

2015年04月06日

证券研究报告·公司研究·医药生物

康芝药业(300086)事件点评

买入(首次)

当前价: 22.29元

目标价: 34.00元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

员工持股计划彰显信心, 外延式扩张可期

- 事件: 近期公司公告第一期员工持股计划及其进展, 第一期员工持股计划规模7200万, 其中员工自筹资金1800万、控股股东提供借款支持5400万。
- 控股股东借款支持员工持股计划, 彰显公司未来发展信心。员工持股计划如下: 1) 募集资金来源。2月11日公布第一期员工持股计划, 本次员工持股计划募集资金不超过7200万元, 授予对象包括高管及核心员工, 其中员工自筹资金不超过1800万元, 公司控股股东宏氏投资拟以其自有资金或股票质押融资取得资金, 向员工持股计划提供借款支持, 借款部分金额不超过5400万元; 2) 关注员工持股计划的两个时间点。首先是二级市场购买股票的时间点, 即6个月之内, 即8月11日前江海证券---康芝1号定向资产管理计划必须完成股票购买; 其次是本次员工持股计划的锁定期为12个月, 存续期为24个月; 3) 业绩考核较高。2015年为考核年度, 该年度收入及净利润增速均不低于20%。我们认为: 2014年公司业绩出现全面恢复, 2015年业绩增速面临较高的基数, 尽管只要求收入、净利润同比增长20%, 实现也非易事。
- 大多数员工持股计划有利于公司股价上扬。据我们统计, 在医药行业中从2014年起至今出台员工持股计划的公司有海普瑞、翰宇药业、香雪制药、迪安诊断、海南海药、益佰制药、康芝药业。从草案出台至今涨幅最大为迪安诊断, 涨幅翻番, 其次为海普瑞上涨95%。在2015年方案已经通过股东大会的有益佰制药、香雪制药、康芝药业。如从康芝药业员工持股计划进度看, 公司员工持股计划草案发出到通过股东会仅20余天, 表明公司前期论证充分、且对该项目的重视程度高。由于公司2014年年报预计披露日期在4月21日, 一季报披露日期在4月27日, 按照要求是在定期报告前30个交易日员工持股计划不能在二级市场购买股票。所以, 理论上该持股计划购买股票的时间点应该在年报与2015年一季度披露之后。
- 2014年公司主业全面恢复, 2015年或将持续。2010年公司核心产品尼美舒利被限制适应症后, 公司主业在2011-2012年陷入低谷, 通过2013年公司整顿后2014年全年恢复。据业绩快报, 2014年其收入、净利润分别约4.11亿、5750万, 同比增长33.2%、287%。如从2014年样本医院数据看, 核心产品尼美舒利的销售收入增长约为24%, 收入涨幅超出预期, 预计将达到1.2-1.3亿元, 收入占比保持在30%以上。由于尼美舒利的渠道优势, 再加上公司对产品线的逐渐丰富, 因此我们判断公司主业处于全面恢复性增长阶段。另外2014年公司净利润增速远快于收入增速, 主要原因是生产成本下降及销售费用等控制较好。我们认为公司的业绩增长很可能延续, 估计2015年公司主业净利润超过亿元。

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广

执业证号: S1250513070001

电话: 021-50755297

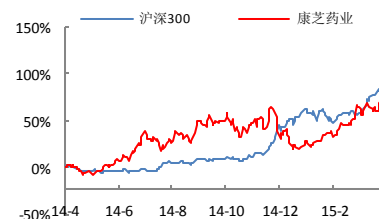
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

联系人: 何治力

电话: 023-67898264

邮箱: hzli@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	3
流通A股(亿股)	2.86
52周内股价区间(元)	9.8-22.29
总市值(亿元)	66.87
总资产(亿元)	19.40
每股净资产(元)	5.74

相关研究

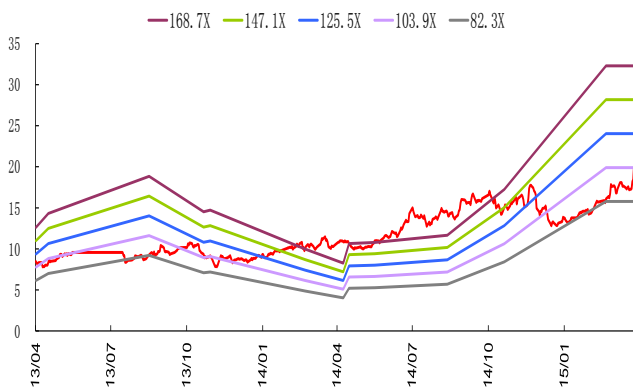
指标年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	309.34	411.68	547.94	660.53
增长率	-16.12%	33.08%	33.10%	20.55%
归属母公司净利润(百万元)	14.85	57.18	95.45	131.80
增长率	-34.22%	284.95%	66.94%	38.09%
每股收益EPS(元)	0.05	0.19	0.32	0.44
净资产收益率ROE	0.80%	3.18%	4.26%	5.29%
PE	450	117	70	51
PB	3.69	3.74	3.00	2.69

数据来源: Wind, 西南证券

● **盈利预测与投资建议:** 我们预测 2014 年-2016 年 EPS 分别为 0.19 元、0.32 元、0.44 元, 对应市盈率分别为 117 倍、70 倍、51 倍。我们认为: 如果扣除 10 亿现金对应的市值, 2015 年 PE 估值约 62 倍, 在小市值公司中其估值相对比较便宜; 2010 年尼美舒利事件以后, 公司业绩在 2010-2012 年出现较大波动、2013 年公司处于全面整顿阶段、2014 年处于全年恢复性增长阶段、2015 年有望延续高增长。随着员工持股计划的实施彰显公司对未来发展信心、公司拥有 10 亿现金为外延式扩张提供充分条件, 估计 6 个月目标价 34 元/股、12 个月目标价翻倍。首次“买入”评级。

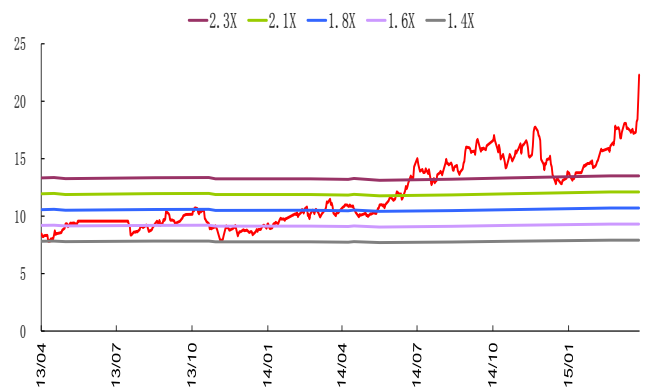
● **风险提示:** 招标进展低于预期、产品降价等风险。

图 1: 公司 PE-Band



数据来源: wind, 西南证券

图 2: 公司 PB-Band



数据来源: wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	309.34	411.68	547.94	660.53	净利润	14.43	56.75	95.02	131.38
营业成本	161.79	210.84	263.44	318.54	折旧与摊销	41.52	65.61	65.61	65.61
营业税金及附加	3.62	4.82	6.41	7.73	财务费用	-29.84	-3.36	-4.04	-5.26
销售费用	50.69	57.63	60.27	66.05	资产减值损失	10.82	-3.94	6.89	6.86
管理费用	88.99	98.80	109.59	118.90	经营营运资本变动	-8.04	-82.08	-53.18	-57.08
财务费用	-29.84	-3.36	-4.04	-5.26	其他	50.03	-6.00	0.00	0.00
资产减值损失	10.82	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	78.93	26.98	110.30	141.51
投资收益	1.72	6.00	0.00	0.00	资本支出	-8.15	2.81	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-48.05	9.72	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-56.20	12.53	0.00	0.00
营业利润	24.99	48.94	112.26	154.57	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	4.28	7.64	7.67	7.10	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	29.27	56.58	119.93	161.67	股权融资	2.13	0.00	0.00	0.00
所得税	14.84	-0.17	24.91	30.29	支付股利	0.00	-80.00	348.82	119.79
净利润	14.43	56.75	95.02	131.38	其他	-67.13	3.36	4.04	5.26
少数股东损益	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	筹资活动现金流净额	-65.00	-76.64	352.86	125.05
归属母公司股东净利润	14.85	57.18	95.45	131.80	现金流量净额	-42.27	-37.14	463.16	266.56
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	1039.92	1002.79	1465.95	1732.51	成长能力				
应收和预付款项	102.36	173.05	209.72	252.43	销售收入增长率	-16.12%	33.08%	33.10%	20.55%
存货	47.59	64.04	80.17	97.16	营业利润增长率	120.85%	95.88%	129.37%	37.69%
其他流动资产	58.69	76.89	102.33	123.36	净利润增长率	-26.51%	293.36%	67.44%	38.26%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	77.25%	203.26%	56.34%	23.64%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	380.53	335.02	289.51	244.00	毛利率	47.70%	48.78%	51.92%	51.78%
无形资产和开发支出	271.20	248.48	228.56	208.65	三费率	35.51%	37.18%	30.26%	27.20%
其他非流动资产	4.23	1.24	1.05	0.87	净利率	4.66%	13.79%	17.34%	19.89%
资产总计	1904.51	1901.50	2377.29	2658.98	ROE	0.80%	3.18%	4.26%	5.29%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	1.00%	0.76%	2.40%	4.55%
应付和预收款项	67.47	81.22	106.22	129.45	ROIC	-0.31%	5.63%	10.42%	14.83%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.85%	27.01%	31.72%	32.54%
其他负债	26.89	33.38	40.33	47.62	营运能力				
负债合计	94.36	114.60	146.55	177.07	总资产周转率	15.97%	21.63%	25.61%	26.23%
股本	200.00	200.00	200.00	200.00	固定资产周转率	89.29%	136.81%	214.53%	314.69%
资本公积	1366.51	1366.51	1366.51	1366.51	应收账款周转率	770.31%	839.00%	791.54%	798.65%
留存收益	160.53	137.71	581.98	833.58	存货周转率	306.83%	364.57%	357.89%	352.66%
归属母公司股东权益	1727.04	1704.21	2148.48	2400.08	销售毛利率/净利率/现金营业收入	112.79%	--	--	--
少数股东权益	83.11	82.68	82.26	81.83	资本结构				
股东权益合计	1810.15	1786.90	2230.74	2481.91	资产负债率	4.95%	6.03%	6.16%	6.66%
负债和股东权益合计	1904.51	1901.50	2377.29	2658.98	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	14.05	12.07	13.17	12.85
					速动比率	13.51	11.48	12.61	12.29
					股利支付率	538.61%	-610.09%	-125.51%	-176.35%
					每股指标				
					每股收益	0.05	0.19	0.32	0.44
					每股净资产	6.03	5.96	7.44	8.27
					每股经营现金	0.26	0.09	0.37	0.47
					每股股利	0.27	-1.16	-0.40	-0.77
业绩和估值指标									
EBITDA	36.67	111.19	173.83	214.93					
PE	450.21	116.96	70.06	50.74					
PB	3.69	3.74	3.00	2.69					
PS	21.62	16.24	12.20	10.12					
EV/EBITDA	93.16	31.05	17.20	12.67					
股息率	1.20%	--	--	--					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

上海地区

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn