

康臣药业(1681 HK)

玉林制药仍是增长动力

❖ **2017年业绩基本符合预期。**公司收入同比增长35.7%至16.6亿人民币，核心净利润（不包括汇兑净收入）同比增长22.6%至3.78亿人民币。收入比我们和市场预测低0.7%/0.9%，核心净利润比我们和市场的预测低7.0%/5.5%。核心净利润增速低于收入增速主要是由于实际税率增加所致，即股息预提税拨备增加及净财务利息收入减少所致。尽管如此，我们认为公司运营情况基本符合预期。毛利率下降0.5个百分点至74.0%，核心净利率下降2.4个百分点，主要由于玉林制药业务合并报表，玉林制药的经营费用高且利润率较低。

❖ **预计康臣各业务板块将录得稳定增长。**2017年公司肾病产品收入同比增长11%，医用成像对比剂收入同比下降4.2%。（1）肾病产品方面，尿毒清颗粒（UCG）自升级成国家医保目录甲类药品后，该产品的市场份额从2016年24%跃升至2017年的27%。我们相信尿毒清颗粒可以继续保持稳定增长，提高其渗透率并获取更多市场份额。（2）医用成像对比剂方面，2017年上半年钆喷酸葡甲胺（GD）注射液于广东省招标失败，然而2017年下半年该产品又重新中标，我们预计该产品将继续录得稳定增长。未来医用成像对比剂的增长潜力主要来自新产品-碘帕醇注射液和超声微泡造影剂，预计这两款产品将分别于2018年和2019年上市。（3）对于女性和儿童药品业务，2017年收入同比增长46.0%，该业务板块为公司添加了增长动力。借助玉林制药OTC产品分销网络的势力，管理层有信心妇幼药品业务增长势头可以持续。总的来说，我们预计康臣未来三年仍能保持中双位数的增速。

❖ **玉林制药通过提高渗透率和平均售价来实现增长。**2017年玉林制药录得内生增速23.0%，骨科药品同比增长33.6%，皮肤科药品同比增长13.3%，肝胆药品同比增长24.4%。尽管分销网络遍布全国，但管理层透露，玉林制药收入主要来自5-6个省份，其中包括广东（约1.5亿人民币），广西（约6000万人民币），四川（约4000万人民币）和河南（约4000万人民币）为主要市场。管理层将在其他省份进行更多的市场推广，以增加市场份额。此外，管理层指出，玉林制药的产品价格不合理：正骨水，1980年代售价为2.8元，2016年部分零售店的售价仍为2.8元。玉林制药产品平均售价上升至合理水平是也业务增长的另一个方向。管理层相信玉林制药未来三年可以实现20%以上的收入增长。

财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	1,223	1,660	1,920	2,217	2,549
核心净利润(百万人民币)	309	379	463	544	632
核心EPS(人民币)	0.32	0.44	0.53	0.62	0.72
EPS变动(%)	25.9	36.6	20.9	17.3	16.2
市盈率(x)	22.2	16.3	13.4	11.5	9.9
市帐率(x)	3.5	3.6	3.0	2.6	2.2
股息率(%)	1.3	2.3	2.6	3.1	3.5
权益收益率(%)	17.5	22.7	22.4	22.3	22.1
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

数据来源：公司及招銀国际预测

买入（维持）

目标价	HK\$10.20
（前目标价	HK\$8.60）
潜在升幅	+19.9%
当前股价	HK\$8.51

吴永泰, CFA

电话：(852) 3761 8780

邮件：cyrusng@cmbi.com.hk

葛晶晶

电话：(852) 3761 8778

邮件：amyge@cmbi.com.hk

医药行业

市值(百万港元)	7,435
3个月平均流通(百万)	16.4
52周内高/低(港元)	9.49/4.31
总股本(百万)	873.7

数据源：彭博

股东结构

安都宝和公司管理层	41.07%
远东宏信	9.24%
景林投资	6.67%
流通股	43.02%

数据源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1月	4.7%	3.2%
3月	29.4%	19.9%
6月	37.5%	22.2%

数据源：彭博

股价表现



数据源：彭博

审计师: KPMG

公司网站: www.chinaconsun.com

❖ **应收账款高企成为新常态。**截至 2017 年底，应收账款激增 72.7%，因此，尽管核心净利润增长 22.6%，但经营性现金流同比下降 32.3% 至 3.47 亿人民币。管理层解释，应收账款激增主要是由于（1）业务的正常扩张，及（2）“两票制”实施后经销商和医院延期付款。管理层预计应收账款周转天数将维持在现有水平，预计不会进一步恶化。

❖ **上调 2018/19 年核心净利润 0.9%/ 2.9%。**我们分别下调了公司 2018 / 19 年收入预测 1.1%/ 0.6%，以反映公司业务近期增长情况。同时，我们上调了 2018/19 年毛利率 0.2ppt / 2.8ppt，以反映玉林产品平均售价提高的潜在影响。经营利润率分别上调了 0.4ppt / 1.0ppt，以反映玉林制药经营效率的提升。整体而言，公司核心净利润上调了 0.9% / 2.9%。我们预计公司核心净利润 2017-2020 年复合增速达 18.6%。

❖ **维持买入评级，最新目标价 10.20 港元。**康臣收入和盈利有较高的预见性，玉林制药拥有较大增长潜力，康臣是香港上市药企中被低估的中成药制造商之一。随着玉林业务的发展壮大，我们相信市场将会发现公司的亮点。我们将目标价从 8.60 港元上调至 10.20 港元，以反映我们最新的盈利预测及公司在研管线产品潜力。目前，康臣市场估值为 2018/19 年 13.4 倍 / 11.5 倍预测市盈率，我们的目标价对应着 16.1 倍 / 13.7 倍预测市盈率，较当前股价仍有 19.9% 的上浮空间。

图 1: 2017 年利润表

	1H16	1H17	按年增长	2016	2017	按年增长	2017E	差距
	百万人民币	百万人民币		百万人民币	百万人民币		百万人民币	
康臣	494	556	12.4%	946	1,061	12.2%	1,086	-2.3%
骨科系列	386	431	11.7%	734	815	11.0%	830	-1.8%
影像系列	58	61	3.9%	125	120	-4.2%	126	-5.1%
妇儿系列及其他	50	64	27.6%	87	126	46.0%	130	-2.7%
玉林	278	336	21.0%	278	600	116.0%	587	2.2%
骨科系列	116	158	36.4%	168	224	33.6%	165	35.8%
肝胆系列	36	41	12.9%	82	103	24.4%	109	-6.2%
皮肤系列	117	130	11.5%	195	221	13.3%	239	-7.4%
其他	8	6	-21.4%	42	52	23.4%	74	-29.6%
总收入	772	891	15.5%	1,223	1,660	35.7%	1,673	-0.7%
销售成本	(217)	(245)	12.5%	(312)	(432)	38.2%	(422)	2.2%
毛利	554	646	16.6%	911	1,228	34.8%	1,250	-1.7%
其他收益及亏损	3	2	-27.5%	4	9	100.2%	5	72.5%
销售费用	(299)	(344)	15.3%	(478)	(659)	37.8%	(652)	1.0%
其他费用	(32)	(35)	7.5%	(38)	(45)	18.1%	(59)	-23.0%
经营利润	226	269	19.1%	399	533	33.6%	545	-2.1%
财务费用	0	(10)	N/A	2	(11)	N/A	3	N/A
非经营项目	(1)	17	N/A	(2)	23	N/A	0	N/A
联营公司收入	0	0	N/A	4	0	-100.0%	0	N/A
税前利润	225	276	22.5%	403	545	35.1%	548	-0.6%
所得税	(51)	(53)	4.2%	(84)	(123)	47.0%	(114)	8.2%
非控股权益	(12)	(11)	-6.2%	(12)	(26)	110.8%	(27)	-6.1%
净利润	162	211	30.4%	308	396	28.8%	407	-2.7%
核心净利润	163	198	21.8%	309	379	22.6%	407	-7.0%
毛利率	71.8%	72.5%	0.7%	74.5%	74.0%	-0.5%	74.7%	-0.8%
经营利润率	29.3%	30.2%	0.9%	32.6%	32.1%	-0.5%	32.6%	-0.4%
净利率	21.1%	22.3%	1.2%	25.2%	22.8%	-2.4%	24.3%	-1.5%

来源：公司，招银国际预测

图 2: 预测改变

	2018			2019		
	旧	新	变动	旧	新	变动
康臣	1,250	1,203	-3.8%	1,432	1,372	-4.2%
肾科系列	931	903	-3.1%	1,040	998	-4.1%
影像系列	150	139	-7.5%	189	181	-4.2%
妇儿系列及其他	169	162	-4.2%	203	193	-5.0%
玉林	691	717	3.8%	799	845	5.8%
骨科系列	201	284	41.1%	238	350	47.1%
肝胆系列	278	248	-10.8%	319	278	-12.9%
皮肤系列	135	123	-9.1%	162	145	-10.4%
其他	76	62	-18.8%	80	73	-9.5%
总收入	1,941	1,920	-1.1%	2,232	2,217	-0.6%
销售成本	(501)	(493)	-1.7%	(588)	(565)	-3.8%
毛利	1,440	1,427	-0.9%	1,644	1,652	0.5%
其他收益及亏损	5	7	37.4%	5	8	55.6%
销售费用	(582)	(603)	3.7%	(660)	(702)	6.4%
行政费用	(68)	(58)	-15.2%	(78)	(67)	-14.8%
研发费用	(68)	(58)	-15.2%	(78)	(67)	-14.8%
经营利润	624	624	0.0%	710	727	2.4%
财务费用	0	0	N/A	0	0	N/A
非经营项目	(4)	5	N/A	3	10	N/A
联营公司收入	0	0	N/A	0	0	N/A
税前利润	620	629	1.4%	713	738	3.4%
所得税	(129)	(132)	2.5%	(148)	(155)	4.6%
非控股权益	(32)	(33)	3.8%	(37)	(39)	5.8%
核心净利润	459	463	0.9%	528	544	2.9%
毛利率	74.2%	74.3%	+0.2ppt	73.7%	74.5%	+0.8ppt
经营利润率	32.1%	32.5%	+0.4ppt	31.8%	32.8%	+1.0ppt
净利率	23.7%	24.1%	+0.5ppt	23.7%	24.5%	+0.8ppt

来源：彭博，招银国际预测

图 3: 同业估值

公司	代码	股价 港元	市值 百万港元	市盈率(x)			市账率(x)			EV/EBITDA (x)			股本回报率(%)		
				FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
康臣药业	1681	8.51	7,435	22.2	16.3	13.4	3.5	3.6	3.0	6.8	9.1	7.5	18.1	21.4	21.4
丽珠制药	1513	68.00	47,291	30.1	32.7	27.2	3.8	3.0	2.8	17.5	21.8	19.5	14.5	29.1	11.2
白云山	874	24.50	56,147	16.7	17.7	15.6	1.7	1.7	1.6	18.4	16.9	17.4	11.7	10.3	11.4
中国中药	570	5.43	24,063	14.8	16.5	13.9	1.2	1.5	1.4	9.1	10.6	9.0	8.5	9.4	10.7
神威药业	2877	11.96	9,891	11.1	19.8	16.1	1.2	1.4	1.4	4.4	8.8	7.1	10.8	7.1	8.5
培力控股	1498	2.68	664	28.3	9.4	N/A	2.0	1.1	N/A	14.2	N/A	N/A	7.0	12.1	N/A
平均				20.2	19.2	18.2	2.0	1.8	1.8	12.7	14.5	13.2	10.5	13.6	10.5

来源：彭博，招银国际预测

财务报表

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	831.1	1,223.5	1,672.6	1,941.0	2,231.6
肾科药物	645.2	734.5	829.5	931.2	1,040.4
显影剂	121.5	125.0	126.3	149.7	189.1
其他	64.5	86.6	130.0	169.0	202.9
玉林产品	-	277.6	586.8	691.0	799.2
销售成本	(160.5)	(312.5)	(422.4)	(501.0)	(587.6)
毛利	670.6	911.0	1,250.2	1,440.0	1,644.0
其他收益	5.4	4.4	5.1	4.7	4.9
销售费用	(259.0)	(374.4)	(496.1)	(581.5)	(659.7)
行政费用	(91.7)	(103.5)	(155.8)	(171.5)	(200.8)
研发开支	(31.3)	(38.2)	(58.5)	(67.9)	(78.1)
息税前收益	293.9	399.4	544.9	623.8	710.3
应占联营公司利润	(4.7)	3.9	-	-	-
净财务收入 / (支出)	27.1	1.8	3.2	(3.6)	3.2
非经常性收入	(1.6)	(1.6)	-	-	-
税前利润	314.8	403.5	548.1	620.1	713.5
所得税	(65.1)	(83.8)	(113.8)	(128.8)	(148.2)
非控制股东权益	-	(12.1)	(27.2)	(32.1)	(37.1)
净利润	249.7	307.5	407.0	459.3	528.2
核心净利润	250.9	308.8	407.0	459.3	528.2
息税折摊前收益	306.9	430.0	582.9	667.0	757.5

资料来源：公司，招银国际预测

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	957.7	1,369.1	1,503.8	1,568.4	1,652.0
物业、厂房及设备	223.8	411.4	575.6	669.6	782.6
无形资产	-	489.6	460.2	430.8	401.4
商誉	-	320.6	320.6	320.6	320.6
其他非流动资产	97.3	147.3	147.3	147.3	147.3
流动资产	960.2	1,390.0	1,955.7	2,147.5	2,388.7
现金及现金等值物	490.0	672.7	1,067.8	1,112.3	1,230.3
应收贸易款项	399.2	576.3	697.8	809.8	894.0
存货	71.0	141.0	190.1	225.4	264.4
其他流动资产	-	-	-	-	-
流动负债	229.4	546.7	676.9	682.8	686.4
银行贷款	-	-	104.3	90.6	72.5
应付贸易账款	201.2	483.3	509.1	528.8	550.4
其他流动负债	28.1	63.5	63.5	63.5	63.5
非流动负债	51.8	151.3	613.0	513.5	441.1
银行贷款	-	-	461.7	362.3	289.8
其他非流动负债	51.8	151.3	151.3	151.3	151.3
净资产总值	1,636.8	2,061.1	2,169.6	2,519.6	2,913.3
少数股东权益	-	300.6	327.8	359.9	397.0
股东权益	1,636.8	1,760.5	1,841.8	2,159.7	2,516.3

资料来源：公司，招银国际预测

现金流量表

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	293.9	399.4	544.9	623.8	710.3
折摊和摊销	19.2	40.4	65.3	75.2	84.3
营运资金变动	(101.3)	46.4	(144.7)	(127.7)	(101.5)
税务开支	(62.8)	(62.1)	(113.8)	(128.8)	(148.2)
其他	35.0	25.1	-	-	-
经营活动所得现金净额	184.0	449.2	351.6	442.6	544.9
资本开支	(17.3)	(25.0)	(200.0)	(139.9)	(167.9)
收购子公司	(641.3)	134.0	-	-	-
其他	202.8	(17.1)	17.4	21.8	23.6
投资活动所得现金净额	(455.8)	91.9	(182.6)	(118.1)	(144.3)
债务变化	-	-	566.0	(113.2)	(90.6)
发行新股	(53.5)	(81.1)	(221.3)	-	-
派息	(28.0)	(114.5)	(104.5)	(141.3)	(171.6)
利息开支	(0.4)	(162.7)	(14.2)	(25.5)	(20.4)
融资活动所得现金净额	(81.9)	(358.3)	226.1	(280.0)	(282.5)
现金净变动	(353.7)	182.7	395.1	44.5	118.0
年初现金及现金等值物	843.7	490.0	672.7	1,067.8	1,112.3
汇兑差额	-	-	-	-	-
年末现金及现金等值物	490.0	672.7	1,067.8	1,112.3	1,230.3

资料来源：公司，招银国际预测

主要比率

年结：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
肾科药物	77.6	60.0	49.6	48.0	46.6
显影剂	14.6	10.2	7.6	7.7	8.5
其他	7.8	7.1	7.8	8.7	9.1
玉林产品	-	22.7	35.1	35.6	35.8
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	80.7	74.5	74.7	74.2	73.7
息税折摊前利润率	36.9	35.1	34.8	34.4	33.9
税前利率	37.9	33.0	32.8	32.0	32.0
净利润率	30.0	25.1	24.3	23.7	23.7
核心净利润率	30.2	25.2	24.3	23.7	23.7
有效税率	20.7	20.8	20.8	20.8	20.8
增长 (%)					
收入	13.7	47.2	36.7	16.0	15.0
毛利	17.3	35.9	37.2	15.2	14.2
息税折摊前利润	22.2	40.1	35.6	14.4	13.6
经营利润	24.6	35.9	36.4	14.5	13.9
净利润	18.2	23.2	32.4	12.8	15.0
核心净利润	18.6	23.1	31.8	12.8	15.0
资产负债比率					
流动比率 (x)	4.2	2.5	2.9	3.1	3.5
平均应收账款周转天数	131.8	137.9	137.3	141.7	139.3
平均应付账款周转天数	86.6	69.8	80.1	84.1	84.5
平均存货周转天数	141.5	123.8	143.0	151.4	152.1
净负债/权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	15.3	17.5	22.1	21.3	21.0
资产回报率	13.0	11.1	11.8	12.4	13.1
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.25	0.32	0.46	0.53	0.61
核心每股盈利(人民币)	0.26	0.32	0.46	0.53	0.61
每股股息(港元)	0.08	0.10	0.16	0.18	0.21
每股账面值(人民币)	1.88	2.02	2.11	2.48	2.89

资料来源：公司，招银国际预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II)属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。