产业模式	18
图表 16: 康美转型后的药材贸易模式	18
图表 17: 公司运营能力分析——由于“中药材贸易”模式改变, 运营能力自 2011 年起开始显著提升	19
图表 18: 2010 年主要人参出口国的出口量及价格情况	20
图表 19: 红参及西洋参近年价格走势	21
图表 20: 韩国人参深加工产业例示--人参饮料占 80.6%、其他人参食品占 15.2%、其他制品占 4%	22
图表 21: 公司新开河人参业务发展情况 (单位: 亿元)	23
图表 22: 康美医院实地调研图	24
图表 23: 康美药业收入预测假设	27
图表 24: 康美药业盈利预测	28



第一部分 公司概况：中药饮片行业龙头

1.1、公司主营业务概况

康美药业是 1995 年由马兴田夫妇创建于广东省普宁市，2001 年公司于上交所主板上市后经历了 2 次大的业务转型：

- 第一次是 2002 年由化学普药转型进入中药饮片领域，2003 年非典爆发为公司饮片业务发展创造了历史机遇，2008 年公司开始了中药饮片的省外拓张道路，迅速从粤东走向全国；
- 第二次是 2010 年公司大举向上游和下游延伸中药材全产业链，上游进入贵细药材的种植，下游大举进入中药材专业贸易市场、医院、OTC 等渠道掌控，公司业务也因此迈上新的台阶。

公司目前主营业务包括：中药材种植、中药材贸易、中药饮片生产、贵细药材的种植与销售、医疗服务和化学药品的研发、生产，中药产业链业务是企业的核心业务。由于公司未分产品公布其主营业务构成，故其财务报告不能清晰反应业务明细。

图表 1：2012 年度公司主营业务构成（亿元）

项目名称	营业收入	营业利润	毛利率	收入占比	毛利占比
中药	87.03	23.22	26.7%	78.0%	82.9%
西药	19.07	3.22	16.9%	17.1%	11.5%
食品	2.53	0.39	15.2%	2.3%	1.4%
物业租售及其他	2.92	1.17	40.2%	2.6%	4.2%
合计	111.65	28	25.1%	100.0%	100.0%

数据来源：公司公告，第一创业研究所

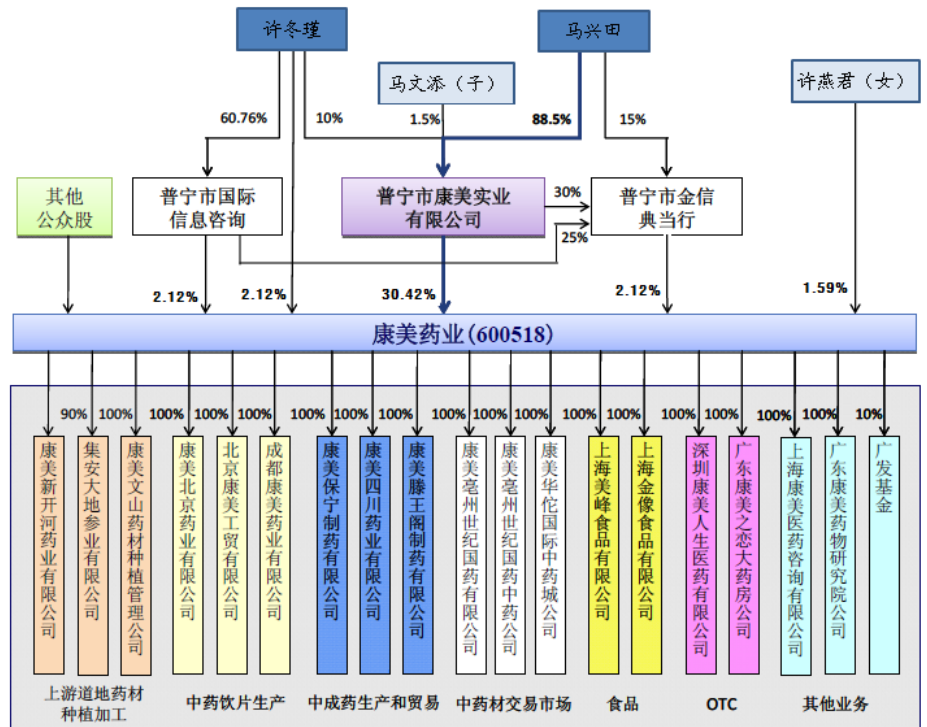
1.2、公司股东简介

马兴田及其家族持有公司 38.37% 股权，是公司实际控制人。马兴田是公司董事长和总经理，许冬瑾为其妻子，是公司副董事长和副总经理，育有一子一女为马文添和许燕君。

马兴田，1970 年生，是十一届全国人大代表、全国劳动模范、广州中医药大学兼职教授，兼任中华中医药学会副主任委员、中国中药协会副会长、中药饮片专业委员会理事长等社会职务。



图表 2: 公司股权结构



数据来源：公司公告，第一创业研究所

1.3、公司的全产业链布局

中药现代化的产业链上，药材质量的可控性具有重大意义，从药材到药品，国家都重视质控和溯源。可以说，未来中药行业竞争的核心在于优质中药材资源，中药材的质控和溯源决定了中药现代化能不能站起来的问题，这是必须要解决的问题。

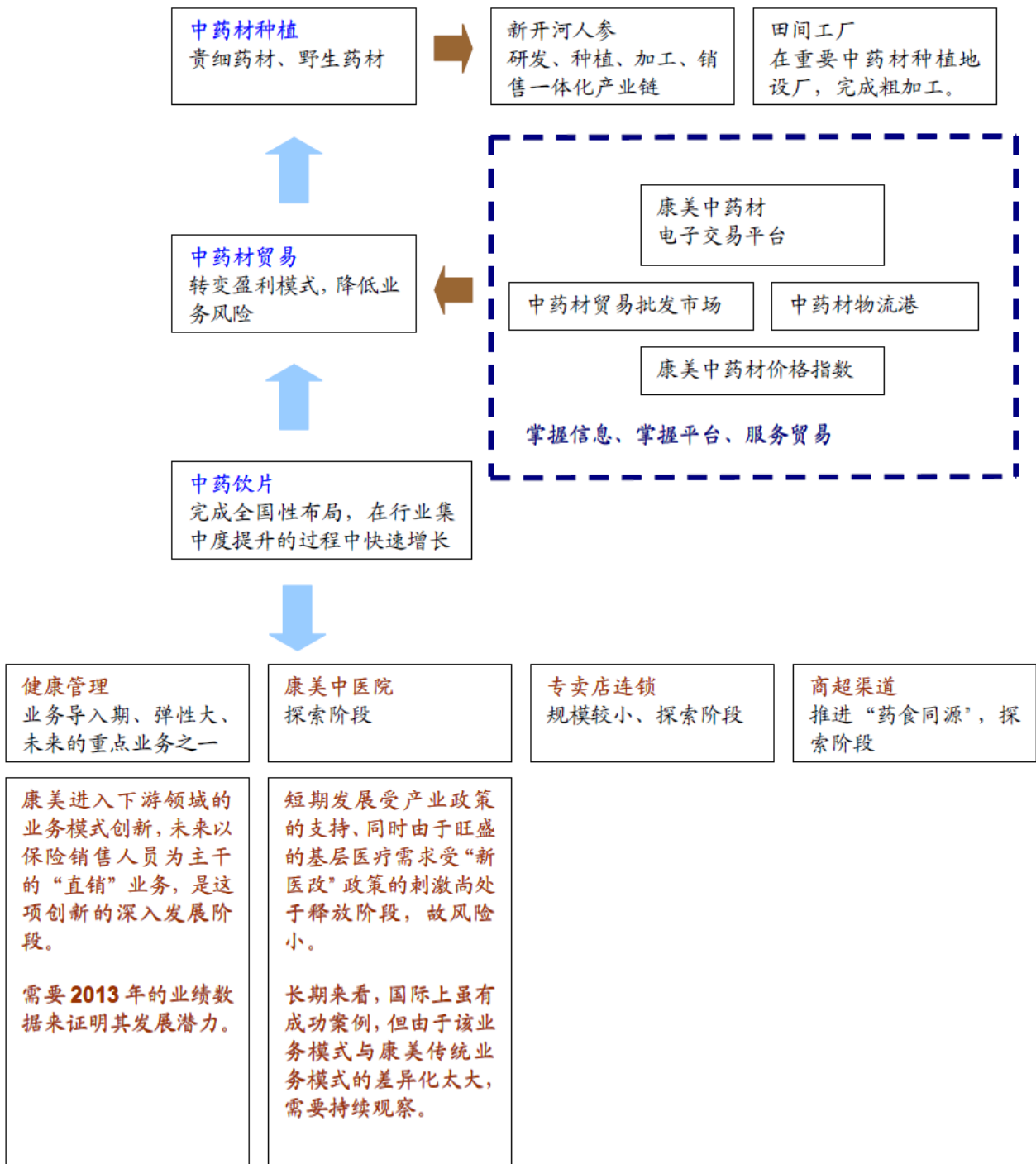
康美药业正是通过中药材行业的全产业链布局，通过打造质量和打造品牌，进而掌握优质中药材资源，从而逐步掌握中药材资源定价权，公司未来有望成为一家资源型公司。

康美药业的价值就在于，公司所在的中药饮片行业有足够大的市场空间，中药材种植、贸易、中药饮片加工的行业生产特征都近似于“小农经济”，呈现为“小、散、乱、多”的局面。公司则是以现代化的生产管理模式向小农经济挑战，其所有的对手都是“小、散、乱、多”，无组织无纪律，面对公司具有强大的资金实力和具有远见的战略布局，竞争对手毫无抵抗力。

康美药业现在所做的事，只是顺应产业政策指引、顺应中药现代化发展的需求，将规范化、产业化的工业生产模式引入到相关领域。因此，企业面临的竞争压力小、得到的政策与政府扶持多，自然发展空间也就大很多。



图表 3: 康美药业全产业链战略图 (这就是康美药业!)



数据来源：公司公告，第一创业研究所



第二部分 公司所属行业分析及发展战略实践分析

康美药业追求的是除“中成药生产”环节之外的中药全产业链业务，其业务体系的构建是以“中药饮片”的生产为核心和发端，随着该业务的做大，向上游，逐步介入到的中药材贸易及种植领域；向下流，发挥部分中药材“药食同源”的特征，逐步进入健康产品和医疗服务领域。

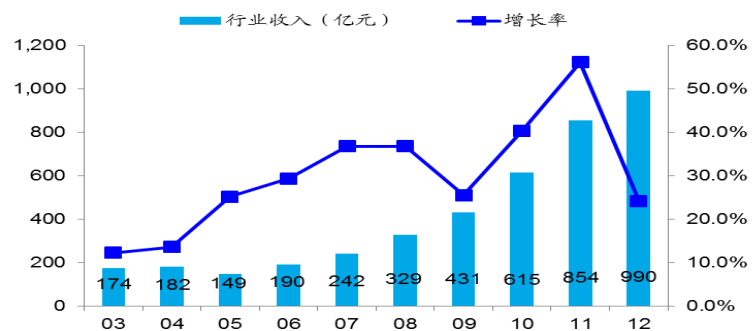
“中药饮片”是指根据制剂的需要，对中药材加工炮制（净制、切制、炮制等）后生产的产成品。中药饮片属于产业链的中间环节，其下游供应40%流向医院、20%进入药店、40%进入药厂加工成中成药。在中成药厂，中药饮片是生产中成药的原料；在医院和药店，中药饮片则是中药汤剂的原料直接供应给患者。

我们认为“中药饮片”及上游的“中药材贸易”业务增长的动力源于两个方面：一、以“中成药”为代表的下流需求拉动；二、行业内盈利模式的演化驱动。

2.1、行业下游需求分析

据国家统计局数据，中药饮片行业 2012 年销售规模为 990 亿元，并继续保持快速增长，康美药业是唯一一家全国扩张的品牌企业，市场份额仅占 2%左右。未来不具备 GMP 资质的小企业将淘汰出局，行业集中度提升是大势所趋，公司将分享行业集中盛宴。

图表 4：2003-2012 年中药饮片行业发展规模及增长率



数据来源：WIND，第一创业研究所

我国中药产业的发展除了受到 GDP 增长、“新医改”、“人口老龄化”等长期因素支持外，更享有国家对中医药发展的重视。近年来，国家出台了系列以《关于在深化医药卫生体制改革工作中进一步发挥中医药作用的意见》为代表的系列产业政策，提出了中西医并重的方针，使得此前一直受到挤压的中医药行业发展速度呈加快趋势。基于这些中、长期因素分析，认为未来可预见的五年内，行业发展趋势不会发生转变。



图表 5: 近年来中药饮片行业相关产业政策

时间	产业政策	关键内容
2006.5	《外商投资产业指导目录》	“传统中药饮片炮制及中成药秘方产品生产”为禁止外商投资产业
2007.3	《中医药创新发展规划纲要》	推动中医药创新发展, 不断提高中医药对经济社会贡献率
2007.11	《中医坐堂试点》	在部分地区药店开展中医坐堂医诊所试点
2009.5	《扶持和促进中医药事业发展》	推动中医药繁荣发展并走向世界
2009.1	《中国药典2010》	中药材、中药饮片、中药提取物标准大幅提升, 保障安全用药
2009.4	《小包装饮片推广使用通知》	小包装饮片第二批试点医院工作, 试点医院增加至465家
2009.12	《国家医保目录2009版》	中成药987中, 增加20%; 中药饮片首次被列入医保目录
2011.1	《三部门要求加强中药饮片监督管理》	加强中药饮片生产、经营、使用等各个环节的监督
2011.3	《新版GMP正式施行》	2015年底饮片生产企业必须通过新版GMP
2011.7	《关于在深化医药卫生体制改革工作中进一步发挥中医药作用的意见》	力争用3年时间使大多数乡镇卫生院和90%以上的社区卫生服务中心建立标准化的中医科和中药房
2012.1	《关于开展中药材流通追溯体系建设试点的通知》	在保定、亳州、成都、玉林市开展中药材流通溯源体系建设

数据来源: 第一创业研究所

从统计局的数据来看, 03年以来, 中药饮片子行业销售收入和净利润总额的复合增长率分别为 27.4%、26.8%, 优于医药工业大行业。

图表 6: 2003 年-2012 年医药工业与中药饮片子行业发展状况比较

年度	主营业务收入		利润总额		毛利率		资产负债率	
	医药工业	中药饮片	医药工业	中药饮片	医药工业	中药饮片	医药工业	中药饮片
2003	19.2%	12.3%	25.9%	5.1%	34.0%	41.3%	54.0%	55.0%
2004	17.4%	13.6%	9.3%	8.1%	33.3%	34.1%	53.0%	52.0%
2005	26.5%	25.2%	20.5%	21.2%	31.3%	20.6%	52.0%	56.0%
2006	17.0%	29.4%	9.6%	24.6%	30.6%	23.7%	51.0%	57.0%
2007	24.6%	36.8%	51.1%	65.2%	31.7%	20.4%	50.0%	56.0%
2008	25.8%	36.8%	29.1%	33.7%	30.3%	21.5%	49.0%	55.0%
2009	21.3%	25.5%	25.3%	39.4%	30.7%	16.2%	47.0%	51.0%
2010	26.5%	40.4%	29.8%	56.5%	29.8%	20.9%	46.0%	51.0%
2011	29.4%	56.1%	23.5%	65.3%	28.3%	18.1%	43.0%	46.0%
2012	19.8%	24.2%	19.8%	27.5%	29.3%	18.1%	44.0%	45.0%
CAGR: 03-12	22.4%	27.4%	21.8%	26.8%				
2013Q1	20.5%	23.4%	22.7%	30.8%	30.8%	20.0%	44.0%	47.0%

数据来源: WIND, 第一创业研究所

2.2、行业内盈利模式的转变

在 2012 年 9 月“安徽违法染色增重中药饮片案”中, 有 12 家企业被立案调查, 涉案企业数量占亳州中药饮片生产企业的 20%以上。

该案例只是冰山一角, 它反应出国内“中药饮片”行业仍处于低层次、非规范化生产阶段。行业基本特征是生产厂家多、规模小; 规格品种多、产量少; 作坊式生产多、工业化生产少; 生产设备简陋的多、现代化设备少; 产品地区流通多、全国流通少。此外, 中药饮片品种众多但又缺乏统一的划分标准, 更严重制约了中药饮片子行业和中成药子行业的标准化和产业化进程。



事实上,中药饮片的标准化和产业化进程是与中药材贸易的规范化和产业化进程紧密相联的。当前,中药材贸易也面临类似问题:缺乏准入标准和严格监管,药材的来源、晾晒、包装、存储、运输等均没有相应的规范,以假充真、以次充好等违法行为是该领域的普遍现象。

为逐步解决以上制约现代中药发展的瓶颈问题,国家近年来出台了众多产业政策,特别是商务部于2012年10月下发《商务部办公厅关于开展中药材流通追溯体系建设试点的通知》,将在河北省保定市、安徽省亳州市、四川省成都市和广西壮族自治区玉林市开展中药材流通追溯体系建设试点,旨在提高中药材流通的现代化水平,增强中药材质量安全保障能力,以上试点获得2012年度中央财政支持。

《通知》中明确了具体工作目标,即在试点城市建设覆盖主要中药材品种、中药材种植和养殖企业、中药材经营户与经营企业、中药饮片和中成药生产经营企业、医疗机构以及零售药店等交易主体参与的来源可追溯、去向可查证、责任可追究的中药材流通追溯体系。

这是一项任重道远的工作,最终符合现代中药行业发展趋势的中药上游产业链运营模式将包含中药材流通可追溯系统、中药材标准建设、以企业为主体构建开放式交易平台、中药材流通的物流新体系等内容。

2.3、公司发展战略实践分析

公司是国内少有的通过借助资本市场之力而得到快速发展的企业。自2001年上市起,公司通过配股、认股权证、企业债、可转债等多种方式筹集资金94亿元,公司将上述资金全部用于中药产业链的打造上。由于战略规划合理,2006-2012年六年来,企业的“销售收入”、“净利润”、“经营活动产生的现金流量净额”的复合增长率分别为:54%、56%和57%(详见表11)。

图表7: 公司历年融资情况

时间	融资事件	融资金额(亿元)	募投项目
2001	IPO	2.16	甲磺酸多沙唑嗪新建原料药与制剂生产项目
			盐酸丙哌维林新建原料药与制剂生产线项目
			氨酚伪麻片生产线扩建项目
			克林霉素分散片新建制剂生产线项目
2006	增发6000万股	4.85	补充流动资金
			中药饮片扩产工程项目
2007	增发7100万股	10.23	补充流动资金
			中药物流配送中心项目
2008	发行可分离债券	8.87	偿还短期融资债
			偿还银行贷款
			补充流动资金
2009	权证行权	8.87	补充流动资金
2011	配股发行	34.36	补充中药材业务所需的营运资金
2011	发行公司债	24.88	偿还银行贷款和补充公司流动资金
总计		94.23	

数据来源: 公司公告, 第一创业研究所



将行业的发展现状、产业政策的引导方向以及康美药业十年来的实践结合起来分析，可以清晰地发现，康美十年来做的事就是：充分发挥上市公司的融资平台优势，将标准化、产业化的工业模式引入到落后的小农经济模式的中药上游产业链中。同时，随着自身实力的不断强大，加快产业整合，通过市场占有率的提升来实现企业的经济价值，并最终引导行业走向符合产业政策精神的先进生产状态。

由于康美的发展战略符合产业的发展趋势以及产业政策的指引精神，我们可以看到，公司过去发展的历程始终伴随着良好的政策环境，这是企业快速成长的一个重要原因。

图表 8: 康美十年路——以中药饮片为发端，迅速向产业链两端延伸

时间	事件	点评
2001 年	<ul style="list-style-type: none"> 上市，以自产和销售外购化学药为主 	开始借力资本市场平台。
2002-2003 年	<ul style="list-style-type: none"> 进入中药饮片领域，I 期产能 4000 吨，投资超过 1 亿元； 康美药业成为国内首批试点通过国家中药饮片 GMP 认证的示范企业之一； 建设中药饮片配送中心、仓储工程，生产基地； 	进入中药饮片领域。从此该业务成为公司整个业务构架的支柱。
2004-2005 年	<ul style="list-style-type: none"> 建设“省级中药饮片工程技术研究中心”； 开始筹建中药饮片 II 期工程，产能 8000 吨，投资过 4 亿元； 	公司通过成为行业标准制定者、持续扩大产能、扩大市场占有率，来提升业务的竞争力。
2006 年	<ul style="list-style-type: none"> 开始筹建中药物流港，总投资过 10 亿元； 利用邻近“普宁中药材专业市场”的地理优势，开始进行中药材贸易业务； 	进入中药材贸易业务。
2007 年	<ul style="list-style-type: none"> 中药饮片 II 期工程完成； 设立康美（成都）有限公司，向上游发展； 审议通过“普宁康美中医院项目”，向下游发展； 	战略布局年，开始向上、下游延伸。
2008-2009 年	<ul style="list-style-type: none"> 投资 2.2 亿元建设“成都康美中药饮片生产基地”； 收购“北京隆盛堂”，并成立康美（北京）公司，投资 3 亿建中药饮片生产基地，中药饮片业务进入北京、天津市场； 收购“集安新开河公司”，并成立康美新开河（吉林）公司，投资 4 亿元建设东北人参基地； 推出中药饮片下游产品：加洲宝贝人参含片、菊皇茶； 收购上海美峰、金像，推进以“药食同源”产品为主导的快速消费品业务； 与“国药一致”、“海王星辰”展开中药品类战略合作； 	<p>进入贵细药材（人参）种植领域；初步形成“中药材-中药饮片-中医院”的产业链一体化模式；</p> <p>“中药材贸易”业务初期的盈利模式是囤积贵细药材，获取价差收益，该模式的风险较大。</p>
2010-2011 年	<ul style="list-style-type: none"> 收购四川滕王阁和保定制药，投资 3 亿元建设阆中 Toxicity 饮片生产基地； 	<p>中药全产业链业务框架构建成形。</p> <p>通过收购中药材贸易市场，康美的中药</p>



	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 投资约 9 亿元,于安徽亳州市建设中药饮片Ⅲ期工程,产能 20000 吨; ➤ 完成对安徽亳州中药材交易市场的收购工作,并开展康美(亳州)华佗国际中药城的建设工作; ➤ 完成对普宁市中药材市场的收购,并开始建设新的普宁市中药材交易市场; ➤ 与安国市政府签订收购安国市中药材交易市场框架协议; ➤ 拟投资 11 亿元,建设甘肃省定西中药材现代仓储物流及交易中心; ➤ 推出全国唯一的“实体市场与虚拟市场”相结合的综合型医药贸易服务平台:康美中药网; ➤ 推出康美(普宁)中药材价格指数。 	<p>材贸易由以往的通过储存赚取中药材涨价后进、销差价的模式,转变为批发、流通商。</p> <p>经营模式的转变显著降低了该业务的经营风险,提高了持续经营的确定性。</p>
<p>2012-2013 年</p>	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 与“人保”合作,成立合资健康管理公司。 ➤ 收购上海中药饮片企业:德大堂国药有限公司。 ➤ 获得 CFDA 批准的“冬虫夏草用于保健食品试点企业” ➤ 普宁市康美医院获得《医疗机构执业许可证》 ➤ ... 	<p>中药饮片生产基地进入华东地区,全国性布局基本完成;</p> <p>逐步进入“药食同源”保健品领域 探索进入医疗服务领域</p>

数据来源:公司公告,第一创业研究所



第三部分 公司主营业务明细分析

3.1、主营业务综合分析

公司发展战略是：以中医药产业为核心，实现中药全产业链战略，提升公司在整个产业链的增值空间，加大上游种植业务的投入，加快中游传统市场交易方式的改进，拓宽下游终端的供应渠道，挖掘业务链中各个环节的利润点，强化公司在中药全产业链的服务商角色，把康美中药全产业链转化成向全产业链各环节提供增值服务的供应链。

针对这一战略，近年来公司在中药产业链各环节进行了持续投资。截止13年1季度，公司的重大“在建工程”涉及金额总计73.6亿元，已完成投入金额为60.8亿元，以上项目的建成、投产将为公司未来几年的增长奠定基础。

图表 9：公司重大“在建工程”明细——“中药材贸易”成为公司新的、重要的业绩驱动力

项目	投资预算(亿元)	累计投入(亿元)	投入比例	备注	点评
中药物物流配送中心	10.00	9.5	95%	已完成	在73.6亿在建工程中，各产业链环节业务配置比例为：
亳州华佗国际中药城	15.00	15.24	102%	进入装修阶段	
定西中药材仓储物流及交易中心	11.00	8.93	8%	工程前期准备	
普宁中药材专业市场	10.00	7.24	72%	建设施工中	
康美中医院	6.00	8.12	135%	开业前准备	■ 中药材批发贸易市场： 49%
吉林人参产业园基地	4.00	4.83	121%	GMP认证中	■ 中药饮片产能建设： 20%
亳州中药饮片和保健食品生产	9.00	1.06	12%	建设施工中	■ 中药物物流配送中心： 14%
康美(北京)中药生产基地	3.00	1.42	47%	GMP装修中	■ 中医院(医疗服务)： 8%
四川阆中医药产业园	3.00	1.26	42%	GMP装修中	■ 人参种植(贵细药材)： 5%
深圳办公楼(管理总部和研发)	1.80	2.66	148%	已完成	■ 其他杂项： 4%
信息化系统及电子商务平台工程	0.80	0.57	71%	完善中	
合计	73.60	60.83	78%		

数据来源：公司公告，第一创业研究所

需要强调的是，康美虽然进行了持续的、大规模的固定资产投资，但由于项目规范合理、业绩快速增长（详见图表11）和融资渠道通畅，六年来公司的资产结构变化不大，仍然保持了良好的流动性（详见下表10）。

图表 10：2006 年与 2012 年公司资产负债表结构分析（单位：亿元）

	绝对值		百分比		点评
	2006	2012	2006	2012	
货币资金	7.08	61.06	36.8%	34.0%	六年间，公司的总资产规模增长833%，但整体结构比例变化不大。资产结构发展显著变化的主要是四个会计科目（均用★号标出），需要重点说明的是“无形资产”项目，该项目中99.4%的部分都是各种“土地使用权”，故资产水分较少。
应收账款	0.92	13.31	4.8%	7.4%	
★ 预付账款	2.00	3.46	10.4%	1.9%	
存货	2.06	35.60	10.7%	19.8%	
流动资产合计	12.08	115.14	62.8%	64.1%	
★ 固定资产	4.01	26.00	20.9%	14.5%	
★ 在建工程	1.88	14.55	9.7%	8.1%	
★ 无形资产	1.24	18.77	6.5%	10.5%	
非流动资产合计	7.16	64.44	37.2%	35.9%	
资产总计	19.24	179.58	100.0%	100.0%	
短期借款	4.99	21.00	25.9%	11.7%	考虑到公司“营业收入”及“在建工程”的大规模增长，“预付账款”占总资产比例的大幅下跌，表明公司的竞争优势有显著提升。
预收账款		3.70	0.0%	2.1%	
流动负债合计	7.66	37.50	39.8%	20.9%	
应付债券		33.11	0.0%	18.4%	
非流动负债合计		36.25	0.0%	20.2%	
负债合计	7.66	73.75	39.8%	41.1%	公司资产结构显著变化的另一地方，是公司通过“企业债”等的发行，使其负债结构呈现长期化特征，降低现金流风险。

数据来源：公司公告，第一创业研究所



2006—2012年，公司保持了高速的业绩增速，但净利润增速在高增长的前提下呈逐年下降趋势，增速放缓的重要原因之一在于：“其他经营收益及营业外收支净额”对税前利润的贡献在快速下降，变化是良性的。

图表 11：2006—2012 年公司利润表简表分析（单位：亿元）

年度	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	CAGR: 6
营业收入	8.26	12.94	17.27	23.77	33.09	60.81	111.65	54%
毛利率	29%	26%	27%	33%	36%	30%	25%	
三费规模	0.88	1.23	1.85	2.67	4.57	7.08	10.79	52%
营业利润	1.49	2.08	3.34	5.73	7.94	11.48	16.97	50%
其他经营收益及营业外收支净额 占税前利润比例	0.4%	4.8%	18.7%	11.2%	12.6%	7.5%	2.6%	
利润总额	1.49	2.19	3.37	5.82	8.33	11.8	16.93	50%
减：所得税	0.49	0.73	0.43	0.8	1.18	1.75	2.51	
税率	33%	33%	13%	14%	14%	15%	15%	
归属母公司所有者的净利润	1	1.46	2.95	5.02	7.16	10.05	14.41	56%
经营活动产生的现金流量净额	0.68	1.63	0.03	1.19	6.69	5.75	10.08	57%

数据来源：公司公告，第一创业研究所

由于业绩的持续增长，公司成为十年来医药行业中涨幅超过十倍的少数几家企业之一，总市值规模超过 400 亿元。总体来看，康美的成长源于拥有：优秀的管理团队和高执行力、清晰的全产业链发展战略、对资本市场的充分借助。

2012 年度，公司实现收入 111.7 亿，同比增长 84%，净利润 14.4 亿，同比增长 43%。利润增速低于收入增速的原因在于：低毛利的中药材流通业务收入快速增长（同比增长 100%左右），从而拉低整体毛利率。公司经营现金流良好，每股经营活动现金流 0.46 元，略低于每股 0.66 元的 EPS。

2013 年一季度单季，公司实现收入 33.2 亿元，同比增长 30%，净利润 5.6 亿元，同比增长 38%，经营性现金流 5.9 亿元，高于净利润。预计 2013 年全年，公司将录得净利润同比 40%以上的增长。

3.2、中药饮片业务：公司业务体系的发端和支柱

中药饮片是公司整个业务体系的发端和支柱，2003 年以来，该业务销售收入的复合增长率高达 54%，而同期行业销售收入的复合增速仅为 27%，公司中药饮片业务的收入复合增速是行业的 2 倍！

该业务的快速发展与整个中药饮片行业的迅速成长有关（详见图表 4、图表 6），现阶段，康美中药饮片的销售收入虽已超过 16 亿元，但其市场占有率也只有 1.6%左右（2012 年，WIND 数据显示行业的销售收入规模为 990 亿元，2008 年前 10 位企业销售收入总额仅占当年行业总收入的 4.64%）。低市场占有率预示着公司该业务的成长空间仍然巨大。



图表 12: 公司中药饮片十年来的发展状况——每一次新产能的投放都带来该项业务的高增长

年度	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
收入(亿元)	0.21	0.65	1.59	1.76	2.74	3.5	6.28	8.7	10	12	16
增长率		214%	145%	11%	56%	28%	79%	38%	15%	20%	33%
毛利率	19%	27%	34%	35%	36%	37%	38%	39%	38%	36%	36%

数据来源: 公司公告, 第一创业研究所

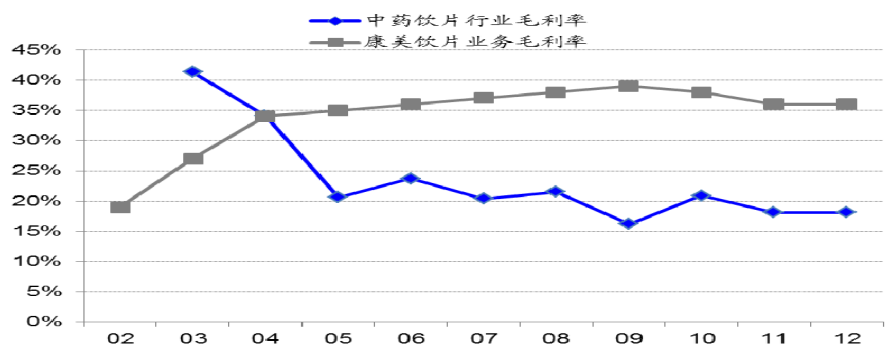
十年中,“产能”一直是制约康美中药饮片业务发展的瓶颈,每一次新产能的投放都会带来该业务在未来 1-2 年的快速成长。2002 年公司投资 8000 万元建设饮片生产基地,开始进入中药饮片行业;2003-2004 年饮片业务在低基数上快速增长;2005 年受制产能不足增长放缓;2006 年中药饮片扩产工程项目实施,产能得到保障,收入增长加快;2010 年产能又现瓶颈,规模扩张受限;2011 年下半年新增产能释放后,中药饮片增速加快。

2011 年,康美中药饮片的产能约 1.5 万吨,2013 年随着亳州和北京的产能逐步释放,该业务收入会继续保持快速增长,2015 年总产能达 6 万吨,预计 2013—2015 年增速将分别达到 50%、50%和 40%以上水平:

- 成都子公司 11 年 11 月投产,新增产能 8000 吨;
- 北京饮片子公司预计 13 年 8 月投产,新增产能 8000 吨;
- 亳州饮片子公司预计 13 年下半年投产,新增产能 8000 吨;
- 四川阆中高毛利率的毒性饮片预计 13 年底投产,新增产能 2000 吨;
- 中期项目,投资 9 亿元的亳州中药饮片 III 期项目已进入初期建设阶段,产能 20000 吨,预计 2014 年投产。

从毛利率来看,2004 年以前,由于中药饮片行业处于快速成长初期,行业毛利率较高,而康美的饮片业务通过了 GMP 认证,成本高于行业水平。2005 年之后,中药饮片行业监管加强,成本上升,行业毛利率逐年下降,而康美由于品牌溢价以及规模效应的体现,毛利率稳步提升。

图表 13: 公司中药饮片业务毛利率远高于行业水平



数据来源: 公司公告, 第一创业研究所



分析康美的中药饮片业务，我们认为其核心竞争力主要体现在以下 5 方面：

✓ **1、起步早、规模大、品种全、行业龙头。**

2011 年底，纳入国家统计局报表统计的中药饮片规模企业 593 家，规模企业的年均销售收入为 1.44 亿元（尚不及康美 2004 年的水平）。与之相比，康美药业 2011 年的中药饮片销售收入为 12 亿元，在 2012 年更接近 16 亿元，产能规模也增加至 30000 吨—38000 吨（视个别项目竣工期而定）。同时，公司的产品种类也是行业内最为齐全的。目前我国主要经的中药材达到 800 多种，使用频率>1%的中药饮片达到 237 种，而康美目前可生产 1,000 多个种类，超过 12,000 个品规。

✓ **2、众多行业产品标准的制定者。**

早在 2003 年，国家经贸委已将康美药业的“中药饮片产业化及 GMP 规范化生产改造”列入国家重点技术改造计划，而公司所拥有的“广东省中药饮片工程技术研究开发中心”更承担了

科技部有关中药饮片炮制工艺和质量标准规范化研究课题以及 120 余种饮片国家标准体系的建立工作。2007 年，我国第一批 128 个中药饮片标准全为康美药业的企业标准。

✓ **3、全国化布局。**

带来全国性品牌中药饮片由于体积大、毛利率低，因此其经济运输半径通常在 400 公里左右，这也是该领域市场地理分割明显的重要原因。基于此，康美正在展开全国性的生产基地布局：华南（普宁基地）、西南（成都、阆中等基地）、华北（北京基地）和华东（安徽亳州基地、上海基地）。

显然，全国化的布局将使康美的影响力由区域性向全国性转变。

✓ **4、新版 GMP 认证，助推产业集中度的提升。**

预计 2013 年，全国 1000 家中药饮片企业中将有 2/3 左右的企业被淘汰（纳入统计范围内的近 600 家规模企业，至少将有 200 家被淘汰）。

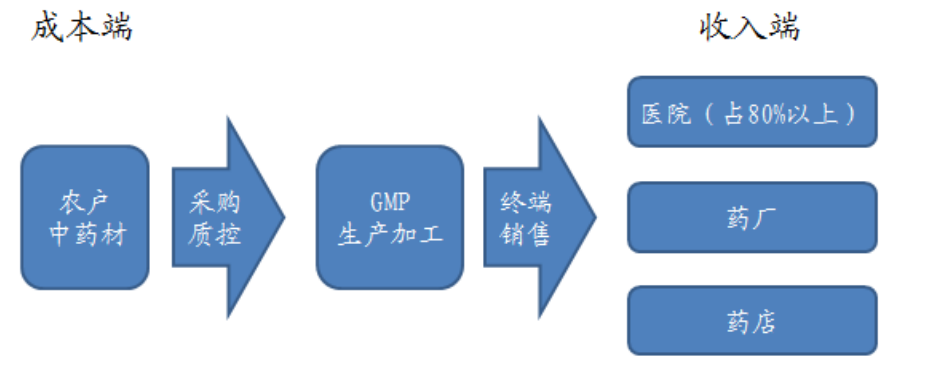
✓ **5、“中药材贸易”业务对“中药饮片”业务具有协同效应。**

公司的“中药材贸易”业务对“中药饮片”业务的盈利能力、品质保证和渠道建设等提供了有力支撑。二项业务协同性好，可相互强化竞争力。

公司收购的亳州药材交易市场、安国药材交易市场及普宁药材交易市场，在 2010 年的中药材交易金额已达到 194 亿元，占全国药材交易总额的 46.9%。康美进入这二个联系紧密的产业链环节，非常符合“中药材流通可追溯系统”的精神，可以有效解决中药材在流通、加工环节的质量问题。同时由于中药材交易量大、辐射面广，从而充分扩张中药饮片的下游客户群体。



图表 14: 公司中药饮片业务盈利模式



数据来源：公司公告，第一创业研究所

公司中药饮片业务的盈利模式是，向农户采购中药材—生产加工—卖到终端。中药材价格下降，中药饮片业务的毛利率将会上升，原因在于：

- **成本端：**采购价格随行就市，不断波动，中药材价格下跌，成本下降，对公司有利。
- **收入端：**康美中药饮片的下游客户 80%以上是医院，医院的中药饮片价格相对刚性，调整幅度会大大小于原材料价格。因为饮片在医院是在饮片厂供货价的基础上顺加加价 15%-35%进行销售，饮片收入是医院的盈利端，在目前医保控西药的情况下，医院不会轻易降饮片终端价，因此医院会要求中药饮片供应商不要降低供应价。如果随着中药材价格下降，其他供应商低价供应，医院则可以以需要优质饮片为由，继续使用康美的优质中药饮片。

3.3、药材贸易业务：公司第二阶段快速增长的主要推动力

2012 年度，公司 60%的利润来自于中药材贸易，已成为公司第二阶段业绩成长的主要推动力。药材贸易业务中贵细药材占比至少为 2/3，大宗药材为 1/3。2012 年康美的贵细药材流通占 40 亿元，大宗药材流通占 20 亿元。

一、盈利模式转型，业务风险降低，运营可持续性增强

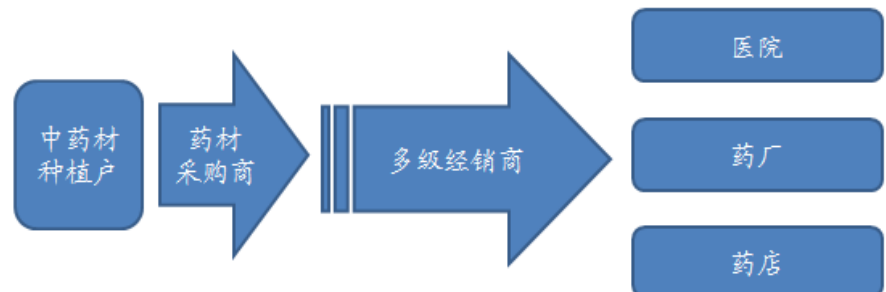
公司在 2006 年开始进入中药材贸易领域。该业务在发展初期，更多地是以囤积药材并通过药材涨价来获得收益，因此该业务的风险性极大且可持续性较差，这也是资本市场在相当长一段时间内对公司存在较大分歧的原因。

经过 1995 年的治理整顿，国内目前拥有经行政许可审批的 17 家中药材交易市场，完成了约 70%的药材交易量。2011 年，公司完成了对最大的亳州、普宁、定西和安国（只完成了协议收购，后续工作有待跟进）四家中药材交易市场的收购，这四家的交易量占 17 家市场交易总量的 47%。



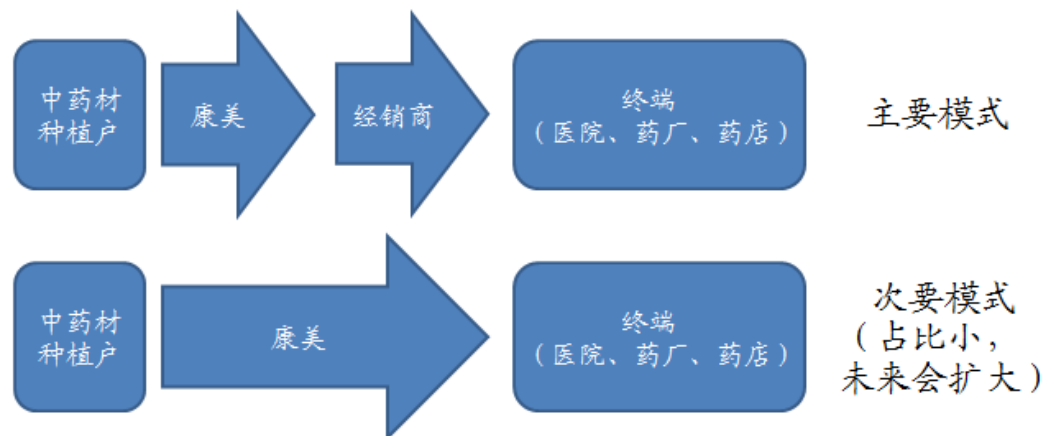
通过以上收购,公司的中药材贸易也由初期的囤货炒作转向为中间服务商和流通商:公司从中药材种植源头开始,进行初加工,以保障中药材品质,并卖给最终用户,减少了中间环节。

图表 15: 传统的中药材贸易产业模式



数据来源: 公司公告, 第一创业研究所

图表 16: 康美转型后的药材贸易模式



数据来源: 公司公告, 第一创业研究所

传统的中药材贸易产业链上有多级经销商,每过一级经销商,药材价格就会上升,其中包含了:

- 1、正常的商业贸易的平均利润;
- 2、药材价格上涨带来的利润;

当中药材价格上涨时:农户以市场价卖给经销商,经销商判断该品种价格会上涨,有利可图,就会收过来囤着,等价格上涨再出货,经销商赚取药材价格上涨的利润。

当中药材价格稳定或者下跌时:农户以市场价卖给经销商,经销商不会囤货,但是为了保持药材的流动性,保证下游药企客户向其能拿到货,经销商会略微备货,走货速度也会加快。经销商在这种情况下,赚取的是配送费。



新的业务模式包括:

- 直接面向大型中药企业和大型品牌零售药店提供产地粗加工优质药材，赚取渠道缩短后的稳定盈利；
- 部分粗加工的优质中药材通过药材市场药商销售至中小型中药企业和中小型零售药店、诊所，例如亳州市场上万家药商；
- 以亳州市场为代表的场内交易，向其他的中小药商收取租金、管理费、交易佣金等。

现阶段，亳州中药材交易市场基本建设完成，1/3 用于老市场药商自有商铺置换、1/3 出售、1/3 出租，其中商铺的出售已获得近 10 亿元的销售收入；普宁市场已开始建设，预计今年底完成搬迁；随后开始安国市场建设。各交易市场的管理方式参照亳州市场，亳州市场是公司中药材交易市场的样板工程，亳州能否成功意味着交易市场业务能否顺利复制至其他交易市场。

2011 年中药材流通业务大幅扩张，营业收入 34.5 亿元，增长超过 160%；2012 年该业务在转型中快速发展，预计收入增长 90%，毛利率下降到 22% 左右。随着该业务规模做大和模式转变，毛利率将稳定在 20%-25% 之间。

随着康美中药材指数的发布、运营，亳州等地中药材贸易市场投入运营，公司的中药材贸易业务的竞争力将提升，经营风险将进一步下降，而以确保药材品质为核心的品牌溢价将降低该业务的毛利率波动。

图表 17: 公司运营能力分析——由于“中药材贸易”模式改变，运营能力自 2011 年起开始显著提升

年度	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
营业周期(天)	138.90	116.75	146.93	214.62	226.43	163.06	150.09
存货周转率(次)	3.55	4.04	3.03	1.99	1.93	2.78	3.06
应收账款周转率(次)	9.63	13.04	12.77	10.75	8.92	10.68	11.13
流动资产周转率(次)	1.13	0.78	0.78	0.82	0.82	0.86	1.06
固定资产周转率(次)	2.04	2.31	2.28	2.78	3.52	4.46	5.12
总资产周转率(次)	0.61	0.50	0.47	0.46	0.46	0.52	0.67

数据来源：公司公告，第一创业研究所

二、中药材交易市场业务的最终目标在于强化中药材贸易业务的核心竞争力

中药材交易市场的盈利模式包括:

- ✓ 1、出售商铺。

获得一次性收入，类似地产公司；

- ✓ 2、出租商铺。

获得持续、稳定的现金流，同时通过提升租金，现金流呈阶梯式上升，似“小商品城(600415)”和“农产品(000061)”；



✓ 3、收取交易佣金和管理费等。

收入将与药材市场的交易规模正相关，但从“农产品（000061）”十年来的发展历程来看，康美在此方面的进程也将很平缓。

整体上判断，在未来 2-3 年内，康美的该项业务将只能提供一个稳定的现金流，且现金流的规模将随租金的上涨而呈阶梯式上升。短期内，收取佣金的模式可不考虑。

将该业务放到公司的整体框架中，其意义就将更为明显：

- ✓ 1、拥有交易市场的管理和“康美中药材指数”，就拥有了中药材贸易的一线信息，故将充分服务于公司的“中药材贸易”业务；
- ✓ 2、规范的中药材交易市场，符合国家产于“建设中药材流通追溯体系”的产业政策指引，是大中药行业发展的方向。因此，该业务将增强公司与地方政府的话语权，进而获得更多的政策扶持；
- ✓ 3、掌握包括中药材价格、种植面积、需求情况等贸易信息、掌握中药材贸易环节的主导权将利于康美上游的中药材种植业务，即利于掌握上游资源。康美的“田间工厂”也是服务此战略目标的。

3.4、新开河人参业务：大有可为

一、人参产业成长空间巨大

目前世界上人参主要出口国分别为加拿大、美国、中国和韩国，加拿大和美国以西洋参为主，而中国人参与韩国高丽参种属相同，都是东北人参，质量和疗效相当。

就人参而言，我国人参产量占世界总量的 80%，其中吉林人参产量占全国的 85%，世界的 70%。我国人参产量虽居主导地位，但由于整个产业链处于较低级的农业生产阶段，产品也多以原药材的形式出口，附加值低，在主要的人参消费市场上均处于低端产品，而以“正官庄”为代表队的韩国高丽参则占有高端市场。

图表 18：2010 年主要人参出口国的出口量及价格情况

地域	种类	出口量（吨）	出口价格（美元/吨）	出口金额（亿美元）
加拿大	西洋参	3,022	37,657	1.14
美国	西洋参	442	142,784	0.63
韩国	人参	429	179,603	0.77
中国	人参	2,834	19,346	0.55

数据来源：公司公告，第一创业研究所

我国人参种植以“毁林栽参”为主，非林地栽参尚处于起步阶段，多年

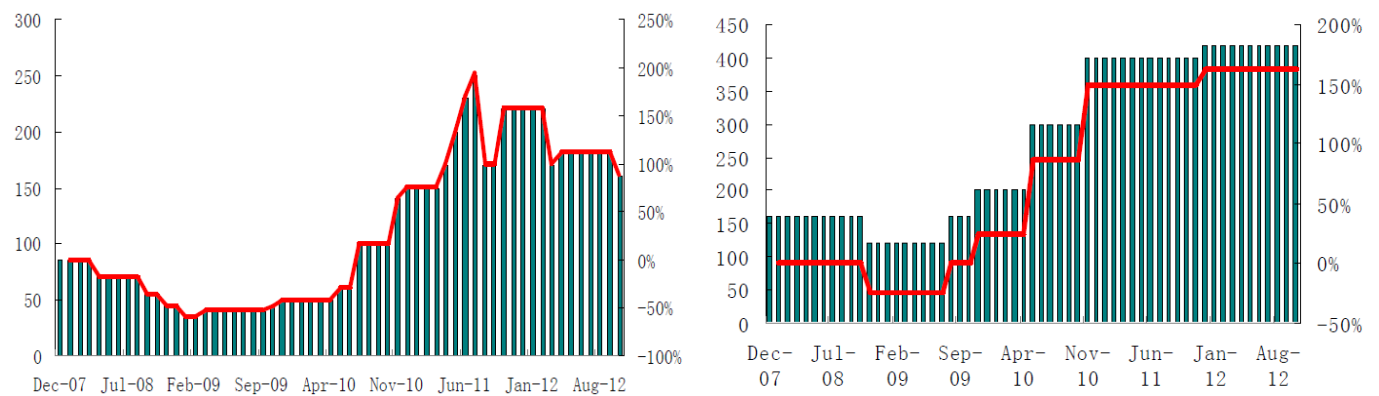


的无序开发,使得山地贫瘠,土地资源濒临枯竭,国内人参的种植面积及产量均呈逐年下降趋势。针对这种无序发展,政府近年来出台了以吉林省林业厅《关于严控利用林地种植人参的紧急通知》(2010年底)为代表的多项限制措施,同时由于同一块土地在种植人参后,二十年内不能再种植人参。

预计到2016年,林地种参留存面积将在6000-7000公顷以内。2015年吉林省人参产量将下滑至2万吨以内,全国人参产量在2-2.5万吨左右。

由于人参供求关系的改变,众多贵细药材价格的大幅上涨等因素,近年来,人参价格开始进入上升轨道。2011年我国人参出口价格为36770美元/吨,较同期上涨84%,而2012年一季度出口价格则达到43000美元/吨,创出历史新高,但我国目前的人参价格仍然远低于韩国高丽参179603美元/吨的出口价格。

图表 19: 红参及西洋参近年价格走势



红参 (小抄)

红参 (小抄) 价格由2007年12月85元/Kg上涨到2012年8月的160元/Kg,涨幅88.2%;

西洋参 (统货) 价格由2007年12月160元/Kg上涨到2012年8月的420元/Kg,涨幅162.5%;

数据来源: 公司公告, 第一创业研究所

西洋参 (统货)

人参是我国1000多种药材里面有效性最高的药材之一,但其价格虽经2009年之后持续上涨,出口价格也仅达到1986年前后水平。目前,每公斤红参的价格仅相当于三七的1/2,鹿茸的1/5,阿胶的1/5,冬虫夏草的1/1000,价值明显低估。

我们认为以下3个方面因素,将驱动人参产业进入良性发展轨道:

- 1、人参种植面积、产量逐年下降,带来供求关系的改变;
- 2、与众多贵细药材价格相比,带来的价值回归;
- 3、产业政策改变带来的需求提升以及对行业发展的扶持:

➤ 2002年,卫生部将人参局限于药品和保健品领域使用,导致人参退出了国内的食物领域。2011年3月《吉林省人参管理办法》正式实施,人参再次进入食物领域,解决了“药食同源”问题,从而提升人参消费的需求。2012年8月,卫生部发文批准5年及5年



以下人工种植的人参为新资源食品，为人参的“药食同源”名正言顺地敞开了市场大门。

- 以韩国为例，23%左右的人参经过二次加工，以人参小吃、人参茶、人参饮料等以食品形式进入消费终端。目前，韩国是世界上人参深加工技术发达的国家之一，人参加工的规模大、品种多、科技含量高、产品附加值高，目前已有十二类产品，600多个品种，而且广泛应用到食品、医药、保健品、饮品和化妆品等行业。人参产业总产值达到100亿人民币，是我国的一倍，人均消费量为我国的20倍以上。
- 吉林省的经济相对落后，未来人参产业将是该省重点发展的支柱产业。2010年7月，《吉林省人民政府关于振兴人参产业的意见》出台，其主要内容包括：建设标准化生产基地，推动人参产业向标准化种植大户和企业集中；做大做强龙头企业，保障参农利益，用10年时间打造10个产值100亿元以上的大型企业集团，推进人参的精深加工产品开发；做好人参进入食品的试点工作。通过以上政策的实施，吉林省计划到2012年、2015年和2020年，人参产业分别实现产值200亿元（已实现）、400亿元和1000亿元。

图表 20: 韩国人参深加工产业例示--人参饮料占 80.6%、其他人参食品占 15.2%、其他制品占 4%



数据来源：公司公告，第一创业研究所

二、新开河人参业务进展

“新开河药业”的红参生产工艺属于保密工艺，2005年新开河人参获得国家原产地保护标识。公司的人参种植基地已获得GAP认证，种植面积3000亩，产量约为900吨。2007年，新开河人参被认定为绿色食品A级产品，其种植技术被列为第一批省级非物质文化遗产。目前，“新开河”商标是我国人参唯一的知名品牌。

2009年，康美药业收购新开河药业，经过系列管理、营销方面的调整，



新开河人参业务开快速增加。2010-2012年，每年销售收入增长均在100%以上，毛利率也大幅提升，但2012年毛利率、净利润出现下滑是由于原材料价格的上涨，产品价格体系需要进一步理顺。未来几年随着公司自己种植的人参产出后，毛利率水平有望进一步提升，实现“增收更增利”。

图表 21: 公司新开河人参业务发展情况 (单位: 亿元)

年度	2009	2010	2011	2012
收入	0.37	0.94	1.93	4.21
增长率		152%	132%	118%
毛利率	39%	43%	60%	50%
净利润	—	—	0.34	0.13

数据来源: 公司公告, 第一创业研究所

针对原企业的经营弊端, 康美药业收购新开河药业后在人参业务上的主要工作包括: 保质、保量、理清价格体系、重建渠道和塑造品牌几方面:

- 1、成立质检中心, 保证人参原料质量;
- 2、与参农合作, 保证人参原料供应, 开始推广“非林地栽参”。2004年, 新开河子公司“大地参业”开始探索非林地栽参, 2011年获得收获。今年起, 公司将加大非林地栽参的种植推广工作, 公司目前租赁20,000亩土地用于种植, 并将建设有机肥和生物肥工厂, 以保障公司人参产业发展的原料和品质。
- 3、理顺产品价格体系, 对新开河人参重新分级、定价。康美现将新开河人参设立了“家、府、国、贡”四个等级, 对应清晰的价格体系。
- 4、重建营销渠道, 树立高端品牌形象。康美在全国范围内建立了一、二级经销商制度, 严格控制了货物流向和终端零售价格的一致性, 同时终端门店须有协议才能销售新开河人参。目前, 公司的协议销售门店已有近4000家。结合以上几方面工作, 康美投放了“国参传奇”宣传片, 开始逐步塑造新开河人参的高端品牌形象。

就目前情况来看, 公司前期对“新开河”的各项治理工作已基本完成。2011年前收购的老参原材料库存已基本消化完毕(对重金属、农药残留量等指标检测不严格, 主要用于老包装的新开河参)。2012年起, 采用经严格质量把关的(对拟收购人参的种植土壤进行重金属、农药残留量检测, 对人参的各项理、化指标进行检测), 新包装“家、府、国、贡”四个等级“新开河参”开始销售, 预计新品种在2013年将提价30%左右。“非林地栽参”方面, 子公司“大地参业”的亩产量近1000Kg, 基本上是国内的最高单产水平, 比益盛药业高了50%以上。康美正加大与适宜栽参地区的地方政府沟通土地租赁工作, 预计2013年, 公司的栽参面积将超过10,000亩。

产能方面, “吉林人参产业基地”总投资额将达到10亿元, 其中投资额4.8亿元的一期工程现已建成投产, 全套生产线均由韩国引进, 质量优于



“正官庄”。新基地具有 4000 吨人参加工能力，2000 吨中药饮片加工能力，仅基地的冷库就有 3 万 M3。整体判断，2013 年起，公司的人参业务将进入快速增长阶段，当年销售收入增速将超过 30%。

3.5、医疗服务业务：值得期待

一、康美医院业务进展

康美医院定位为非营利性（免税）医院，为揭阳市唯一的一家三甲综合性医院，侧重中医特色。预计 2013 年 7 月份开始开业，辐射整个潮汕地区。潮汕地区医疗资源很缺乏，没有好医院，因此医院盈利都很好。从普宁当地二家主要医院的经营情况来看，2011 年二家的营业收入约 5 个亿元，而到 2012 年，已增长到 10 亿元，增速 100%，充分反映了“新医改”政策下，基层医疗需求的快速增长。

中医院项目投资从最初规划的 3 亿元上升到 8.1 亿元，是因为病床规划从 300 张上升为 900 张（普宁有 200 万人口，辐射潮汕地区 600 万人口），加上各种医疗设备，8.1 亿元投资也比较正常。正常情况下，医院需经过 3 年左右的运营后进入盈利阶段，但营业后将会有力拉动公司产品销售。

图表 22：康美医院实地调研图



数据来源：第一创业研究所

医生资源方面：公司跟政府合作，从公立医院找医生过来，政府负责办手续，保留医生公职职称，同时外聘专家。目标是要办成没有红包的医院，医院的医保资格已经在办理。公司聘请了当地知名的邱浩强医生作为医院院长，负责医院的运营和管理工作。

邱浩强简历，1984 年毕业于汕大医学院医疗系，1987 年在广州市第一人民医院进修学习神经内科 1 年多，现任普宁华侨医院副院长、神经内科主任医师、汕大医学院兼职副教授，是普宁市神经内科带头人。从事医疗工作



后，不断吸取国内外先进技术理论，积极开展各种新技术和新疗法，在心脑血管疾病诊断技术方面有较高造诣，多个项目填补揭阳市和普宁市空白，先后发表论文 12 篇，出版专著一本，获揭阳市科技进步奖 2 项，普宁市科技进步奖 3 项。由于技术高，业绩显著，连年被授予揭阳市、普宁市卫生系统先进工作者，是普宁市科技拔尖人才。

二、与人保健康的合作

公司与中国人民健康保险股份有限公司（人保健康）、人保资本（人保健康旗下子公司）签订排他性合作协议，介入健康管理领域。人保健康是人保集团旗下的全国最大的专业健康保险公司。新公司注册资本人民币 3000 万元，康美药业出资 1650 万元，占 55% 股权，人保健康占 45% 股权。

康美药业负责为健康公司取得相关经营资质和提供、研发健康产品、协调人保集团各子公司为健康公司开展健康管理服务和销售健康产品提供支持；协调人保集团各子公司在同等条件下，优先从健康公司购买健康管理服务和健康产品。

产品方面：康美现已开发了包括新开河红参、西洋参、菊皇茶等 40 余种健康产品，价格由百元至千元不等。同时还将纳入与康美产品无冲突的其他领域产品进一步丰富合资公司的产品线。

渠道方面：人保集团有近 200 万团体客户、1.18 亿个人客户、40 万保险销售人员。保守测算健康产品在人保集团内的潜在市场容量超过 100 亿元。人保集团对与康美的合作较高重视，新公司的董事长、总经理均由人保体系内选派，目前人员已经到位。未来二、三年内，合资公司的销售重点将以团体客户为主。

模式方面：计划采取直销模式，目前正在申请直销牌照。直销模式的净利润率预计在百分之十几，因为直销的费用较高，很多环节都需要费用。但直销模式上量快，容易上规模。例如无限极已经突破 100 多亿元的销售规模。直销模式的关键在于品牌和定价。品牌主要靠质量，只有质量好，销售人员才会推荐朋友购买。康美的优质产品品牌正好与此契合。

合作对人保的好处是：第一可以增加他们对客户的服务内容；第二人保会重点发展养老产业，需要产品；第三是跟康美民营机制合作，希望提升人保健康国企的销售效率和管理效率。

现阶段，由于“人保健康”近期的工作重点在香港 IPO 上，故合资公司的工作进程有所拖延，工作细节尚未落到基层。预计年内该业务对公司业绩贡献不大，进入 2014 年，该项工作的业绩弹性较大，保守计算至少将新增 10 亿元的销售收入。

与“人保”合资成立健康管理公司是极具经济价值的业务创新。从康美和“人保”的合作逻辑来看，认为康美未来仍将在该方向上进行探索。



第四部分 盈利预测与估值

4.1、公司盈利预测

盈利预测假设:

1、中药饮片:

目前中药饮片产能为 1.5 万吨,北京子公司和亳州二期饮片产能将于下半年投产,新增产能 1.6 万吨,到 2015 年产能全部释放可达到 6 万吨。假设中药材价格基本稳定,随着 2013 年下半年新增产能逐步释放,假设 13-15 年收入增长 50%、50%、40%。

2、中药材贸易:

由粤东走向全国,2011 年开始介入大宗药材品种,逐年增加新品种,2013 年中药材贸易在 2012 年高基数基础上将放缓,但弹性很大。假设 13-15 年收入增长 35%、30%、25%。假设其中贵细药材贸易 13-15 年收入增长 30%、30%、20%;大宗药材贸易 13-15 年收入增长 40%、35%、30%。

3、中药材市场:

亳州中药材市场一期:600 套出售,每套 100-200 万元,另外一部分出租,假设到 13 年年中能收回 10 亿元左右的资金。收回资金后会进入中药材交易所二期工程,预计明年下半年就可以预售了。

普宁中药材新市场:预计明年可以搬迁完毕,原来老的交易所部分老商家不愿意搬迁的,公司给予优惠措施。具有不确定性,暂不考虑。

4、新开河人参:

2013 年新包装的“新开河人参”正式推向市场,假设销量增长 30%、价格增长 30%。

5、人保健康业务:

与人保合作的健康管理公司,目前人员已经到位,该业务弹性很大,预计开始运营第 1 年就可以达到 10 亿元销售规模。由于短期进度具有不确定性,暂不考虑。

6、毛利率假设:

由于高毛利率的中药饮片规模做大,中药材贸易盈利水平趋于稳定,假设公司 13-15 年综合毛利率为 28%、28.4%、28.9%。

7、费用率假设:

假设公司加大营销投入,13-15 年销售费用率为 4%、4.5%、5%;假设公司加强人才引进、加大研发投入和提升管理效率,13-15 年管理费用率为 4.5%、5%、5.5%。



图表 23: 康美药业收入预测假设

分业务名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
中药饮片	12.01	16.00	24.00	36.00	50.40
YOY	20%	30%	50%	50%	40%
毛利率	37%	36%	36%	37%	38%
毛利	4.44	5.76	8.64	13.32	19.15
中药材贸易	32.53	61.81	85.20	112.47	139.40
YOY	160%	90%	35%	30%	25%
毛利率	30%	25%	25%	25%	25%
毛利	9.76	15.45	21.30	28.12	34.85
其中:					
贵细药材贸易	29.2	40.81	53.00	69.00	82.80
YOY		40%	30%	30%	20%
大宗药材贸易	3.33	21.00	32.20	43.47	56.51
YOY		534%	40%	35%	30%
新开河人参	1.93	4.21	6.74	8.76	10.95
YOY	152%	118%	60%	30%	25%
毛利率	60%	50%	63%	65%	68%
毛利	1.16	2.11	4.25	5.70	7.45
中药材市场		2.65	10.00	12.00	15.00
YOY			80%	200%	33%
毛利率		30%	35%	35%	35%
毛利		0.80	3.50	4.20	5.25
自产化学药品	2.68	2.68	2.68	2.68	2.68
YOY	0%	0%	0%	0%	0.00
毛利率	36%	35%	34%	33%	33%
毛利	0.96	0.94	0.91	0.88	0.88
其他外购产品	7.01	9.11	11.85	15.40	20.02
YOY	40%	30%	30%	30%	30%
毛利率	15%	15%	15%	15%	15%
毛利	1.05	1.37	1.78	2.31	3.00
其他业务	4.64	12.00	14.40	17.28	20.74
YOY	212%	158%	20%	20%	20%
毛利率	21%	21%	21%	21%	21%
毛利	0.97	2.52	3.02	3.63	4.35
总收入	60.8	108.46	154.87	204.59	259.19
YOY	83.77%	78.39%	42.79%	32.11%	26.69%
总毛利率	30.18%	26.68%	28.02%	28.43%	28.91%
总毛利	18.35	28.94	43.40	58.16	74.94
毛利增速		57.68%	49.98%	34.01%	28.86%

数据来源: 公司公告, 第一创业研究所



图表 24: 康美药业盈利预测

年度		2011年	2012年	2013年E	2014年E	2015年E
股票代码	600518.SH	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31	2015-12-31
营业收入	营业收入 (亿元)	60.81	111.65	154.87	204.59	259.19
	增长率	83.77%	83.62%	38.71%	32.10%	26.69%
营业成本	营业成本 (亿元)	42.45	83.56	111.48	146.43	184.26
	毛利率	30.18%	25.16%	28.02%	28.43%	28.91%
营业税金及附加预测		2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
营业税金及附加	税金 (亿元)	0.27	0.58	0.70	0.86	1.10
	税率	0.44%	0.52%	0.45%	0.42%	0.42%
三项费用预测		2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
销售费用	费用 (亿元)	2.36	3.44	6.19	9.21	12.96
	费用率	3.89%	3.08%	4.00%	4.50%	5.00%
管理费用	费用 (亿元)	2.67	4.22	6.97	10.23	14.26
	费用率	4.39%	3.78%	4.50%	5.00%	5.50%
财务费用	费用 (亿元)	2.05	3.13	5.20	6.80	8.00
	费用率	3.36%	2.80%	3.36%	3.32%	3.09%
三项费用合计	费用 (亿元)	7.08	10.79	18.36	26.24	35.22
	费用率	11.64%	9.66%	11.86%	12.83%	13.59%
资产减值损失	损失 (亿元)	0.08	0.23	0.30	0.30	0.40
	损失率	0.14%	0.21%	0.19%	0.15%	0.15%
其他经营收益预测		2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
公允价值变动净收益	收益 (亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	收益 (亿元)	0.56	0.48	0.60	0.60	0.60
汇兑净收益	收益 (亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营收益合计	收益 (亿元)	0.56	0.48	0.60	0.60	0.60
营业外收支预测		2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
营业外收入	收入 (亿元)	0.43	0.22	0.60	0.80	1.00
营业外支出	收入 (亿元)	0.11	0.27	0.15	0.20	0.40
营业外收支净额	收入 (亿元)	0.32	-0.04	0.45	0.60	0.60
利润总额	(亿元)	11.80	16.93	25.08	31.96	39.41
所得税及少数股东损益预测		2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
所得税	税金 (亿元)	1.75	2.51	4.00	4.75	5.65
	税率	14.84%	14.84%	15.95%	14.86%	14.34%
少数股东损益	损益 (亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	占比	0.02%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%
归属母公司股东净利润	(亿元)	10.05	14.41	21.08	27.21	33.76
总股本	(亿股)	21.99	21.99	21.99	21.99	21.99
每股收益	(元)	0.46	0.66	0.96	1.24	1.54

数据来源: 公司公告, 第一创业研究所

根据以上假设, 我们预计公司 2013-2015 年实现销售收入 154.87 亿元、204.59 亿元、259.19 亿元; 同比增长 39%、32%、27%。预计 2013-2015 年净利润 21.08 亿元, 27.21 亿元, 33.76 亿元, 同比增长 45%, 30%, 25%。预计 2013-2015 年 EPS: 0.96 元, 1.24 元, 1.54 元。



4.2、估值讨论与投资评级

康美药业与云南白药、天士力、恒瑞医药和东阿阿胶同属一线绩优蓝筹股，而后四家企业在各自的领域都面临较强劲的竞争。与他们不同的是，康美现有的大部分业务活动领域：中药材种植、贸易、中药饮片加工的工业生产特征都近似于“小农经济”，呈现为“小、散、乱、多”的局面。

康美现在所做的是，只是顺应产业政策指引、顺应中药现代化发展的需求，将规范化、产业化的工业生产模式引入到相关领域。因此，企业面临的竞争压力小、得到的政策与政府扶持多，自然发展空间也就大很多。

我们认为，公司估值应享有溢价：

- 行业溢价：中药饮片行业空间大，行业增速快，受益行业扶持政策而无政策风险。
- 成长溢价：中药饮片产能逐步释放，中药材贸易从粤东走向全国，募投项目逐步投产，业绩成长性确定，进入收获期。
- 全产业链溢价：公司作为行业龙头，在中药饮片领域全产业链布局战略超前，竞争对手弱小，中药材贸易模式转型后，公司毛利率和盈利能力更加稳定。

如上文预测，公司在 2013 年、2014 年和 2015 年的业绩分别为 0.96 元、1.24 元和 1.54 元，对应的 PE 为 20 倍、15 倍和 12 倍，PEG 在 0.6 左右，公司处于快速成长期，估值便宜，故给予“强烈推荐”评级。

第五部分 风险提示

- 1、做空风险；
- 2、中药材交易市场建设进程低于预期。



盈利预测

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	11514	17055	19180	20791	营业收入	11165	15487	20459	25919
现金	6106	9000	9000	8000	营业成本	8356	11380	14642	18426
应收账款	1331	1858	2419	3084	营业税金及附加	58	70	86	109
其他应收款	48	96	117	146	营业费用	344	619	921	1296
预付账款	346	776	933	1133	管理费用	422	697	1023	1426
存货	3560	5160	6494	8179	财务费用	313	300	694	834
其他流动资产	123	166	217	249	资产减值损失	23	30	30	40
非流动资产	6444	12340	15946	19306	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	232	217	220	221	投资净收益	48	60	60	60
固定资产	2600	8029	11330	14486	营业利润	1697	2451	3123	3849
无形资产	1877	2090	2255	2391	营业外收入	22	60	80	100
其他非流动资产	1734	2003	2140	2207	营业外支出	27	0	0	0
资产总计	17958	29395	35126	40096	利润总额	1693	2511	3202	3948
流动负债	3750	13825	16927	18865	所得税	251	401	476	566
短期借款	2100	11822	14433	15847	净利润	1441	2111	2727	3382
应付账款	764	1168	1458	1829	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	886	835	1036	1189	归属母公司净利润	1441	2111	2726	3382
非流动负债	3625	2876	2779	2428	EBITDA	2188	3089	4419	5498
长期借款	0	-241	-578	-894	EPS (元)	0.66	0.96	1.24	1.54
其他非流动负债	3625	3117	3357	3322	主要财务比率				
负债合计	7375	16701	19705	21293	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	2	2	3	3	成长能力				
股本	2199	2199	2199	2199	营业收入	83.6%	38.7%	32.1%	26.7%
资本公积	4743	4743	4743	4743	营业利润	47.8%	44.5%	27.4%	23.3%
留存收益	3639	5750	8476	11858	归属于母公司净利润	43.4%	46.4%	29.2%	24.0%
归属母公司股东权益	10581	12692	15418	18800	获利能力				
负债和股东权益	17958	29395	35126	40096	毛利率(%)	25.2%	26.5%	28.4%	28.9%
					净利率(%)	12.9%	13.6%	13.3%	13.0%
					ROE(%)	13.6%	16.6%	17.7%	18.0%
					ROIC(%)	16.8%	12.5%	13.7%	13.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	41.1%	56.8%	56.1%	53.1%
					净负债比率(%)	31.19%	70.72%	71.52%	71.30%
					流动比率	3.07	1.23	1.13	1.10
					速动比率	2.12	0.86	0.75	0.67
					营运能力				
					总资产周转率	0.67	0.65	0.63	0.69
					应收账款周转率	11	9	9	9
					应付账款周转率	13.73	11.78	11.15	11.21
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.66	0.96	1.24	1.54
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.46	0.15	1.06	1.32
					每股净资产(最新摊薄)	4.81	5.77	7.01	8.55
					估值比率				
					P/E	28.09	19.18	14.85	11.97
					P/B	3.83	3.19	2.63	2.15
					EV/EBITDA	18	13	9	7

数据来源: 第一创业研究所、公司公告

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于公开资料,本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。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135