

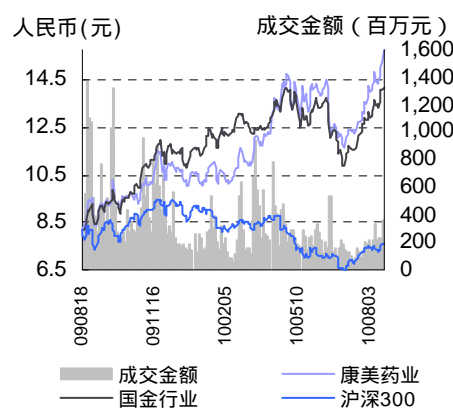
市价(人民币)：15.79元

中药材市场全国布局初现

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,694.37
总市值(百万元)	26,754.10
年内股价最高最低(元)	15.79/8.35
沪深 300 指数	2937.36
上证指数	2666.30



相关报告

1. 《专注中药产业,促变革,求发展》, 2010.6.4

李龙俊 分析师 SAC 执业编号: S1130210080003

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130208070242

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130210050004

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.385	0.296	0.456	0.601	0.810
每股净资产(元)	3.81	2.52	2.85	3.32	4.00
每股经营性现金流(元)	0.00	0.07	0.50	0.48	0.66
市盈率(倍)	23.64	35.91	30.65	23.28	17.26
行业优化市盈率(倍)	36.07	64.09	64.09	64.09	64.09
净利润增长率(%)	101.61%	70.25%	54.12%	31.64%	34.85%
净资产收益率(%)	10.10%	11.74%	16.02%	18.10%	20.26%
总股本(百万股)	764.40	1,694.37	1,694.37	1,694.37	1,694.37

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司就收购普宁市场与普宁政府达成协议**：公司与普宁市政府就收购普宁中药材市场相关原则问题达成一致；公司计划收购完成后，按照近期及远期发展规划对普宁中药材市场进行企业化改造；同时计划分期在普宁药品城的规划区域建设一个占地总面积 650 亩，投资不少于 10 亿元的新中药材专业市场。
- **公司收购普宁市场，战略意义远大于短期经济效益**：首先，普宁市场作为公司旗下的第二家中药材市场，奠定了公司全国布局中药材市场的战略；其次，普宁市场的收购使我们有理由相信，公司已经对华佗中药城的经营模式有了清晰的设计和顺利实施的信心。
- **中药材市场具有很高的价值**：中药材市场具有很强的资源稀缺性价值，主要由于其具有牌照价值、历史价值和实体价值；国内 70%以上的中药材销售额由 17 个主要的中药材市场完成，中药材市场实乃中药产业的“咽喉”，不仅上下游汇聚于此，所有的信息业汇聚于此。

投资建议

- 半年内接连收购亳州药材市场和普宁药材市场，不仅反映了公司高效的经营能力，更体现了公司全国范围布局中药材市场的战略；中药材市场自身很强的资源稀缺性价值，可以为公司带来利润贡献；同时，中药材市场作为中药产业的“咽喉”，将为公司整合中药产业提供很好的基础。
- 虽然普宁市场的收购短期内难以产生明显的经济效益，但作为公司中药材市场全国战略的标志性事件，将会大幅提升公司的估值水平。
- 我们继续维持之前的盈利预测，预计公司 2010-2012 年的 EPS 为 0.456 元、0.601 元和 0.81 元，年均复合增长率为 40%。

估值

- 我们给予公司未来 6 个月 21 元目标价位，相当于 46x10PE 和 35x11PE。

风险

- 中药材的价格具有波动性，会对公司的业绩产生一定影响。

康美内容目录

收购普宁市场：战略意义远大于经济效益	3
普宁市场为公司旗下的第二家中药材交易市场	3
此举战略意义远大于经济效益	3
中药材市场具有很高的价值	3
中药材市场实乃中药产业的咽喉	3
中药材市场资源属性强，难以复制	3
华佗中药城项目进展顺利	4
华佗中药城项目进展顺利	4
亳州中药材市场基本情况介绍	4
华佗中药城：中药材贸易现代化的有益尝试	6
盈利预测和投资建议	7
附录：三张报表预测摘要	8

图表目录

图表 1：围绕着交易中心的中药材经营商铺	5
图表 2：亳州中药材交易中心	5
图表 1：样品行里面陈列拟卖出的药材品种	5
图表 2：购货商在样品行前记录下交易信息	5
图表 5：普通摊位的业主基本是经销自己的品种	6

收购普宁市场：战略意义远大于经济效益

普宁市场为公司旗下的第二家中药材交易市场

- 2010年8月18日，公司与普宁市人民政府签订了《关于收购普宁中药材专业市场的框架协议》，就公司收购中国普宁中药材专业市场(下称“普宁中药材市场”)相关原则问题达成一致。
- 根据协议约定，公司计划在取得普宁中药材市场经营所需资质、许可以及相关资产后，按照近期及远期发展规划对普宁中药材市场进行企业化改造，用半年至一年的时间，完成普宁中药材市场的企业化改造，逐步推行统一仓储、统一包装、统一结算、统一票据、统一质检的“五统一”管理模式。在完成普宁中药材市场企业化改造的基础上，公司计划分期在普宁药品城的规划区域建设一个占地总面积650亩，投资不少于10亿元的新中药材专业市场。

此举战略意义远大于经济效益

- 今年3月份，公司公告成功收购亳州世纪国药（即亳州药材市场）。亳州市场是全国药材交易规模最大的市场，公司此举在行业内已引起不小震动。
- 如果市场中（或产业中）有这样一种观点存在，即认为亳州市场的收购具有一定偶然性，并将亳州市场作为独立事件来看待。那么，普宁药材市场的收购则表明亳州市场仅是公司的试验田项目，公司的战略规划是全国范围内布局中药材市场。
- 我们在前期报告中一再强调，华佗中药城项目（即亳州市场）是公司进行中药材贸易现代化的有益尝试，公司将在该项目中探索增值服务等先进的经营模式。那么，普宁药材市场的收购使我们有理由相信，公司已经对华佗中药城的经营模式有了清晰的设计和顺利实施的信心。

中药材市场具有很高的价值

中药材市场实乃中药产业的咽喉

- 国内中药材交易主要通过专业中药材交易市场完成，年交易额在1700亿元以上。
 - 国内依托药材产地和传统集散地已经形成17个主要的药材交易市场，其销售额占全国中药材销售总额70%以上。
 - 贸易规模较大的中药材交易市场有：安徽亳州、成都荷花池、河北安国、广东普宁、湖南廉桥、广州清平、河南禹州和昆明菊花园等。其中安徽亳州市场的交易额超过300亿，成都荷花池、河北安国和广东普宁的交易额均超过百亿。
- 信息是中药材贸易的核心。信息包括买家的需求信息、卖家的持仓信息、价格和数量等交易信息、以及产地种植面积等供给信息。中药材交易市场，特别是规模大的全国交易市场，可谓是信息的汇聚地。脱离了市场，也就将自身置于信息链条的后端；拥有了市场，则拥有了创造财富的信息。

中药材市场资源属性强，难以复制

- 牌照价值。中药材市场的设立需要国家中医药管理局、卫生部和国家工商行政管理局三部委联合审核通过方能获批。2002年出台的《关于印发整顿中药材专业市场标准的通知》进一步强化了牌照价值，该通知不仅强调“药品生产经营行业主管部门、卫生行政部门、工商行政管理部门任何一

家单独签发设立中药材专业市场的证照一律无效”，还暂停审批新设立中药材专业市场。

- 历史价值。现有的中药材市场均有很长的交易历史，拥有深厚的历史积累。如规模最大的亳州药材市场是历史上有名的药都，至今已有 1800 多年的药材种植和经营历史；
- 实体价值。电子商务在中药材交易中面临的最大问题在于中药材缺乏标准，药材交易一定要经过样品检验这道程序才会形成报价，完全的网络交易难以实行。因此，电子商务需要依托交易市场这样的实体，仅是药材交易的辅助工具，而无法替代交易市场这样的实体。

华佗中药城项目进展顺利

华佗中药城项目进展顺利

- 亳州市政府网消息称，“康美药业在亳项目进展顺利，目前，康美（亳州）华佗国际中药城已进入第三稿设计方案”，“2010 年国际（亳州）中医药博览会将于 9 月 8 日—10 日举行，本届药博会在 8 项活动基础上，将增加康美（亳州）华佗国际中药城开工仪式”。
- 根据我们在亳州当地的调研了解，不仅政府对华佗中药城项目非常支持，而且市场内的药商对华佗中药城也抱有较大的期待。
 - 亳州市政府对该项目是非常支持和非常重视的态度，这将为该项目的推行提供最大的保障。南新城是亳州市经济发展规划的重中之重，而华佗中药城则是南新城的核心项目。整个项目投资高达 15 亿元，是亳州市最大的招商引资项目。同时，华佗中药城将是亳州打造现代中药材贸易产业和现代中药饮片产业的关键项目，对整个中药材产业的跨越式发展起着举足轻重的作用。
 - 现在亳州中药材交易市场的软硬件设施非常落后，交易大厅内的条件很差；同时，由于交易规模越来越大，市场及周围显得非常拥挤，车辆进出不便，已经影响到正常的交易。所以，现有的中药材交易市场自身有强烈的环境改善需求。
- 华佗中药城项目的建设工期计划为 3 年，第一期工程约为 1 年 6 个月，一期工程结束后即可开始投入运营。

亳州中药材市场基本情况介绍

- 亳州市药材种植面积占全国的 1/10，道地药材 260 多种，亳芍、亳菊、亳花粉、亳丹皮进入中国药典。中药饮片产量占全国的 1/4，中药材年成交额占全国的 1/4，中药材出口量跻身全国前 3 位。
- 中药材是亳州市的两大支柱产业之一（另一个是古井贡酒为代表的酒业），政府已经将中药材产业（种植、贸易及饮片等）定位为振兴亳州发展的重点产业。
 - 亳州市共有人口百余万，大约有 20 多万人从事中药材贸易，加上中药材种植的农民及中药饮片加工的从业人员，与中药材产业相关的人员估计能超过亳州市人口的一半。
 - 亳州从事药材贸易的资金量非常大，据了解，目前亳州地区药材存货的市值就在 300 多亿元，再加上流动资金，亳州地区参与药材贸易的资金量是巨大的。
- 亳州中药材交易中心是全国最大的中药材交易集散中心，也是亳州市唯一的药材交易中心，有 1000 余家中药材经营铺面、2000 多个样品行和 4000 多个摊位，日上市量高达 6000 吨，品种 2600 余种，日客流量约 5-6 万人，中药材成交额每年超过 300 亿元。

- 中药材经营铺面基本围绕着中药材交易中心这栋主楼，这些商铺当年在开发的时候全部卖给了业主。即世纪国药主要是收取中药材交易中心内的摊位租金，周围的经营商铺属于各个业主。

图表1：围绕着交易中心的中药材经营商铺



来源：国金证券研究所

图表2：亳州中药材交易中心



- 样品行是大货集中交易的场所，位于中药材交易中心的 2 楼。租有摊位的业主以经纪人为主，他们将委托交易的药材样品置于摊位上（拟交易品种多是其他药商委托在此的品种，但也有业主自持的药材），等待购货商洽谈。购货商则拿着小本，逐家查看样品并记下价格和数量等交易信息（如图表 2）。一旦买卖达成，卖方将会在指定的时间段把存于交易市场以外的货物送达买方指定的交易地方（这就是所谓的场外交易）。

图表3：样品行里面陈列拟卖出的药材品种



来源：国金证券研究所

图表4：购货商在样品行前记录下交易信息



- 4000 多个普通摊位分布于交易中心的 1 楼全部以及 2 楼的一部分，普通摊位的业主基本都是经销自己的品种（与样品行的经纪人代理销售委托人的药材形成差异）。

图表5：普通摊位的业主基本是经销自己的品种



来源：国金证券研究所

- 根据公司购买亳州中药材交易市场的公告，交易市场收入主要来自门店租金，每年 2000 多万元。

华佗中药城：中药材贸易现代化的有益尝试

- 公司以 1.68 亿收购亳州中药材市场，并计划投资 15 亿元在新址建设华佗中药城。华佗中药城项目计划用地总面积约为 1500 亩（我们实际调研获知，用地面积增至 1900-2300 亩），计划建设中药材及饮片交易市场、中药养生保健品交易市场等市场，并配套建设会展中心、中药材电子交易平台，以及配套物流、仓储、养护设施、质检中心、办公楼、健康园餐饮保健等相关设施。
- 公司将在华佗中药城项目进行中药材贸易现代化的有益尝试，计划推进以下几种经营模式：
 - 门店租金。这是中药材交易市场非常基础和传统的盈利来源，目前亳州中药材市场的主要收入便来自于门店租金。
 - 仓储和物流服务。目前中药材贸易商基本自己解决中药材仓储和物流的问题，不仅因为规模小等原因导致仓储和物流成本高，而且会占用贸易商的经营资源。中药城可以为贸易商们提供完善的仓储和物流服务，解决他们的后顾之忧。
 - 增值服务。公司作为交易中介提供第三方认证，减少信息不对称带来的交易成本；引入电子平台交易以及经纪人制度等，减少交易环节中的信息成本；提供标准化药材的商品期货、仓单质押融资等金融服务。
- 我们认为，现代化是中药材贸易的发展趋势，特别是仓储物流和增值服务的推广有利于降低流通环节的交易成本。
 - 我们认为，亳州模式的有益尝试并不会损害到上游药农以及下游中成药企等消费端的实质利益，而是对现有的药材流通环节的改革。

- 亳州模式的摸索过程中可能会有来自于流通环节既得利益者（如从不正当药材贸易中获利的群体等）的阻碍，也会面临规范经营带来的税务等问题。但是我们认为，在公司努力开拓以及政府有力支持下，符合产业发展趋势的亳州模式将有望获得成功。

盈利预测和投资建议

- 我们继续维持之前的盈利预测，预计公司 2010-2012 年的 EPS 为 0.456 元、0.601 元和 0.81 元，年均复合增长率为 40%。
- 半年内接连收购亳州药材市场和普宁药材市场，不仅反映了公司高效的经营能力，更体现了公司全国范围布局中药材市场的战略；中药材市场自身很强的资源稀缺性价值，可以为公司带来利润贡献；同时，中药材市场作为中药产业的“咽喉”，将为公司整合中药产业提供很好的基础。
- 虽然普宁市场的收购短期内难以产生明显的经济效益，但作为公司中药材市场全国战略的标志性事件，将会大幅提升公司的估值水平。
- 我们给予公司未来 6 个月 21 元目标价位，相当于 46x10PE 和 35x11PE。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,294	1,727	2,377	3,223	4,180	5,440	货币资金	1,518	1,482	1,990	2,000	2,500	4,000
增长率		33.5%	37.6%	35.6%	29.7%	30.1%	应收款项	111	165	295	315	408	531
主营业务成本	-956	-1,262	-1,583	-2,015	-2,583	-3,304	存货	267	566	1,028	994	1,274	1,629
% 销售收入	73.9%	73.1%	66.6%	62.5%	61.8%	60.7%	其他流动资产	233	69	171	203	260	332
毛利	338	465	794	1,208	1,598	2,136	流动资产	2,129	2,282	3,484	3,512	4,442	6,493
% 销售收入	26.1%	26.9%	33.4%	37.5%	38.2%	39.3%	% 总资产	66.5%	54.2%	56.0%	53.9%	57.3%	64.2%
营业税金及附加	-5	-3	-7	-10	-13	-16	长期投资	77	131	182	183	182	182
% 销售收入	0.4%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	874	1,278	1,613	1,947	2,267	2,573
营业费用	-56	-77	-110	-148	-188	-239	% 总资产	27.3%	30.4%	25.9%	29.9%	29.2%	25.4%
% 销售收入	4.3%	4.5%	4.6%	4.6%	4.5%	4.4%	无形资产	120	516	932	868	865	862
管理费用	-36	-50	-75	-97	-125	-163	非流动资产	1,073	1,926	2,733	3,000	3,316	3,620
% 销售收入	2.8%	2.9%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%	% 总资产	33.5%	45.8%	44.0%	46.1%	42.7%	35.8%
息税前利润 (EBIT)	242	335	602	954	1,271	1,717	资产总计	3,202	4,209	6,217	6,512	7,758	10,113
% 销售收入	18.7%	19.4%	25.3%	29.6%	30.4%	31.6%	短期借款	379	569	860	423	807	1,925
财务费用	-32	-58	-82	-111	-143	-172	应付款项	65	89	202	188	241	309
% 销售收入	2.5%	3.4%	3.4%	3.5%	3.4%	3.2%	其他流动负债	34	-4	55	263	275	291
资产减值损失	-1	-2	-3	-3	-1	-1	流动负债	478	655	1,117	874	1,323	2,525
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	146	146	146	147
投资收益	0	60	56	60	60	60	其他长期负债	9	638	682	667	667	667
% 税前利润	0.0%	17.7%	9.7%	6.6%	5.0%	3.7%	负债	487	1,292	1,945	1,687	2,136	3,339
营业利润	208	334	573	899	1,187	1,604	普通股股东权益	2,319	2,916	4,272	4,825	5,622	6,774
营业利润率	16.1%	19.3%	24.1%	27.9%	28.4%	29.5%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	10	4	9	10	10	10	负债股东权益合计	2,806	4,209	6,217	6,512	7,758	10,113
税前利润	219	337	582	909	1,197	1,614	比率分析						
利润率	16.9%	19.5%	24.5%	28.2%	28.6%	29.7%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-73	-43	-80	-136	-180	-242	每股指标						
所得税率	33.3%	12.7%	13.8%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.287	0.385	0.296	0.456	0.601	0.810
净利润	146	295	502	773	1,018	1,372	每股净资产	4.551	3.815	2.521	2.847	3.318	3.998
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.319	0.004	0.071	0.505	0.484	0.657
归属于母公司的净利润	146	295	502	773	1,018	1,372	每股股利	0.025	0.035	0.012	0.130	0.130	0.130
净利率	11.3%	17.1%	21.1%	24.0%	24.3%	25.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	6.30%	10.10%	11.74%	16.02%	18.10%	20.26%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	5.21%	7.00%	8.07%	11.87%	13.12%	13.57%
净利润	146	295	502	773	1,018	1,372	投入资本收益率	5.98%	7.11%	8.73%	13.37%	14.92%	15.34%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	44	62	70	83	94	108	主营业务收入增长率	56.74%	33.47%	37.63%	35.58%	29.69%	30.14%
非经营收益	39	19	45	45	73	102	EBIT增长率	45.20%	38.41%	80.02%	58.39%	33.31%	35.05%
营运资金变动	-67	-373	-498	-47	-366	-469	净利润增长率	46.27%	101.61%	70.25%	54.12%	31.64%	34.85%
经营活动现金净流	163	3	119	855	819	1,113	总资产增长率	46.00%	49.97%	47.72%	4.74%	19.14%	30.35%
资本开支	-328	-693	-724	-342	-399	-400	资产管理能力						
投资	-77	0	-59	-1	0	0	应收账款周转天数	28.0	28.6	34.0	35.0	35.0	35.0
其他	0	24	18	60	60	60	存货周转天数	90.4	120.4	183.6	180.0	180.0	180.0
投资活动现金净流	-405	-669	-765	-283	-339	-340	应付账款周转天数	20.8	21.4	30.0	30.0	30.0	30.0
股权募资	1,414	0	887	0	0	0	固定资产周转天数	203.1	168.7	140.3	118.6	101.9	85.5
债权募资	-320	677	371	-451	383	1,119	偿债能力						
其他	-42	-47	-105	-111	-364	-392	净负债/股东权益	-49.12%	-9.94%	-7.41%	-15.82%	-15.65%	-18.61%
筹资活动现金净流	1,053	630	1,153	-563	20	727	EBIT利息保障倍数	7.6	5.8	7.3	8.6	8.9	10.0
现金净流量	810	-36	508	10	500	1,500	资产负债率	17.36%	30.71%	31.29%	25.91%	27.54%	33.02%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	4	4	4	14
买入	3	9	9	10	15
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.75	1.71	1.70	1.70	1.63

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-06-04	买入	13.96	21.00 ~ 21.00
2 2010-08-11	买入	14.36	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室