

康臣药业(1681 HK)

上半年业绩符合预期

- ❖ **1H18 业绩符合预期。**总收入同比增长 13%至人民币 8.69 亿元。康臣业务同比增长 16.5%至人民币 5.89 亿元。玉林由于 5 月份老厂停产检修影响，收入同比增长 6.1%至人民币 2.8 亿元。由于玉林产品部分中药材价格上涨，整体毛利率下降 0.7ppt。目前公司已经开始存储部分中药材库存以稳定成本。由于 2017 年上半年股息分红影响，所得税税率从去年上半年 26%下降至今年上半年 20%。因此净利润率上升 1.2ppt 至 25.2%，净利润增长 18.5%至人民币 2.19 亿元。玉林增速放缓已在市场预期内，我们认为下半年的销售增速将迎头赶上，并预计部分渠道库存短缺将被补充。
- ❖ **康臣业务预计将维持中双位数增长。**肾病药物同比增长 15.7%，原因分为 1) 尿毒清颗粒升级甲类医保后持续放量，2) 玉林 OTC 团队协助分销肾病药物。我们预计 17-20 财年尿毒清颗粒有 11.6%的复合年增长率。造影剂业务同比增长 3.7%，新产品方面，由于原辅料变动碘帕醇上市时间推迟到 2019 年，超声微泡对比剂预计于 2020 年推出。对于妇儿药物上半年销售同比增长 15.1%，用于孕妇的新剂量产品将于 2018 年底投放市场。总体而言，我们预计康臣未来三年将维持中双位数增长。
- ❖ **玉林渠道库存缺口预计下半年被补充。**玉林业务同比增长 6.1%，净利润增长 14.9%。我们看到骨科系列药物增长了 33.1%，皮肤系列药物增长了 4.6%。分销覆盖已经从 6 个省成功扩展到全国 31 个省，销售团队从最初的 100 人扩大到 600 人。部分产品实现了提价，例如正骨水价格从人民币 2 元/12ml 提高到人民币 5 元/12ml，预计将进一步提价，我们预计 1H18/FY18 销售增长 30.1%/19.6%，受益于 1) 分销渠道覆盖增加和销售团队扩张。2) 平均销售价格上调，3) 目前玉林老厂产能已经扩充，预计大部分渠道库存缺口将在下半年补充。
- ❖ **财务状况改善。**康臣上半年录得经营现金净流入人民币 3.9 亿元，同比增长 427.8%，主要由于 1) 公司实施了有效的应收账款管理，应收账款减少 13.4%，2) 由于玉林停产导致库存减少 11.5%，3) 玉林于 18 年上半年录得经营性现金净流入人民币 1.3 亿元（17 上半年为负 7450 万人民币）。
- ❖ **2018E/19E 核心净利润下调 1.1%/1.9%。**我们将 2018E/19E 收入下调 0.9%/1.6%，以反映碘帕醇注射剂和超声微泡造影剂推迟上市以及妇儿药品销售增长低于预期。2018E/19E 核心净利润分别下调 1.1%/1.9%。我们预计 2017-2020 年收入复合年增长率为 14.7%，核心净利润复合年增长率为 16%。
- ❖ **维持买入评级，新目标价 10.00 港元。**根据预测变动，我们更新了 DCF 模型，得出新目标价 10.00 港元。目前康臣估值为 18/19 财年预测市盈率 10.1x/8.7x（18 财年 PEG 为 0.63x）。我们的目标价对应 18/19 财年预测市盈率 16x/13.7x，潜在升幅 57.2%。

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	1,904	2,184	2,507
核心净利润(百万人民币)	309	379	458	533	619
核心 EPS (人民币)	0.32	0.44	0.53	0.61	0.71
EPS 变动 (%)	25.9	36.6	19.6	16.4	16.1
市盈率 (x)	16.6	12.2	10.2	8.7	7.5
市帐率 (x)	2.6	2.7	2.3	1.9	1.6
股息率 (%)	1.8	3.1	3.4	4.0	4.7
权益收益率 (%)	17.5	22.7	22.2	22.0	21.8
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\$10.00
(前目标价)	HK\$10.20)
潜在升幅	+19.9%
当前股价	HK\$8.51

葛晶晶

电话：(852) 3761 8778

邮件：amyge@cmbi.com.hk

医药行业

市值(百万港元)	5,565
3 个月平均流通(百万)	41.7
52 周内高/低(港元)	9.75/ 5.38
总股本(百万)	873.7

数据来源：彭博

股东结构

安郁宝和公司管理层	38.8%
景林投资	6.67%
流通股	54.53%

数据来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	-15.4%	-12.2%
3 月	-38.7%	-29.6%
6 月	-37.5%	-28.5%

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

图 1: 2017 年利润表

	1H17	1H18	按年增长
	百万人民币	百万人民币	
康臣	506	589	16.5%
玉林	264	280	6.1%
总收入	769	869	13.0%
销售成本	(187)	(217)	15.9%
毛利	582	652	12.0%
其他收益及亏损	7	2	-68.3%
销售费用	(245)	(274)	11.9%
其他费用	(10)	0	-100.0%
经营利润	264	308	16.5%
财务费用	(2)	(8)	N/A
非经营项目	6	(6)	N/A
联营公司收入	0	0	N/A
税前利润	269	294	9.3%
所得税	(70)	(59)	-16.0%
非控股权益	(14)	(16)	14.9%
净利润	185	219	18.5%
毛利率	75.7%	75.0%	-0.7%
经营利润率	34.4%	35.4%	1.1%
净利率	24.0%	25.2%	1.2%

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	1,203	1,186	-1.4%	1,372	1,339	-2.4%
肾科系列	903	912	1.1%	998	1,018	2.0%
影像系列	139	124	-10.8%	181	149	-17.9%
妇儿系列及其他	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%
皮肤系列	123	123	0.0%	145	145	0.0%
其他	62	62	0.0%	73	73	0.0%
总收入	1,920	1,904	-0.9%	2,217	2,184	-1.5%
销售成本	(493)	(489)	-0.7%	(565)	(558)	-1.3%
毛利	1,427	1,414	-0.9%	1,652	1,626	-1.6%
其他收益及亏损	7	7	0.0%	8	8	0.0%
销售费用	(603)	(598)	-0.8%	(702)	(692)	-1.4%
行政费用	(58)	(57)	-0.9%	(67)	(66)	-1.5%
其他费用	(58)	(57)	-0.9%	(67)	(66)	-1.5%
经营利润	624	617	-1.0%	727	714	-1.8%
财务费用	0	0	N/A	0	0	N/A
非经营项目	5	5	N/A	10	11	N/A
联营公司收入	0	0	N/A	0	0	N/A
税前利润	629	622	-1.0%	738	725	-1.7%
所得税	(132)	(131)	-1.0%	(155)	(152)	-1.7%
非控股权益	(33)	(33)	0.0%	(39)	(39)	0.0%
核心净利润	463	458	-1.1%	544	533	-1.9%
毛利率	74.3%	74.3%	+0.2ppt	74.5%	74.4%	+0.8ppt
经营利润率	32.5%	32.4%	+0.4ppt	32.8%	32.7%	+1.0ppt
净利率	24.1%	24.1%	+0.5ppt	24.5%	24.4%	+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）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	1,223.5	1,660.2	1,903.5	2,184.3	2,507.5
益赛普	734.5	814.9	912.4	1,017.9	1,132.4
特比澳	125.0	119.8	123.5	148.6	196.8
益比澳	86.6	126.5	150.5	172.3	193.4
糖尿病产品	277.6	599.7	717.1	845.5	984.8
销售成本	(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
销售费用	(374.4)	(540.3)	(598.5)	(692.3)	(788.6)
行政费用	(103.5)	(118.4)	(147.9)	(161.3)	(189.3)
研发开支	(38.2)	(45.1)	(57.1)	(65.5)	(75.2)
息税前收益	399.4	533.4	617.4	714.4	825.6
应占联营公司利润	3.9	-	-	-	-
净财务收入 / (支出)	1.8	(11.3)	4.7	10.5	16.1
非经常性收入	(1.6)	22.9	-	-	-
税前利润	403.5	545.0	622.2	725.0	841.7
所得税	(83.8)	(123.2)	(130.7)	(152.2)	(176.8)
非控制股东权益	(12.1)	(25.6)	(33.3)	(39.3)	(45.7)
净利润	307.5	396.2	458.2	533.5	619.2
核心净利润	308.8	378.5	458.2	533.5	619.2
息税折旧摊销前收益	430.0	597.9	648.8	746.8	859.7

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）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	1,369.1	1,387.4	1,429.8	1,486.8	1,561.2
物业、厂房及设备	411.4	418.7	490.6	576.9	680.7
无形资产	489.6	460.2	430.8	401.4	372.0
商誉	320.6	320.6	320.6	320.6	320.6
其他非流动资产	147.3	187.8	187.8	187.8	187.8
流动资产	1,390.0	2,184.7	2,388.1	2,651.7	2,981.7
现金及现金等值物	672.7	989.6	1,121.0	1,242.8	1,416.7
应收贸易款项	576.3	995.1	1,046.9	1,157.7	1,278.8
存货	141.0	200.0	220.1	251.3	286.2
其他流动资产	-	-	-	-	-
流动负债	546.7	970.2	876.6	869.5	867.3
银行贷款	-	193.6	90.9	72.7	58.2
应付贸易账款	483.3	679.7	688.8	699.9	712.2
其他流动负债	63.5	96.9	96.9	96.9	96.9
非流动负债	151.3	537.6	526.7	454.0	395.8
银行贷款	-	374.5	363.6	290.9	232.7
其他非流动负债	151.3	163.2	163.2	163.2	163.2
净资产总值	2,061.1	2,064.1	2,414.5	2,815.0	3,279.8
少数股东权益	300.6	317.5	350.8	390.0	435.7
股东权益	1,760.5	1,746.7	2,063.8	2,425.0	2,844.0

资料来源: 公司, 招银国际预测

现金流量表

年结：12月31日（百万港元）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	399.4	533.4	617.4	714.4	825.6
折摊和摊销	40.4	67.1	64.7	71.6	79.9
营运资金变动	46.4	(274.9)	(62.8)	(130.9)	(143.7)
税务开支	(62.1)	(93.6)	(130.7)	(152.2)	(176.8)
其他	25.1	20.1	-	-	-
经营活动所得现金净额	449.2	252.1	488.6	502.9	585.0
资本开支	(25.0)	(55.0)	(107.1)	(128.6)	(154.3)
收购子公司	134.0	-	-	-	-
其他	(17.1)	(5.1)	21.1	23.6	26.6
投资活动所得现金净额	91.9	(60.0)	(86.0)	(104.9)	(127.7)
债务变化	-	594.6	(113.6)	(90.9)	(72.7)
发行新股	(81.1)	(505.7)	-	-	-
派息	(114.5)	(184.0)	(141.1)	(172.2)	(200.2)
利息开支	(162.7)	223.2	(16.4)	(13.1)	(10.5)
融资活动所得现金净额	(358.3)	128.1	(271.1)	(276.2)	(283.4)
现金净变动	182.7	320.2	131.5	121.7	173.9
年初现金及现金等值物	490.0	672.7	989.6	1,121.0	1,242.8
汇兑差额	-	(3.3)	-	-	-
年末现金及现金等值物	672.7	989.6	1,121.0	1,242.8	1,416.7

资料来源: 公司，招银国际预测

主要比率

年结：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
益赛普	60.0	49.1	47.9	46.6	45.2
特比澳	10.2	7.2	6.5	6.8	7.8
益比澳	7.1	7.6	7.9	7.9	7.7
糖尿病产品	22.7	36.1	37.7	38.7	39.3
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	74.5	74.0	74.3	74.4	74.6
息税折摊前利润率	35.1	36.0	34.1	34.2	34.3
税前利润率	33.0	32.8	32.7	33.2	33.6
净利润率	25.1	23.9	24.1	24.4	24.7
核心净利润率	25.2	22.8	24.1	24.4	24.7
有效税率	20.8	22.6	21.0	21.0	21.0
增长 (%)					
收入	47.2	35.7	14.7	14.8	14.8
毛利	35.9	34.8	15.1	15.0	15.1
息税折摊前利润	40.1	39.0	8.5	15.1	15.1
经营利润	35.9	33.6	15.7	15.7	15.6
净利润	23.2	28.8	15.6	16.4	16.1
核心净利润	23.1	22.6	21.1	16.4	16.1
资产负债比率					
流动比率 (x)	2.5	2.3	2.7	3.0	3.4
平均应收账款周转天数	137.9	168.5	193.5	184.2	177.3
平均应付账款周转天数	69.8	62.7	54.7	54.5	54.6
平均存货周转天数	123.8	144.1	156.7	154.1	154.2
净负债 / 权益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回报率 (%)					
资本回报率	17.5	22.7	22.2	22.0	21.8
资产回报率	11.1	11.1	12.0	12.9	13.6
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.32	0.46	0.53	0.61	0.71
核心每股盈利(人民币)	0.32	0.44	0.53	0.61	0.71
每股股息(港元)	0.10	0.17	0.18	0.21	0.25
每股账面值(人民币)	2.02	2.00	2.37	2.78	3.26

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責任。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，请与我们联络。

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。