

康臣藥業(1681 HK)

上半年業績符合預期

- ❖ **1H18 業績符合預期。**總收入同比增長 13% 至人民幣 8.69 億元。康臣業務同比增長 16.5% 至人民幣 5.89 億元。玉林由於 5 月份老廠停產檢修影響，收入同比增長 6.1% 至人民幣 2.8 億元。由於玉林產品部分中藥材價格上漲，整體毛利率率下降 0.7ppt。目前公司已經開始存儲部分中藥材庫存以穩定成本。由於 2017 年上半年股息分紅稅影響，所得稅稅率從去年上半年 26% 下降至今年上半年 20%。因此淨利潤率上升 1.2ppt 至 25.2%，淨利潤增長 18.5% 至人民幣 2.19 億元。玉林增速放緩已在市場預期內，我們認為下半年的銷售增速將迎頭趕上，並預計部分管道庫存短缺將被補充。
- ❖ **康臣業務預計將維持中雙位數增長。**腎病藥物同比增長 15.7%，原因分為 1) 尿毒清顆粒升級甲類醫保後持續放量，2) 玉林 OTC 團隊協助分銷腎病藥物。我們預計 17-20 財年尿毒清顆粒有 11.6% 的複合年增長率。造影劑業務同比增長 3.7%，新產品方面，由於原輔料變動碘帕醇上市時間推遲到 2019 年，超聲微泡對比劑預計於 2020 年推出。對於婦兒藥物上半年銷售同比增長 15.1%，用於孕婦的新劑量產品將於 2018 年底投放市場。總體而言，我們預計康臣未來三年將維持中雙位數增長。
- ❖ **玉林管道庫存缺口預計下半年被補充。**玉林業務同比增長 6.1%，淨利潤增長 14.9%。我們看到骨科系列藥物增長了 33.1%，皮膚系列藥物增長了 4.6%。分銷覆蓋已經從 6 個省成功擴展到全國 31 個省，銷售團隊從最初的 100 人擴大到 600 人。部分產品實現了提價，例如正骨水價格從人民幣 2 元/12ml 提高到人民幣 5 元/12ml，預計將進一步提價，我們預計 1H18/FY18 銷售增長 30.1%/19.6%，受益於 1) 分銷管道覆蓋增加和銷售團隊擴張。2) 平均銷售價格上調，3) 目前玉林老廠產能已經擴充，預計大部分管道庫存缺口將在下半年補充。
- ❖ **財務狀況改善。**康臣上半年錄得經營現金淨流入人民幣 3.9 億元，同比增長 427.8%，主要由於 1) 公司實施了有效的應收賬款管理，應收賬款減少 13.4%，2) 由於玉林停產導致庫存減少 11.5%，3) 玉林於 18 年上半年錄得經營性現金淨流入人民幣 1.3 億元（17 上半年為負 7450 萬人民幣）。
- ❖ **2018E/19E 核心淨利潤下調 1.1%/1.9%。**我們將 2018E/19E 收入下調 0.9%/1.6%，以反映碘帕醇注射劑和超聲微泡造影劑推遲上市以及婦兒藥品銷售增長低於預期。2018E/19E 核心淨利潤分別下調 1.1%/1.9%。我們預計 2017-2020 年收入複合年增長率為 14.7%，核心淨利潤複合年增長率為 16%。
- ❖ **維持買入評級，新目標價 10.00 港元。**根據預測變動，我們更新了 DCF 模型，得出新目標價 10.00 港元。目前康臣估值為 18/19 財年預測市盈率 10.1x/8.7x（18 財年 PEG 為 0.63x）。我們的目標價對應 18/19 財年預測市盈率 16x/13.7x，潛在升幅 57.2%。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	1,223	1,660	1,904	2,184	2,507
核心淨利潤(百萬人民幣)	309	379	458	533	619
核心 EPS (人民幣)	0.32	0.44	0.53	0.61	0.71
EPS 變動 (%)	25.9	36.6	19.6	16.4	16.1
市盈率 (x)	16.6	12.2	10.2	8.7	7.5
市帳率 (x)	2.6	2.7	2.3	1.9	1.6
股息率 (%)	1.8	3.1	3.4	4.0	4.7
權益收益率 (%)	17.5	22.7	22.2	22.0	21.8
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際預測

買入 (維持)

目標價	HK\$10.00
(前目標價)	HK\$10.20
潛在升幅	+57.2%
當前股價	HK\$6.36

葛晶晶

電話：(852) 3761 8778

郵件：amyge@cmbi.com.hk

醫藥行業

市值(百萬港元)	5,565
3 個月平均流通(百萬)	41.7
52 周內高/低(港元)	9.75/ 5.38
總股本(百萬)	873.7

資料來源：彭博

股東結構

安鬱實和公司管理層	38.8%
景林投資	6.67%
流通股	54.53%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1 月	-15.4%	-12.2%
3 月	-38.7%	-29.6%
6 月	-37.5%	-28.5%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: KPMG

公司網站: www.chinaconsun.com

圖 1: 2017 年利潤表

	1H16	1H17	按年增長
	百萬人民幣	百萬人民幣	
康臣	506	589	16.5%
玉林	264	280	6.1%
總收入	769	869	13.0%
銷售成本	(187)	(217)	15.9%
毛利	582	652	12.0%
其他收益及虧損	7	2	-68.3%
銷售費用	(245)	(274)	11.9%
管理費用	(70)	(73)	4.2%
其他費用	(10)	0	-100.0%
經營利潤	264	308	16.5%
財務費用	(2)	(8)	N/A
非經營項目	6	(6)	N/A
聯營公司收入	0	0	N/A
稅前利潤	269	294	9.3%
所得稅	(70)	(59)	-16.0%
非控股權益	(14)	(16)	14.9%
淨利潤	185	219	18.5%
毛利率	75.7%	75.0%	-0.7%
經營利潤率	34.4%	35.4%	1.1%
淨利率	24.0%	25.2%	1.2%

來源：公司，招銀國際預測

圖 2: 預測改變

	2018			2019		
	舊	新	變動	舊	新	變動
康臣	1,203	1,186	-1.4%	1,372	1,339	-2.4%
腎科系列	903	912	1.1%	998	1,018	2.0%
影像系列	139	124	-10.8%	181	149	-17.9%
婦兒系列及其他	162	151	-7.0%	193	172	-10.5%
玉林	717	717	0.0%	845	845	0.0%
骨科系列	284	284	0.0%	350	350	0.0%
肝胆系列	248	248	0.0%	278	278	0.0%
皮膚系列	123	123	0.0%	145	145	0.0%
其他	62	62	0.0%	73	73	0.0%
總收入	1,920	1,904	-0.9%	2,217	2,184	-1.5%
銷售成本	(493)	(489)	-0.7%	(565)	(558)	-1.3%
毛利	1,427	1,414	-0.9%	1,652	1,626	-1.6%
其他收益及虧損	7	7	0.0%	8	8	0.0%
銷售費用	(603)	(598)	-0.8%	(702)	(692)	-1.4%
行政費用	(58)	(57)	-0.9%	(67)	(66)	-1.5%
其他費用	(58)	(57)	-0.9%	(67)	(66)	-1.5%
經營利潤	624	617	-1.0%	727	714	-1.8%
財務費用	0	0	N/A	0	0	N/A
非經營項目	5	5	N/A	10	11	N/A
聯營公司收入	0	0	N/A	0	0	N/A
稅前利潤	629	622	-1.0%	738	725	-1.7%
所得稅	(132)	(131)	-1.0%	(155)	(152)	-1.7%
非控股權益	(33)	(33)	0.0%	(39)	(39)	0.0%
核心淨利潤	463	458	-1.1%	544	533	-1.9%
毛利率	74.3%	74.3%	0.0%	74.5%	74.4%	-0.1%
經營利潤率	32.5%	32.4%	-0.1%	32.8%	32.7%	-0.1%
淨利率	24.1%	24.1%	-0.1%	24.5%	24.4%	-0.1%

來源：彭博，招銀國際預測

圖 3:同業估值

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)			股本回報率(%)		
				FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
康臣药业	1681	6.36	5,565	12.8	10.4	8.8	2.9	2.0	1.7	8.4	6.2	5.0	22.6	24.8	24.9
丽珠制药	1513	31.55	28,719	8.2	18.0	15.3	3.4	1.7	1.6	18.3	11.7	10.1	51.3	9.9	10.8
白云山	874	31.20	63,187	15.1	16.8	15.5	1.7	2.1	1.9	9.5	17.5	14.1	11.4	12.7	13.4
中国中药	570	6.16	31,021	13.1	17.4	14.4	1.2	1.7	1.6	8.0	11.0	9.0	9.7	10.5	11.5
神威药业	2877	11.58	9,577	11.0	13.8	11.4	0.9	1.4	1.3	2.3	6.2	4.5	7.9	10.1	11.6
			平均	11.9	16.5	14.1	1.8	1.7	1.6	9.5	11.6	9.4	20.1	10.8	11.8

來源：彭博，招銀國際預測

財務報表

利潤表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	1,223.5	1,660.2	1,903.5	2,184.3	2,507.5
腎科藥物	734.5	814.9	912.4	1,017.9	1,132.4
顯影劑	125.0	119.8	123.5	148.6	196.8
其他	86.6	126.5	150.5	172.3	193.4
玉林產品	277.6	599.7	717.1	845.5	984.8
銷售成本	(312.5)	(431.8)	(489.1)	(558.3)	(635.9)
毛利	911.0	1,228.4	1,414.4	1,626.0	1,871.6
其他收益	4.4	8.8	6.5	7.7	7.1
銷售費用	(374.4)	(540.3)	(598.5)	(692.3)	(788.6)
行政費用	(103.5)	(118.4)	(147.9)	(161.3)	(189.3)
研發開支	(38.2)	(45.1)	(57.1)	(65.5)	(75.2)
息稅前收益	399.4	533.4	617.4	714.4	825.6
應佔聯營公司利潤	3.9	-	-	-	-
淨財務收入 / (支出)	1.8	(11.3)	4.7	10.5	16.1
非經常性收入	(1.6)	22.9	-	-	-
稅前利潤	403.5	545.0	622.2	725.0	841.7
所得稅	(83.8)	(123.2)	(130.7)	(152.2)	(176.8)
非控制股東權益	(12.1)	(25.6)	(33.3)	(39.3)	(45.7)
淨利潤	307.5	396.2	458.2	533.5	619.2
核心淨利潤	308.8	378.5	458.2	533.5	619.2
息稅折攤前收益	430.0	597.9	648.8	746.8	859.7

資料來源：公司，招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	1,369.1	1,387.4	1,429.8	1,486.8	1,561.2
物業、廠房及設備	411.4	418.7	490.6	576.9	680.7
無形資產	489.6	460.2	430.8	401.4	372.0
商譽	320.6	320.6	320.6	320.6	320.6
其他非流動資產	147.3	187.8	187.8	187.8	187.8
流動資產	1,390.0	2,184.7	2,388.1	2,651.7	2,981.7
現金及現金等值物	672.7	989.6	1,121.0	1,242.8	1,416.7
應收貿易款項	576.3	995.1	1,046.9	1,157.7	1,278.8
存貨	141.0	200.0	220.1	251.3	286.2
其他流動資產	-	-	-	-	-
流動負債	546.7	970.2	876.6	869.5	867.3
銀行貸款	-	193.6	90.9	72.7	58.2
應付貿易賬款	483.3	679.7	688.8	699.9	712.2
其他流動負債	63.5	96.9	96.9	96.9	96.9
非流動負債	151.3	537.6	526.7	454.0	395.8
銀行貸款	-	374.5	363.6	290.9	232.7
其他非流動負債	151.3	163.2	163.2	163.2	163.2
淨資產總值	2,061.1	2,064.1	2,414.5	2,815.0	3,279.8
少數股東權益	300.6	317.5	350.8	390.0	435.7
股東權益	1,760.5	1,746.7	2,063.8	2,425.0	2,844.0

資料來源：公司，招銀國際預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬港元）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	399.4	533.4	617.4	714.4	825.6
折攤和攤銷	40.4	67.1	64.7	71.6	79.9
營運資金變動	46.4	(274.9)	(62.8)	(130.9)	(143.7)
稅務開支	(62.1)	(93.6)	(130.7)	(152.2)	(176.8)
其他	25.1	20.1	-	-	-
經營活動所得現金淨額	449.2	252.1	488.6	502.9	585.0
資本開支	(25.0)	(55.0)	(107.1)	(128.6)	(154.3)
收購子公司	134.0	-	-	-	-
其他	(17.1)	(5.1)	21.1	23.6	26.6
投資活動所得現金淨額	91.9	(60.0)	(86.0)	(104.9)	(127.7)
債務變化	-	594.6	(113.6)	(90.9)	(72.7)
發行新股	(81.1)	(505.7)	-	-	-
派息	(114.5)	(184.0)	(141.1)	(172.2)	(200.2)
收購非控股權益	-	-	-	-	-
利息開支	(162.7)	223.2	(16.4)	(13.1)	(10.5)
融資活動所得現金淨額	(358.3)	128.1	(271.1)	(276.2)	(283.4)
現金淨變動	182.7	320.2	131.5	121.7	173.9
年初現金及現金等值物	490.0	672.7	989.6	1,121.0	1,242.8
匯兌差額	-	(3.3)	-	-	-
年末現金及現金等值物	672.7	989.6	1,121.0	1,242.8	1,416.7

資料來源：公司，招銀國際預測

主要比率

資料來源：公司，招銀國際預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道三號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年[金融推廣]令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。