

## 瘾金融投资分析报告

股票名称	代码	预期价格	推荐
康惠制药	603139	¥29	不推荐

### 新股发行方案

根据康惠制药的首次公开发行 A 股股票招股说明,康惠制药将公开发行不超过 2,497 万股,占发行后公司总股本的 25%。本次发行全部为新股发行,不进行老股转让。发行后总股本不超过 9,988 万股,发行价格为 14.57 元。总市值为 14.55 亿。

### 募集资金用途

本次发行后,将按照轻重缓急顺序投入以下三个项目:

序号	项目名称	投资总额	预计募集资金投资额
1	药品生产基地项目	49,453.00	22,753.12
2	药品研发中心项目	3,550.00	1,633.34
3	补充流动资金项目	16,000.00	7,361.54
	合计	69,003.00	31,748.00

### 主营业务

公司主要产品为坤复康胶囊(片)、复方双花片、消银颗粒、附桂骨痛胶囊、芪药消渴胶囊、复方清带灌注液等,其中坤复康胶囊(片)、复方双花片、消银颗粒、附桂骨痛胶囊列入国家医保目录,消银颗粒列入国家基本药物目录。坤复康胶囊、复方双花片、消银颗粒、芪药消渴胶囊、复方清带灌注液均为独家剂型、发明专利产品,复方双花片、消银颗粒为国家中药保护品种,万花山牌复方双花片连续两次被评为陕西省名牌产品。另外,公司的枣仁安神颗粒产品列入国家基本药物目录,同时列入《低价药品清单》,未来可能成为公司的主营产品之一。

序号	药品名称	临床类别
1	坤复康胶囊(片)	妇科类
2	复方清带灌注液	妇科类
3	复方双花片	呼吸、感冒类
4	消银颗粒	皮肤科类
5	附桂骨痛胶囊	骨科类

6	芪药消渴胶囊	糖尿病及其并发症类
---	--------	-----------

## 财务状况

项目	2016 年度	2015 年度	2014 年度
营业收入	381,845,771.01	379,785,070.62	375,731,468.17
增长性	0.54%	1.08%	-
营业利润	74,763,954.57	73,276,487.45	73,558,416.81
增长性	2.03%	-0.38%	-
净利润	65,234,112.66	62,205,193.87	62,741,938.63
增长性	4.87%	-0.86%	-
经营活动产生的现金流量净额	71,718,357.67	28,502,796.55	22,724,637.65
增长性	151.62%	25.43%	-
营收与固定资产比	6.9倍	6.4倍	5.9倍
盈余公积	33,590,698.42	27,067,287.15	20,846,767.76
未分配利润	302,316,285.65	243,605,584.26	187,620,909.78

- 2016 年度,公司经营活动产生的现金流量净额为 7,171.84 万元,较上年同期增长 4,321.56 万元,主要原因为:本期公司通过商业渠道优化调整及加强应收账款回收等措施,使得本期销售商品提供劳务收到的现金较上年度增加 4,834.37 万元。**所以可以判断实际经营活动产生的现金流量净额的增长性并没有想象中高。**
- 2016年康惠制药的**营业收入和固定资产比**为**6.9倍**,远高于同行业均值的**2.83倍**。

## 毛利率变化分析

截至2016年12月,公司主营业务毛利率分别为 57.56%、57.43%和 57.56%,较为稳定。

类别	2016 年度	2015 年度	2014 年度
妇科类	65.00%	66.03%	65.17%
呼吸感冒类	33.72%	32.42%	33.60%
皮肤科类	70.65%	70.86%	69.10%
骨科类	71.47%	72.43%	72.56%
糖尿病类	48.56%	42.62%	40.63%
其他	46.47%	33.70%	26.99%
综合毛利率	57.51%	57.43%	57.56%

## 税收优惠

公司于 2011 年 7 月 12 日被陕西省科学技术厅、陕西省财政厅、陕西省国家税务局、陕西省地方税务局批准认定为高新技术企业,并于 2014 年 9 月 5 日通过高新技术企业复审,高新技术企业认定的有效期为三年。根据《中华人民共和国企业所得税法》规定,公司自 2011 年 1 月 1 日起执行 15%的企业所得税率,2014 年起继续执行 15%的企业所得税率。

-	对应专利
企业名称	陕西康惠制药股份有限公司
软件著作权	集成电路布图设计专有权
高新企业编号	GF201461000079

风险提示: 受益于高新企业的优惠政策, 康惠制药的税率只有15%, 而正常的企业税率为25%。这里不排除往后恢复到正常的税率, 这个对净利润影响很大。

## 所处行业基本情况

### 康惠制药所处的行业为医药制造业(分类代码为 C27)

根据工信部发布的《2015年医药行业运行情况报告》,2015年医药工业实现主营业务收入26,885.2亿元,同比增长9.0%,高于全国工业增速8.2个百分点,但较上年降低4.0个百分点。其中,中成药行业实现主营业务收入6,167.39亿元,同比增长5.69%。

2015 年医药工业实现利润总额 2,768.20 亿元,同比增长 12.2%,高于全国工业增速 14.5 个百分点,较上年下降 0.04 个百分点。利润增速高于主营业务收入增速,主营业务收入利润率增长 0.3 个百分点。各子行业中,中成药和生物制品的利润率增幅较大,中成药制造行业利润总额为 668.48 亿元,同比增长 11.44%,利润率为 10.84%。

## 投资分析

从工信部发布的2015年医药行业运行报告可以看出,中成药行业增长性缓慢,其2015年主营收入同比只增长了5.69%,低于整体医药行业的9%增速。康惠制药近3年的营收也侧面印证了中医行业的低成长性。2015年 和 2016年, 康惠制药营业收入只实现了1.08%和0.54%的增幅, 远低于整体中医药行业的5.69%。

鉴于中医药行业属于传统行业,其主要特征为低增长性和稳定性。对于中医药行业中的新股可以通过同行业上市公司的收入、EBITDA、固定资产和营业收入产出比进行对新股的估值。本次对比的同行业上市公司为康惠制药的招股说明书上所列7家同行业对比公司,其中包括康缘药业(600557),以岭药业(002603),葵花药业(002737),贵州百灵(002424),辅仁药业(600781),益盛药业(002566)和众生药业(002317)。

## 康金融投资分析

单位：亿

公司名称	股价	股本	股权价值	负债	现金	企业价值
康惠制药	14.57	99,880,000.0	14.55	1.32	1.61	14.26

同行业公司					销售乘数		EBITDA 乘数		营收固资比	
公司名称	股权价值	负债	现金&短期投资	企业价值	最新营收	Sales Multiple	EBITDA	EBITDA Multiple	Fixed Asset	营收固资比
康缘药业 (600557)	105.78	15.24	2.7	118.34	30.00	3.94x	6.13	19.32x	18.6196	1.61x
以岭药业 (002603)	219.64	9.18	5.7	223.08	38.20	5.84x	8.74	25.53x	24.65	1.55x
葵花药业 (002737)	98.67	12.00	5.2	105.42	30.30	3.48x	6.18	17.06x	11.09	2.73x
贵州百灵 (002424)	245.83	11.70	12.3	245.27	22.14	11.08x	6.76	36.26x	6.04	3.67x
辅仁药业 (600781)	36.19	8.50	1.2	43.46	4.60	9.45x	1.02	42.60x	7.55	0.61x
益盛药业 (002566)	42.36	9.30	1.3	50.40	8.20	6.15x	2.27	22.20x	3.08	2.66x
众生药业 (002317)	103.32	8.70	8.2	103.83	16.00	6.49x	4.36	23.61x	5.58	2.87x
康惠制药	15	1.32	2	14.26	3.80	3.75x	0.89	16.09x	0.55	6.91x

									融资后计划新增项目:	2.4386
									预计固定资产	2.9886

Sales * Average Multiple	3.80	平均 SM	6.27x	EBITDA * Average Multiple	0.89	平均 EM	25.36x			
--------------------------	------	-------	-------	---------------------------	------	-------	--------	--	--	--

目标公司的企业价值	23.84	目标公司的企业价值	22
-----------	-------	-----------	----

	实际固定资产	平均营收固资比	预测固定资产	平均营收固资比
Fixed Asset * Average Multiple	0.55	2.83x	2.9886	2.83x
目标公司的收入	1.55	平均 SM	目标公司的收入	8.44
Sales * Average Multiple	1.55	6.27x	Sales * Average Multiple	8.44x
目标公司的企业价值	9.75		目标公司的企业价值	52.97

## 销售乘数估值法

根据同行业上市公司的 **企业价值和营业收入比** 得出的销售乘数可以计算出同行业的平均销售乘数为6.27倍，而康惠制药最新的2016年实际营业收入为3.8亿元，由此可以得出康惠制药的**预期企业价值为23.84亿**。

## EBITDA乘数估值法

根据同行业上市公司的 **企业价值和EBITDA比** 得出的EBITDA乘数可以计算出同行业的平均EBITDA乘数为25.36倍，而康惠制药最新的2016年实际EBITDA为0.89亿元，由此可以得出康惠制药的**预期企业价值为22亿**。

## 营业收入和固定资产比估值法

康惠制药属于中医制造行业，所以固定资产(设备、厂房等)的投入和营收的产出会成一定的比例。因此利用同行业的 **营收固资比** 可以计算出预期的公司企业价值。根据同行业上市公司的 **营业收入和固定资产比** 得出的营收固资乘数可以计算出同行业的平均营收固资乘数为2.83倍，而康惠制药最新的2016年实际固定资产为0.55亿元，由此可以得出康惠制药的**预期收入为1.55亿**，再乘以同行业的平均销售乘数6.27倍，由此可以得出康惠制药的**预期企业价值为9.75亿**。

根据康惠制药的首次公开发行 A 股股票招股说明显示，康惠制药将公开发行不超过 2,497 万股，将预计募集资金投资额中的24,386万元用于药品生产基地项目和药品研发中心项目。假设投产后将新增2.43亿的固定资产，那么融资后计划新增项目的固定资产为2.9886亿，由此可以得出康惠制药的预期收入为8.44亿，再乘以同行业的平均销售乘数6.27倍，由此可以得出康惠制药的**预期企业价值为52.97亿**。

1. 2016年康惠制药的 **营业收入和固定资产比** 为**6.9倍**，远高于同行业均值的**2.83倍**。这意味着康惠制药的每一个固定资产的产出

率都高于同行的一倍，现实中这个可能性是很低的，所以不排除有水分的嫌疑。

2. 此预测是建立在项目马上建成后并投入使用，但实际上项目的建成一般需要长达数年的时间，而实际的投入往往比预期的要高。**所以这个估值的基于最理想的状态下，参考意义不大。**
3. 但在中国A股市场上，在主板上市的股票基本是没有低于30亿市值。如果单纯从其所在行业和盈利等基本面上分析，其得出的市值意义不大，因为在A股市场上一个差的上市公司反而会衍生出**壳价值**，市场是不会让你有机会低于股票其内在价值买入。但作为一种价值投资出发，这种基本面分析就有其存在的意思，因为价值投资的最终目的是获得长期回报。

	企业价值	负债	现金	股权价值	股本	股价	高估 or 低估
现价	14.26	1.32	1.61	14.55	0.9988	<b>14.57</b>	0%
销售额乘数 (Sales Multiples)	23.84	1.32	1.61	24.12	0.9988	<b>24.15</b>	66%
营收固资比销售乘数 (Sales Multiples)	9.75	1.32	1.61	10.04	0.9988	<b>10.05</b>	-31%
营收固资比销售乘数 (Sales Multiples)	52.97	1.32	1.61	53.26	0.9988	<b>53.32</b>	266%
均值	28.85	1.32	1.61	29.14	0.999	<b>29.18</b>	100%

微信公众号: enalpha