

# 康臣药业(1681 HK)

## 被低估了的中成药制造商

- ❖ **首次覆盖康臣药业，目标价 8.60 港元。**康臣药业的核心产品尿毒清颗粒，已完成慢性肾病学临床验证医学临床试验，疗效显著。目前该产品市场渗透率仍然较低，且尿毒清颗粒在最新的国家医保目录中从医保乙类药物升级为甲类，未来尿毒清颗粒将保持高于行业的增长速度。玉林制药方面，考虑到玉林制药的品牌效应以及康臣的高效执行能力，我们认为玉林制药将给公司添加新的增长动力。因此，我们预计 2016-19 年，公司将保持 19.6% 的核心净利润年复合增速。基于玉林的品牌效应以及公司完整的产品组合，我们认为目前公司股价估值较低，因此首次覆盖康臣药业，给予目标价 8.60 港元（现金流折现模型，WACC：9.4%，终值增长率：3%）。我们的目标价对应着 2017/18 年预测市盈率 15.9x/13.9x，较目前股价仍有 18.3% 的上浮空间。
- ❖ **肾病中成药市场领先地位，疗效显著。**尿毒清颗粒已经验证了其治疗慢性肾病疗效显著，但目前市场渗透率仍然较低，在慢性肾病患者中渗透率仅为 1.3%。该药已被列入国家基药目录，且在最新的国家医保目录中从医保乙类药物升级为甲类。因此，我们认为尿毒清颗粒将维持一个高于行业的增速，预计 2016-19 年收入的年复合增速达 12.1%。
- ❖ **医用成像对比剂产品稳定增长。**康臣的钆喷酸葡胺注射液目前拥有核磁共振医用成像对比剂市场 21.4% 的市场份额，我们认为随着国内核磁共振机器安装数目的增多，该产品将维持稳定的增长。此外，公司将于 2018 上半年推出的一款 X 光医用成像剂，碘帕醇注射液。我们认为未来新产品碘帕醇注射液的成长将带动医用成像对比剂业务未来三年的增长。
- ❖ **知名品牌中成药恢复增速。**玉林制药是国内知名的中成药品牌。自收购以来，康臣药业加强了玉林制药内部的运营和管理，我们认为玉林制药拥有完整的产品组合以及品牌效应，未来增长潜力较大。在康臣的有效整合下，我们相信未来玉林制药将于 2017/18/19 年分别录得 111.3%/17.8%/15.7% 的收入增长。
- ❖ **预计 2016-19 年核心净利润年复合增速达 19.6%。**受益于玉林制药的全年业绩并表以及公司核心产品的内生增长，我们预计康臣 2017-19 年收入年复合增速达 22.2%。然而，由于玉林制药较高的增速以及较低的利润率，我们预计公司未来三年利润将轻微承压。因此，核心净利润增速将稍低于收入增速，预计核心净利润于 2016-19 年录得 19.6% 的年复合增速。

### 财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY15A | FY16A | FY17E | FY18E | FY19E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业额(百万人民币)     | 831   | 1,223 | 1,673 | 1,941 | 2,232 |
| 核心净利润(百万人民币)   | 251   | 309   | 407   | 459   | 528   |
| 核心 EPS (人民币)   | 0.26  | 0.32  | 0.46  | 0.53  | 0.61  |
| EPS 变动 (%)     | 76.1  | 25.9  | 43.1  | 14.4  | 15.0  |
| 市盈率 (x)        | 24.2  | 19.2  | 13.4  | 11.7  | 10.2  |
| 市帐率 (x)        | 3.3   | 3.1   | 2.9   | 2.5   | 2.1   |
| 股息率 (%)        | 1.2   | 1.5   | 2.6   | 3.0   | 3.4   |
| 权益收益率 (%)      | 15.3  | 17.5  | 22.1  | 21.3  | 21.0  |
| 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：公司及招银国际预测

## 买入（首次覆盖）

|      |          |
|------|----------|
| 目标价  | HK\$8.60 |
| 潜在升幅 | +18.3%   |
| 当前股价 | HK\$7.27 |

### 吴永泰, CFA

电话：(852) 3761 8780

邮件：[cyrusng@cmbi.com.hk](mailto:cyrusng@cmbi.com.hk)

### 葛晶晶

电话：(852) 3761 8778

邮件：[amyge@cmbi.com.hk](mailto:amyge@cmbi.com.hk)

### 医药行业

|              |           |
|--------------|-----------|
| 市值(百万港元)     | 6,349     |
| 3 个月平均流通(百万) | 13.00     |
| 52 周内高/低(港元) | 7.70/3.63 |
| 总股本(百万)      | 872.8     |

数据来源：彭博

### 股东结构

|           |        |
|-----------|--------|
| 安郁宝和公司管理层 | 41.07% |
| 远东宏信      | 9.24%  |
| 景林投资      | 6.67%  |
| 流通股       | 43.02% |

数据来源：彭博

### 股价表现

|     | 绝对回报  | 相对回报  |
|-----|-------|-------|
| 1 月 | -1.4% | -4.2% |
| 3 月 | 9.1%  | 2.7%  |
| 6 月 | 16.1% | 0.0%  |

数据来源：彭博

### 股价表现



数据来源：彭博

审计师：KPMG

公司网站：[www.chinaconsun.com](http://www.chinaconsun.com)

## 投资纪要

### 被低估了的中成药制造商

**首次覆盖康臣药业，目标价 8.60 港元。**康臣药业的核心产品尿毒清颗粒于国内口服肾病中成药市场中处于领先地位，其治疗慢性肾病疗效显著。尿毒清颗粒目前市场渗透率仍然较低，在最新的国家医保目录中该产品已升级为医保甲类药品，我们认为未来几年尿毒清颗粒将保持高于行业的增长速度。公司通过收购玉林制药获得国内知名中成药品牌。受益于玉林制药的品牌效应以及销售团队的重新整合，我们认为玉林制药将为康臣添加新的增长动力。此外公司新产品 X 光医用成像对比剂于 2018 上半年推出市场，我们预计公司 2016-19 年核心净利润年复合增速将维持 19.6%。目前公司股价估值较低，因此首次覆盖康臣药业，给予目标价 8.60 港元（现金流折现模型，WACC:9.4%，终值增长率：3%）。我们的目标价对应着 2017/18/19 年预测市盈率 15.9 倍/13.9 倍/12.1 倍，较目前股价仍有 18.3% 的上浮空间。

**肾病中成药市场领先地位，疗效显著。**尿毒清颗粒已验证其减缓了慢性肾病的病程发展，且延迟了病人进入肾透析的时间。该产品于 2015 年国内慢性肾病药物市场拥有 10.8% 的市占率，在慢性肾病患者中渗透率仅为 1.3%，市场渗透率仍然较低。我们认为尿毒清颗粒未来增长空间巨大，且该产品已被列入国家基药目录，在最新的国家医保目录中从医保乙类药品升级为甲类。因此，我们认为尿毒清颗粒将维持一个高于行业的增速，预计 2016-19 年收入的年复合增速达 12.1%。

**医用成像对比剂产品稳定增长。**康臣的钆喷酸葡胺注射液用于增强核磁共振成像的清晰度和对比度。钆喷酸葡胺注射液是核磁共振成像领域最常用的医用成像对比剂，于 2016 年拥有该领域 21.4% 的市场份额，我们认为随着国内核磁共振机器安装数目的增多，该产品将继续维持稳定增长。此外，公司将于 2018 上半年推出的一款 X 光医用成像剂，碘帕醇注射液。目前 X 光医用成像对比剂市场，只有两个生产供应商，整个市场被原研制造商垄断。我们认为未来新产品碘帕醇注射液的推出将带动公司医用成像对比剂业务未来三年的增长。

**知名品牌中成药恢复增速。**玉林制药是中国商务部 2006 年首批认定的“中华老字号”企业，2007 年商务部又授予其“中国驰名商标”称号。自收购以来，康臣药业加强了玉林制药内部的运营和管理，实施多层级的成本管控，重整了公司销售团队。玉林制药经过连续两年的收入倒退后，2016 年公司收入录得 31% 的同比增长。我们认为玉林制药凭借完整的产品组合以及较高的品牌知名度，未来增长潜力可期，且在康臣的有效整合下，我们相信玉林制药于 2017/18/19 年收入将分别录得 111.3%/17.8%/15.7% 的增长。

**预计公司总收入于 2017/18/19 年将分别增长 36.7%/16.0%/15.0%。**受益于玉林制药的全年业绩并表以及公司核心产品的内生增长，我们预计康臣药业 2017 收入同比增长 36.7% 至 16.7 亿人民币。基于公司三块业务的内生增速，我们预计未来 2018/19 年收入将分别增长 16%/15% 至 19.4 亿/22.3 亿人民币。

由于玉林制药业务增长较快，公司利润率将轻微承压。2016 年由于公司合并玉林制药半年的报表，公司毛利率、经营利润率以及核心净利率分别从 2015 年的 80.7%、35.4%、30.2%下降至 2016 年的 74.5%、32.6%、25.2%。由于 2017 年玉林制药经营效率的改善，我们预计公司 2017 全年的各项利润率将维持在 2016 年的水平。由于玉林制药业务增长较快速且毛利较低，我们预计公司利润率轻微承压。我们预计公司 2017/18/19 年毛利率分别为 74.7%/74.2%/73.7%，核心净利率分别为 24.3%/23.7%/23.7%。

预计公司核心净利润于 2017/18/19 年分别增长 31.8%/12.8%/15.0%。考虑到公司未来利润率将受压以及 2017 上半年用于回购的计息负债产生的利息支出，预计公司核心净利润增速稍低于收入增速。我们预计公司核心净利润于 2017/18/19 年将分别增长 31.8%/12.8%/15.0%至 4.1 亿/4.6 亿/5.3 亿人民币。

**投资风险。**1) 尿毒清颗粒渗透率增速低于预期。2) 核心产品大幅度降价。3) 研发管线相对较弱。4) 玉林制药增速低于预期。

## 估值

### 首次覆盖康臣药业，目标价 8.6 港元

公司于处方和非处方药市场拥有强劲的产品组合，我们认为康臣药业是一家于港股市场未被关注的优质中成药制造商。公司的尿毒清颗粒已完成循证医学临床试验，产品市占率仍然很低且已升级为医保甲类药品，未来尿毒清颗粒将保持高于行业的增长速度。玉林制药方面，玉林拥有较强的品牌知名度以及销售团队的重新整合，预计玉林制药未来将给公司带来更多增长动力。此外公司新产品 X 光医用成像对比剂于 2018 上半年推出市场，我们预计公司 2016-19 年核心净利润年复合增速将达 19.6%。公司拥有较强的品牌效应且盈利预期可见，我们认为公司目前股价估值较低，因此首次覆盖康臣药业，给予目标价 8.60 港元。

我们的目标价通过 5 年现金流折现模型而来，WACC 为 9.4%，终值增长率为 3%，详细模型请参考下图。

图 1: 康臣药业现金流折现模型

|           | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           | 人民币百万 | 人民币百万 | 人民币百万 | 人民币百万 | 人民币百万 |
| 净利润       | 459   | 528   | 606   | 687   | 771   |
| 折旧和摊销     | 75    | 84    | 95    | 108   | 124   |
| 税后净利息     | 3     | (3)   | (8)   | (14)  | (19)  |
| 资本性开支     | (140) | (168) | (201) | (242) | (290) |
| 营运现金流     | (128) | (102) | (117) | (119) | (155) |
| 自由现金流     | 270   | 341   | 374   | 420   | 430   |
| 终值        |       |       |       |       | 6,984 |
|           | 270   | 341   | 374   | 420   | 7,414 |
| 公司价值      | 5,855 |       |       |       |       |
| 减：负债和优先股  | 566   |       |       |       |       |
| 银行存款和保证金  | 1,068 |       |       |       |       |
| 股权价值      | 6,356 |       |       |       |       |
| 股本数量      | 872   |       |       |       |       |
| 每股价值（人民币） | 7.29  |       |       |       |       |
| 每股价值（港元）  | 8.60  |       |       |       |       |
| 无风险利率     | 3.9%  |       |       |       |       |
| Beta      | 0.7   |       |       |       |       |
| 风险溢价      | 8.2%  |       |       |       |       |
| 股权成本      | 9.9%  |       |       |       |       |
| 债权成本      | 5.0%  |       |       |       |       |
| WACC      | 9.3%  |       |       |       |       |
| 终值增长率     | 3.0%  |       |       |       |       |

来源：公司，招银国际预测

图 2: 敏感性分析

| 终值增长率 / WACC | 7.9%  | 8.4%  | 8.9%  | 9.4%  | 9.9% | 10.4% | 10.9% |
|--------------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|
| 1.5%         | 9.00  | 8.40  | 7.80  | 7.40  | 6.90 | 6.60  | 6.20  |
| 2.0%         | 9.60  | 8.80  | 8.20  | 7.70  | 7.20 | 6.80  | 6.50  |
| 2.5%         | 10.30 | 9.40  | 8.70  | 8.10  | 7.60 | 7.10  | 6.70  |
| 3.0%         | 11.10 | 10.10 | 9.30  | 8.60  | 8.00 | 7.50  | 7.00  |
| 3.5%         | 12.10 | 10.90 | 9.90  | 9.10  | 8.40 | 7.90  | 7.40  |
| 4.0%         | 13.40 | 11.90 | 10.70 | 9.80  | 9.00 | 8.30  | 7.70  |
| 4.5%         | 15.00 | 13.20 | 11.70 | 10.60 | 9.60 | 8.80  | 8.20  |

来源：公司，招银国际预测

图 3: 同业估值

| 公司   | 代码   | 股价<br>港元 | 市值<br>百万港元 | 市盈率(x) |       |       | 市净率(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 | 7.27     | 6,349      | 10.8   | 12.7  | 10.8  | 1.9    | 2.1   | 1.8   | 6.8           | 7.8   | 6.4   | 18.1     | 22.1  | 23.6  |
| 丽珠制药 | 1513 | 61.00    | 41,059     | 30.1   | 14.5  | 23.7  | 3.8    | 2.9   | 2.7   | 17.5          | 20.4  | 17.4  | 14.5     | 19.7  | 11.8  |
| 白云山  | 874  | 23.25    | 37,800     | 16.7   | 17.2  | 15.3  | 1.7    | 1.7   | 1.6   | 18.4          | 10.5  | 8.8   | 11.7     | 10.4  | 11.2  |
| 中国中药 | 570  | 4.17     | 18,479     | 14.8   | 13.1  | 11.0  | 1.2    | 1.2   | 1.1   | 9.1           | 8.7   | 7.4   | 8.5      | 9.3   | 10.4  |
| 神威药业 | 2877 | 7.34     | 6,070      | 11.1   | 12.8  | 12.3  | 1.2    | 0.9   | 0.9   | 4.4           | N/A   | N/A   | 10.8     | 7.1   | 7.4   |
| 培力控股 | 1498 | 3.15     | 780        | 28.3   | 10.9  | N/A   | 2.0    | 1.3   | N/A   | 14.2          | N/A   | N/A   | 7.0      | 12.1  | N/A   |
| 平均   |      |          |            | 20.2   | 13.7  | 15.6  | 2.0    | 1.6   | 1.6   | 12.7          | 13.2  | 11.2  | 10.5     | 11.7  | 10.2  |

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          |
|------------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>收入</b>        | <b>831.1</b> | <b>1,223.5</b> | <b>1,672.6</b> | <b>1,941.0</b> | <b>2,231.6</b> |
| 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)        |
| <b>毛利</b>        | <b>670.6</b> | <b>911.0</b>   | <b>1,250.2</b> | <b>1,440.0</b> | <b>1,644.0</b> |
| 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)         |
| <b>息税前收益</b>     | <b>293.9</b> | <b>399.4</b>   | <b>544.9</b>   | <b>623.8</b>   | <b>710.3</b>   |
| 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)          | -              | -              | -              |
| <b>税前利润</b>      | <b>314.8</b> | <b>403.5</b>   | <b>548.1</b>   | <b>620.1</b>   | <b>713.5</b>   |
| 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)         |
| <b>净利润</b>       | <b>249.7</b> | <b>307.5</b>   | <b>407.0</b>   | <b>459.3</b>   | <b>528.2</b>   |
| <b>核心净利润</b>     | <b>250.9</b> | <b>308.8</b>   | <b>407.0</b>   | <b>459.3</b>   | <b>528.2</b>   |
| <b>息税折摊前收益</b>   | <b>306.9</b> | <b>430.0</b>   | <b>582.9</b>   | <b>667.0</b>   | <b>757.5</b>   |

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          |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>非流动资产</b>     | <b>957.7</b>   | <b>1,369.1</b> | <b>1,503.8</b> | <b>1,568.4</b> | <b>1,652.0</b> |
| 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          |
| <b>流动资产</b>      | <b>960.2</b>   | <b>1,390.0</b> | <b>1,955.7</b> | <b>2,147.5</b> | <b>2,388.7</b> |
| 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           | -              | -              | -              | -              | -              |
| <b>流动负债</b>      | <b>229.4</b>   | <b>546.7</b>   | <b>676.9</b>   | <b>682.8</b>   | <b>686.4</b>   |
| 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           |
| <b>非流动负债</b>     | <b>51.8</b>    | <b>151.3</b>   | <b>613.0</b>   | <b>513.5</b>   | <b>441.1</b>   |
| 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          |
| <b>净资产总值</b>     | <b>1,636.8</b> | <b>2,061.1</b> | <b>2,169.6</b> | <b>2,519.6</b> | <b>2,913.3</b> |
| <b>少数股东权益</b>    | <b>-</b>       | <b>300.6</b>   | <b>327.8</b>   | <b>359.9</b>   | <b>397.0</b>   |
| <b>股东权益</b>      | <b>1,636.8</b> | <b>1,760.5</b> | <b>1,841.8</b> | <b>2,159.7</b> | <b>2,516.3</b> |

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          |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>息税前收益</b>      | <b>293.9</b>   | <b>399.4</b>   | <b>544.9</b>   | <b>623.8</b>   | <b>710.3</b>   |
| 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           | -              | -              | -              |
| <b>经营活动所得现金净额</b> | <b>184.0</b>   | <b>449.2</b>   | <b>351.6</b>   | <b>442.6</b>   | <b>544.9</b>   |
| 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           |
| <b>投资活动所得现金净额</b> | <b>(455.8)</b> | <b>91.9</b>    | <b>(182.6)</b> | <b>(118.1)</b> | <b>(144.3)</b> |
| 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)         |
| <b>融资活动所得现金净额</b> | <b>(81.9)</b>  | <b>(358.3)</b> | <b>226.1</b>   | <b>(280.0)</b> | <b>(282.5)</b> |
| <b>现金净变动</b>      | <b>(353.7)</b> | <b>182.7</b>   | <b>395.1</b>   | <b>44.5</b>    | <b>118.0</b>   |
| 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              | -              | -              | -              | -              | -              |
| <b>年末现金及现金等值物</b> | <b>490.0</b>   | <b>672.7</b>   | <b>1,067.8</b> | <b>1,112.3</b> | <b>1,230.3</b> |

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        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>销售组合 (%)</b>   |              |              |              |              |              |
| 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         |
| <b>总额</b>         | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> |
| <b>盈利能力比率 (%)</b> |              |              |              |              |              |
| 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         |
| <b>增长 (%)</b>     |              |              |              |              |              |
| 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         |
| <b>资产负债比率</b>     |              |              |              |              |              |
| 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          |
| <b>回报率 (%)</b>    |              |              |              |              |              |
| 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         |
| <b>每股数据</b>       |              |              |              |              |              |
| 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之分析员，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。