

康臣药业(1681 HK)

传统品牌复苏

- ❖ **公司上半年业绩简述。**2017 上半年公司收入同比增长 70.3%至 7.69 亿人民币，主要受益于玉林制药的收入并表。剔除玉林并表的影响，公司内生增长为 11.9%，而玉林制药的内生增长为 25.5%。公司毛利率从 2016 上半年的 79% 下降到 2017 上半年的 75.5%，主要受玉林制药业务毛利率较低影响。公司分销费用同比增长 79.4%，主要是由于公司上半年增加了学术推广活动以及合并了玉林制药的分销费用。公司净利润同比增长 27.1%至 1.84 亿人民币。
- ❖ **公司旗舰产品尿毒清颗粒预计维持稳定增长。**公司尿毒清颗粒于 1998 年上市，主要用于治疗慢性肾病，该产品于国内治疗慢性肾病的口服中成药市场一直处于领先地位，且在最新的国家医保目录中该产品从医保乙类升级为医保甲类。由于该产品已经非常成熟，公司管理层认为尿毒清颗粒未来将维持一个较为稳定的增速，我们认为尿毒清颗粒将会保持高于行业低双位数的增速。
- ❖ **医用成像对比剂复苏。**上半年医用成像对比剂同比下跌 11.2%至 5,920 万人民币。管理层表示主要是由于该产品于 2016 年 7 月至 2017 年 4 月从广东省药品招标中剔除，由于广东地区的销售占该产品总销售额的 20%，所以该产品广东省的丢标对销售产生巨大影响。2017 年 9 月，该产品在广东省药品招标中重新中标，管理层预计该产品下半年将会有较好的表现。除此，公司新产品 CT 医用成像对比剂碘帕醇目标于 2018 年上架，给公司带来额外增长动力。
- ❖ **增长潜力来自玉林制药品牌 OTC 产品组合。**玉林制药上半年内生增长 25.5%，我们认为玉林制药业务的反弹主要收益于公司收购后采取了更为积极有效的营销策略。玉林制药的一线品牌药物如正骨水、鸡骨草胶囊和湿毒清，上半年分别同比增 28.2%，33.4% 和 15.9%。凭借这些品牌 OTC 产品，我们认为玉林制药在未来 2-3 年能够维持 20%的强劲增速。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
营业额(百万港元)	730.7	831.1	1,223.5
核心净利润(百万港元)	211.2	249.7	307.5
核心 EPS (港元)	0.21	0.25	0.32
EPS 变动 (%)	5	19	28
市盈率 (x)	22.3	17	10.8
市帐率 (x)	3.27	2.56	1.91
股息率 (%)	-	1	3
权益收益率 (%)	15.7	16.3	18.1
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金

数据来源：公司及招银国际预测

未评级

当前股价 HK\$6.75

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)	5,590
3 个月平均流通(百万)	5.45
52 周内高/低(港元)	6.88/3.63
总股本(百万)	828.1

数据源：彭博

股东结构

安郁宝和公司管理层	40.7%
杨惠波	13.3%
弘毅投资	4.9%
流通股	40.9%

数据源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	0.9%	-2.7%
3 月	19.4%	9.4%
6 月	47.9%	29.7%

数据源：彭博

股价表现



数据源：彭博

审计师: KPMG

公司网站: www.consunglobal.com

❖ **各部分业务毛利率预计维持稳定。**公司上半年毛利率和净利率下跌主要是由于玉林制药的并表影响。管理层认为未来公司各部分业务的毛利率将维持稳定。由于玉林制药业务的增速较快，我们认为公司整体毛利率在未来三年将录得轻微下跌。

❖ **公司业务维持高增速，目前估值较低。**康臣药业目前估值为 2017/2018 年预测市盈率 12.1 倍/10.3 倍，低于同业制药公司的 14.4 倍/13.8 倍。预计康臣 2017/2018 年净利润同比增长 34.3%/15.9%，EPS 同比增长 46.9%/17.7%。EPS 增速更快是因为公司 2017 年初进行了股份回购。我们认为目前市场低估了康臣药业的增长潜力。

图 1:1H2017 收入分布

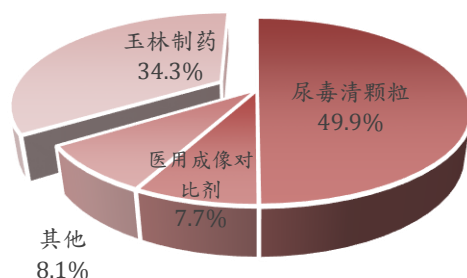
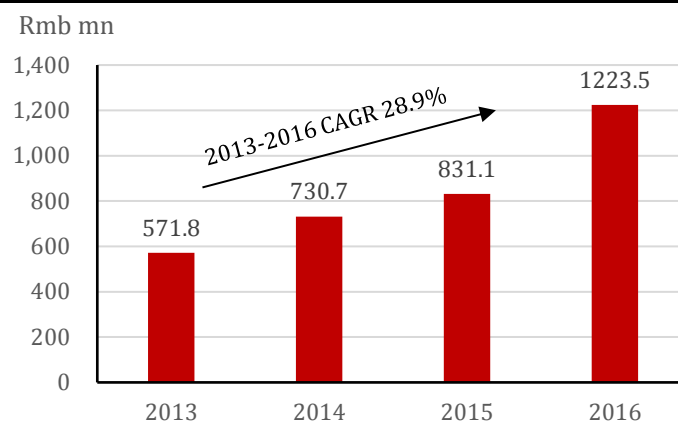


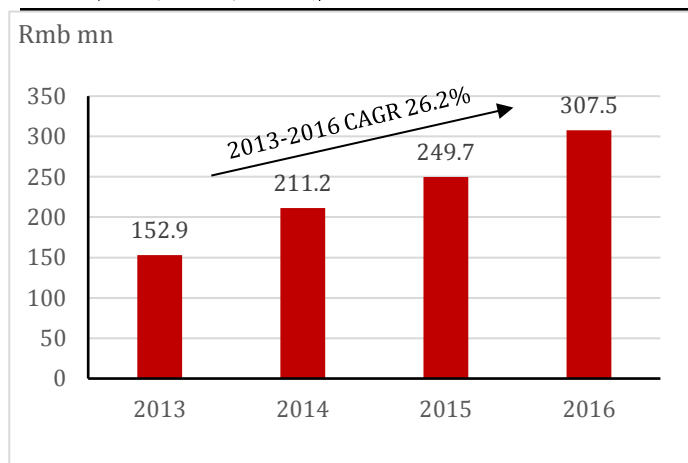
图 2：康臣药业的收入增长



来源：公司，招银国际研究

来源：公司，招银国际研究

图 3: 康臣药业的净利润增长



来源：公司，招银国际研究

图 4: 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	6.75	5,590	10.8	12.1	10.3	1.9	2.4	2.1	6.8	6.9	5.7	18.1	22.1	23.6
白云山	874	20.35	49,862	16.7	15.6	14.1	1.7	1.5	1.4	12.3	16.7	14.6	11.7	10.1	10.8
丽珠制药	1513	43.45	29,376	30.1	14.6	16.8	3.8	2.2	1.9	19.5	13.9	11.8	14.5	17.2	12.2
中国中药	570	4.49	19,897	14.8	14.1	11.9	1.2	1.3	1.2	9.1	9.5	8.1	8.5	9.5	10.6
神威药业	2877	7.12	5,888	11.1	10.8	11.0	1.2	0.9	0.9	4.4	1.9	1.7	10.8	8.0	7.6
培力控股	1498	3.42	847	28.3	16.9	15.2	2.0	1.4	N/A	14.2	N/A	N/A	7.0	N/A	N/A
平均				20.2	14.4	13.8	2.0	1.4	1.4	11.9	10.5	9.0	10.5	11.2	10.3

来源：彭博，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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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。