

康臣藥業(1681 HK)

2018年業績符合預期；估值偏低

- ❖ **2018 財年業績符合預期。**收入同比增長 11.1%至 18.44 億元（人民幣，下同），其中康臣藥業及玉林製藥分部分別增長 14.9%及 4.1%。銷售成本及行政開支比例分別下跌 2 個百分點至 30.5%，及 1.2 個百分點至 5.9%，主要歸因於與銷售業績相關的銷售花紅減少。淨利潤率上升 1.4 個百分點至 25.2%，淨利潤增加 17.4%至 4.65 億元。收入較我們預期低 3.1%，淨利潤則比我們的預測高出 1.6%。總體來說，2018 年業績符合預期。
- ❖ **康臣業務維持穩定增長。**腎病藥物銷售額同比增長 13.9%至 9.28 億元。我們預計，拳頭產品尿毒清顆粒將在 2018-21 年間保持 13%複合年增長受益於 OTC 市場及低端醫療市場滲透加大，及納入 2018 版國家基本藥物目錄未來基層醫療市場需求上升。醫用影像對比劑銷售額增長 6.9%至 1.28 億元，銷量上升 12%。因原臨床試驗原料過期，公司將重新遞交碘帕醇注射劑的臨床試驗申請，該產品預料遞延至 2021 年推出。婦兒藥物銷售穩健增長 18.2%，主要由於銷售模式由代理轉換為自營，以及行銷投入增加。我們相信康臣的業務在未來三年將繼續保持中雙位數增長，主要得益於核心產品被納入新版基本藥物目錄，以及市場管道拓展。
- ❖ **玉林業務放緩。**由於銷售隊伍重整和終端覆蓋的再梳理，玉林在 2018 年僅錄得 4.1%的增長，其中骨科系列藥物增長 11.5%、皮膚系列藥物增長 0.5%、肝膽藥物增長 8.5%。我們預計玉林業務將錄得保持高單位數增長。此外，公司正推進分拆玉林製藥到中國 A 股上市的研究及籌備工作。
- ❖ **營運資金狀況有所改善。**康臣於 2018 年錄得經營現金流入 7.5 億元，主要歸因於 1) 應收款項管理使得應收款項減少 11%，2) 存貨及應付款項保持穩定，及 3) 玉林製藥錄得淨經營現金流入達到 1.37 億元人民幣（相對 2017 年 5,650 萬的流出）。
- ❖ **2019E/20E 淨利潤下調 4.4%/ 7.3%。**我們將 2019E/20E 收入預測下調 7.1%/9.5%，以反映玉林差於預期的增長，以及碘帕醇注射劑和超聲微泡造影劑推遲上市。2019E/20E 淨利潤預測分別下調 4.4%/ 7.3%。我們預計 2019E/20E 的銷售增長率為 10%/12%，淨利潤增長率為 9.6%/12.5%。
- ❖ **維持買入，新目標價 8.40 港元；估值吸引。**我們根據最新的 DCF 模型推算至 2019 年，得出新目標價 8.40 港元。目前康臣估值為 2019 年預測市盈率 8.6 倍（中藥同業平均市盈率為 12.1 倍），估值相當吸引，股息收益率約為 4%。我們的目標價對應 2019 年市盈率 12.1 倍，潛在升幅 39.8%。

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\$8.40
（前目標價）	HK\$10.00
潛在升幅	+39.8%
當前股價	HK\$6.01

葛晶晶

電話：(852) 3761 8778

郵件：amyge@cmbi.com.hk

醫藥行業

市值(百萬港元)	5,260
3 個月平均流通(百萬)	7.11
52 周內高/低(港元)	9.75/ 4.18
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	43.15%
景林投資	2.48%
流通股	54.37%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1 月	4.5%	-1%
3 月	24.8%	9.6%
6 月	-1.6%	-9.6%

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: 2018 年利潤表

	1H17	1H18	按年增長	2017	2018	按年增長
	百萬人民幣	百萬人民幣		百萬人民幣	百萬人民幣	
康臣	506	589	16.5%	1,061	1,220	15.0%
玉林	264	280	6.1%	600	624	4.1%
總收入	769	869	13.0%	1,660	1,844	11.1%
銷售成本	(187)	(217)	15.9%	(432)	(460)	6.4%
毛利	582	652	12.0%	1,228	1,384	12.7%
其他收益及虧損	7	2	-68.3%	9	9	1.9%
銷售費用	(245)	(274)	11.9%	(540)	(562)	3.9%
管理費用	(70)	(73)	4.2%	(118)	(109)	-8.3%
其他費用	(10)	0	-100.0%	(45)	(68)	50.7%
經營利潤	264	308	16.5%	533	655	22.9%
財務費用	(2)	(8)	N/A	(11)	(16)	N/A
非經營項目	6	(6)	N/A	23	(22)	N/A
聯營公司收入	0	0	N/A	0	0	N/A
稅前利潤	269	294	9.3%	545	617	13.2%
所得稅	(70)	(59)	-16.0%	(123)	(119)	-3.2%
非控股權益	(14)	(16)	14.9%	(26)	(32)	25.6%
淨利潤	185	219	18.5%	396	465	17.4%

來源：公司，招銀國際預測

圖 2: 預測改變

	2019			2020		
	舊	新	變動	舊	新	變動
	百萬人民幣	百萬人民幣		百萬人民幣	百萬人民幣	
康臣	1,339	1,359	1.5%	1,523	1,551	1.8%
腎科系列	1,018	1,056	3.8%	1,132	1,196	5.6%
影像系列	149	145	-2.2%	197	166	-15.7%
婦兒系列及其他	172	157	-8.7%	193	188	-2.6%
玉林	845	670	-20.7%	985	720	-26.9%
骨科系列	350	277	-20.7%	422	307	-27.3%
肝胆系列	278	233	-16.0%	309	245	-20.8%
皮膚系列	145	117	-19.6%	169	123	-27.5%
其他	73	43	-40.9%	84	45	-46.4%
總收入	2,184	2,029	-7.1%	2,507	2,270	-9.5%
銷售成本	(558)	(513)	-8.1%	(636)	(574)	-9.7%
毛利	1,626	1,516	-6.8%	1,872	1,696	-9.4%
其他收益及虧損	8	9	20.7%	7	9	28.4%
銷售費用	(692)	(629)	-9.1%	(789)	(708)	-10.2%
行政費用	(66)	(71)	8.4%	(75)	(68)	-9.5%
其他費用	(66)	(71)	8.4%	(75)	(68)	-9.5%
經營利潤	714	678	-5.1%	826	759	-8.0%
財務費用	0	0	N/A	0	0	N/A
非經營項目	11	12	N/A	16	15	N/A
聯營公司收入	0	0	N/A	0	0	N/A
稅前利潤	725	690	-4.9%	842	774	-8.0%
所得稅	(152)	(148)	-2.6%	(177)	(166)	-5.8%
非控股權益	(39)	(31)	-20.7%	(46)	(33)	-26.9%
核心淨利潤	533	510	-4.4%	619	574	-7.3%
毛利率	74.4%	74.7%	0.3ppt	74.6%	74.7%	0.1ppt
經營利潤率	32.7%	33.4%	0.7ppt	32.9%	33.4%	0.5ppt
淨利率	24.4%	25.1%	0.7ppt	24.7%	25.3%	0.6ppt

來源：彭博，招銀國際預測

圖 3:同業估值

公司	代碼	股價 港元	市值 百萬港元	市盈率(x)			市賬率(x)			EV/EBITDA (x)			股本回報率(%)		
				FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
康臣藥業	1681	6.01	5,260	11.5	8.9	8.6	2.5	2.0	1.8	8.4	5.8	4.7	22.6	21.2	21.2
麗珠製藥	1513	28.75	27,002	8.2	16.0	14.1	3.4	1.6	1.4	17.2	11.9	10.2	51.3	9.7	10.4
白云山	874	33.60	71,946	15.1	12.8	14.3	1.7	2.1	1.9	9.5	17.2	14.9	11.4	16.0	13.9
中國中藥	570	4.79	24,121	13.1	13.3	11.5	1.2	1.3	1.2	8.0	8.7	7.1	9.7	10.3	11.0
神威藥業	2877	7.84	6,484	11.0	9.9	8.4	0.9	0.9	0.9	2.3	2.4	1.6	7.9	9.4	10.4
		1.78	441	383.5	N/A	N/A	1.4	N/A	N/A	26.9	N/A	N/A	0.4	N/A	N/A
			平均	86.2	13.0	12.1	1.7	1.5	1.4	12.8	10.1	8.4	16.1	11.4	11.4

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）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	1,660.2	1,844.0	2,028.9	2,270.4	2,563.4
腎科藥物	814.9	928.4	1,056.1	1,196.3	1,360.5
顯影劑	119.8	128.1	145.3	165.8	205.2
其他	110.3	130.0	157.3	188.4	223.9
玉林產品	599.7	624.4	670.1	719.8	773.7
銷售成本	(431.8)	(459.5)	(513.2)	(574.2)	(647.8)
毛利	1,228.4	1,384.4	1,515.7	1,696.1	1,915.5
其他收益	8.8	9.0	9.2	9.1	9.2
銷售費用	(540.3)	(561.5)	(629.2)	(708.0)	(810.1)
行政費用	(118.4)	(108.6)	(146.6)	(170.0)	(191.6)
研發開支	(45.1)	(67.9)	(71.0)	(68.1)	(76.9)
息稅前收益	533.4	655.3	678.1	759.2	846.1
應佔聯營公司利潤	-	-	-	-	-
淨財務收入 / (支出)	(11.3)	(16.2)	11.6	14.9	20.0
非經常性收入	22.9	(22.5)	-	-	-
稅前利潤	545.0	616.7	689.6	774.0	866.1
所得稅	(123.2)	(119.2)	(148.3)	(166.4)	(186.2)
非控制股東權益	(25.6)	(32.1)	(31.1)	(33.4)	(35.9)
淨利潤	396.2	465.4	510.3	574.2	644.0
核心淨利潤	378.5	483.5	510.3	574.2	644.0
息稅折攤前收益	597.9	672.9	727.2	817.7	914.8

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）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	1,387.4	1,500.9	1,620.7	1,728.7	1,854.9
物業、廠房及設備	418.7	579.0	728.2	865.7	1,021.3
無形資產	460.2	430.8	401.4	372.0	342.6
商譽	320.6	320.6	320.6	320.6	320.6
其他非流動資產	187.8	170.5	170.5	170.5	170.5
流動資產	2,184.7	2,396.2	2,504.0	2,751.9	3,047.2
現金及現金等值物	989.6	1,269.7	1,197.7	1,335.6	1,499.6
應收貿易款項	995.1	916.1	1,075.3	1,157.9	1,256.0
存貨	200.0	210.3	230.9	258.4	291.5
其他流動資產	-	-	-	-	-
流動負債	970.2	999.2	866.5	861.7	861.8
銀行貸款	193.6	147.2	72.7	58.2	46.5
應付貿易賬款	679.7	750.8	692.7	702.4	714.1
其他流動負債	96.9	101.1	101.1	101.1	101.1
非流動負債	537.6	400.9	446.4	388.2	341.7
銀行貸款	374.5	245.3	290.9	232.7	186.2
其他非流動負債	163.2	155.5	155.5	155.5	155.5
淨資產總值	2,064.1	2,497.0	2,811.7	3,230.7	3,698.6
少數股東權益	317.5	339.8	370.9	404.3	440.2
股東權益	1,746.7	2,157.2	2,440.8	2,826.4	3,258.4

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）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息稅前收益	533.4	655.3	678.1	759.2	846.1
折攤和攤銷	67.1	72.2	80.2	91.9	104.6
營運資金變動	(274.9)	139.8	(238.0)	(100.3)	(119.6)
稅務開支	(93.6)	(119.2)	(148.3)	(166.4)	(186.2)
其他	20.1	6.2	-	-	(0.0)
經營活動所得現金淨額	252.1	754.2	372.0	584.4	644.9
資本開支	(55.0)	(192.1)	(200.0)	(200.0)	(230.8)
收購子公司	-	-	-	-	-
其他	(5.1)	11.3	24.7	25.3	28.4
投資活動所得現金淨額	(60.0)	(180.8)	(175.3)	(174.7)	(202.4)
債務變化	594.6	(113.6)	(90.9)	(72.7)	(58.2)
發行新股	(505.7)	(4.8)	61.9	-	-
派息	(184.0)	(68.9)	(226.7)	(188.7)	(212.0)
收購非控股權益	-	-	-	-	-
利息開支	223.2	(105.1)	(13.1)	(10.5)	(8.4)
融資活動所得現金淨額	128.1	(292.4)	(268.7)	(271.9)	(278.5)
現金淨變動	320.2	281.0	(72.0)	137.9	164.0
年初現金及現金等值物	672.7	989.6	1,269.7	1,197.7	1,335.6
匯兌差額	(3.3)	(0.8)	-	-	-
年末現金及現金等值物	989.6	1,269.7	1,197.7	1,335.6	1,499.6

資料來源：公司，招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合 (%)					
腎科藥物	49.1	50.3	52.1	52.7	53.1
顯影劑	7.2	6.9	7.2	7.3	8.0
其他	6.6	7.0	7.8	8.3	8.7
玉林產品	36.1	33.9	33.0	31.7	30.2
總額	99.0	98.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	74.0	75.1	74.7	74.7	74.7
息稅折攤前利潤率	36.0	36.5	35.8	36.0	35.7
稅前利率	32.8	33.4	34.0	34.1	33.8
淨利潤率	23.9	25.2	25.1	25.3	25.1
核心淨利潤率	22.8	26.2	25.1	25.3	25.1
有效稅率	22.6	19.3	21.5	21.5	21.5
增長 (%)					
收入	35.7	11.1	10.0	11.9	12.9
毛利	34.8	12.7	9.5	11.9	12.9
息稅折攤前利潤	39.0	12.5	8.1	12.5	11.9
經營利潤	33.6	22.9	3.5	12.0	11.5
淨利潤	28.8	17.4	9.6	12.5	12.1
核心淨利潤	22.6	27.7	5.5	12.5	12.1
資產負債比率					
流動比率 (x)	2.3	2.4	2.9	3.2	3.5
平均應收賬款周轉天數	168.5	196.6	188.0	179.5	171.9
平均應付帳款周轉天數	62.7	56.3	55.1	55.0	54.8
平均存貨周轉天數	144.1	162.9	156.9	155.5	154.9
淨負債 / 權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	22.7	21.6	20.9	20.3	19.8
資產回報率	11.1	11.9	12.4	12.8	13.1
每股數據					
每股盈利 (人民幣)	0.46	0.54	0.59	0.66	0.74
核心每股盈利 (人民幣)	0.44	0.57	0.59	0.66	0.74
每股股息 (港元)	0.17	0.20	0.20	0.23	0.26
每股帳面值 (人民幣)	2.00	2.47	2.80	3.24	3.74

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責任。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。