

# 康臣藥業(1681 HK)

## 玉林製藥仍是增長動力

❖ **2017年業績基本符合預期。**公司收入同比增長35.7%至16.6億人民幣，核心淨利潤（不包括匯兌淨收入）同比增長22.6%至3.78億人民幣。收入比我們和市場預測低0.7%/0.9%，核心淨利潤比我們和市場的預測低7.0%/5.5%。核心淨利潤增速低於收入增速主要是由於實際稅率增加所致，即股息預提稅撥備增加及淨財務利息收入減少所致。儘管如此，我們認為公司運營情況基本符合預期。毛利率下降0.5個百分點至74.0%，核心淨利率下降2.4個百分點，主要由於玉林製藥業務合併報表，玉林製藥的經營費用高且利潤率較低。

❖ **預計康臣各業務板塊將錄得穩定增長。**2017年公司腎病產品收入同比增長11%，醫用成像對比劑收入同比下降4.2%。（1）腎病產品方面，尿毒清顆粒（UCG）自升級成國家醫保目錄甲類藥品後，該產品的市場份額從2016年24%躍升至2017年的27%。我們相信尿毒清顆粒可以繼續保持穩定增長，提高其滲透率並獲取更多市場份額。（2）醫用成像對比劑方面，2017年上半年釔噴酸葡甲胺（GD）注射液於廣東省招標失敗，然而2017年下半年該產品又重新中標，我們預計該產品將繼續錄得穩定增長。未來醫用成像對比劑的增長潛力主要來自新產品-碘帕醇注射液和超聲微泡造影劑，預計這兩款產品將分別於2018年和2019年上市。（3）對於女性和兒童藥品業務，2017年收入同比增長46.0%，該業務板塊為公司添加了增長動力。借助玉林製藥OTC產品分銷網路的勢力，管理層有信心婦幼藥品業務增長勢頭可以持續。總的來說，我們預計康臣未來三年仍能保持中雙位數的增速。

❖ **玉林製藥通過提高滲透率和平均售價來實現增長。**2017年玉林製藥錄得內生增速23.0%，骨科藥品同比增長33.6%，皮膚科藥品同比增長13.3%，肝膽藥品同比增長24.4%。儘管分銷網路遍佈全國，但管理層透露，玉林製藥收入主要來自5-6個省份，其中包括廣東（約1.5億人民幣），廣西（約6000萬人民幣），四川（約4000萬人民幣）和河南（約4000萬人民幣）為主要市場。管理層將在其他省份進行更多的市場推廣，以增加市場份額。此外，管理層指出，玉林製藥的產品價格不合理：正骨水，1980年代售價為2.8元，2016年部分零售店的售價仍為2.8元。玉林製藥產品平均售價上升至合理水準是也業務增長的另一個方向。管理層相信玉林製藥未來三年可以實現20%以上的收入增長。

### 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 | 1,920 | 2,217 | 2,549 |
| 核心淨利潤(百萬人民幣) | 309   | 379   | 463   | 544   | 632   |
| 核心EPS(人民幣)   | 0.32  | 0.44  | 0.53  | 0.62  | 0.72  |
| EPS變動(%)     | 25.9  | 36.6  | 20.9  | 17.3  | 16.2  |
| 市盈率(x)       | 22.2  | 16.3  | 13.4  | 11.5  | 9.9   |
| 市帳率(x)       | 3.5   | 3.6   | 3.0   | 2.6   | 2.2   |
| 股息率(%)       | 1.3   | 2.3   | 2.6   | 3.1   | 3.5   |
| 權益收益率(%)     | 17.5  | 22.7  | 22.4  | 22.3  | 22.1  |
| 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\$10.20 |
| （前目標價） | HK\$8.60  |
| 潛在升幅   | +19.9%    |
| 當前股價   | HK\$8.51  |

### 吳永泰, CFA

電話：(852) 3761 8780

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

### 葛晶晶

電話：(852) 3761 8778

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

### 醫藥行業

|             |           |
|-------------|-----------|
| 市值(百萬港元)    | 7,435     |
| 3個月平均流通(百萬) | 16.4      |
| 52周內高/低(港元) | 9.49/4.31 |
| 總股本(百萬)     | 873.7     |

資料來源：彭博

### 股東結構

|           |        |
|-----------|--------|
| 安鬱寶和公司管理層 | 41.07% |
| 遠東宏信      | 9.24%  |
| 景林投資      | 6.67%  |
| 流通股       | 43.02% |

資料來源：彭博

### 股價表現

|    | 絕對回報  | 相對回報  |
|----|-------|-------|
| 1月 | 4.7%  | 3.2%  |
| 3月 | 29.4% | 19.9% |
| 6月 | 37.5% | 22.2% |

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](http://www.chinaconsun.com)

❖ **應收賬款高企成為新常態。**截至 2017 年底，應收賬款激增 72.7%，因此，儘管核心淨利潤增長 22.6%，但經營性現金流同比下降 32.3% 至 3.47 億人民幣。管理層解釋，應收賬款激增主要是由於（1）業務的正常擴張，及（2）“兩票制”實施後經銷商和醫院延期付款。管理層預計應收賬款周轉天數將維持在現有水準，預計不會進一步惡化。

❖ **上調 2018/19 年核心淨利潤 0.9%/2.9%。**我們分別下調了公司 2018/19 年收入預測 1.1%/0.6%，以反映公司業務近期增長情況。同時，我們上調了 2018/19 年毛利率 0.2ppt/2.8ppt，以反映玉林產品平均售價提高的潛在影響。經營利潤率分別上調了 0.4ppt/1.0ppt，以反映玉林製藥經營效率的提升。整體而言，公司核心淨利潤上調了 0.9%/2.9%。我們預計公司核心淨利潤 2017-2020 年複合增速達 18.6%。

❖ **維持買入評級，最新目標價 10.20 港元。**康臣收入和盈利有較高的預見性，玉林製藥擁有較大增長潛力，康臣是香港上市藥企中被低估的中成藥製造商之一。隨著玉林業務的發展壯大，我們相信市場將會發現公司的亮點。我們將目標價從 8.60 港元上調至 10.20 港元，以反映我們最新的盈利預測及公司在研管線產品潛力。目前，康臣市場估值為 2018/19 年 13.4 倍/11.5 倍預測市盈率，我們的目標價對應著 16.1 倍/13.7 倍 2018/19 年預測市盈率，較當前股價仍有 19.9% 的上浮空間。

圖 1: 2017 年利潤表

|              | 1H16       | 1H17       | 按年增長         | 2016         | 2017         | 按年增長         | 2017E        | 差距           |
|--------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|              | 百萬元人民幣     | 百萬元人民幣     |              | 百萬元人民幣       | 百萬元人民幣       |              | 百萬元人民幣       |              |
| 康臣           | 494        | 556        | 12.4%        | 946          | 1,061        | 12.2%        | 1,086        | -2.3%        |
| 腎科系列         | 386        | 431        | 11.7%        | 734          | 815          | 11.0%        | 830          | -1.8%        |
| 影像系列         | 58         | 61         | 3.9%         | 125          | 120          | -4.2%        | 126          | -5.1%        |
| 婦兒系列及其他      | 50         | 64         | 27.6%        | 87           | 126          | 46.0%        | 130          | -2.7%        |
| 玉林           | 278        | 336        | 21.0%        | 278          | 600          | 116.0%       | 587          | 2.2%         |
| 骨科系列         | 116        | 158        | 36.4%        | 168          | 224          | 33.6%        | 165          | 35.8%        |
| 肝膽系列         | 36         | 41         | 12.9%        | 82           | 103          | 24.4%        | 109          | -6.2%        |
| 皮膚系列         | 117        | 130        | 11.5%        | 195          | 221          | 13.3%        | 239          | -7.4%        |
| 其他           | 8          | 6          | -21.4%       | 42           | 52           | 23.4%        | 74           | -29.6%       |
| <b>總收入</b>   | <b>772</b> | <b>891</b> | <b>15.5%</b> | <b>1,223</b> | <b>1,660</b> | <b>35.7%</b> | <b>1,673</b> | <b>-0.7%</b> |
| 銷售成本         | (217)      | (245)      | 12.5%        | (312)        | (432)        | 38.2%        | (422)        | 2.2%         |
| <b>毛利</b>    | <b>554</b> | <b>646</b> | <b>16.6%</b> | <b>911</b>   | <b>1,228</b> | <b>34.8%</b> | <b>1,250</b> | <b>-1.7%</b> |
| 其他收益及虧損      | 3          | 2          | -27.5%       | 4            | 9            | 100.2%       | 5            | 72.5%        |
| 銷售費用         | (299)      | (344)      | 15.3%        | (478)        | (659)        | 37.8%        | (652)        | 1.0%         |
| 其他費用         | (32)       | (35)       | 7.5%         | (38)         | (45)         | 18.1%        | (59)         | -23.0%       |
| <b>經營利潤</b>  | <b>226</b> | <b>269</b> | <b>19.1%</b> | <b>399</b>   | <b>533</b>   | <b>33.6%</b> | <b>545</b>   | <b>-2.1%</b> |
| 財務費用         | 0          | (10)       | N/A          | 2            | (11)         | N/A          | 3            | N/A          |
| 非經營項目        | (1)        | 17         | N/A          | (2)          | 23           | N/A          | 0            | N/A          |
| 聯營公司收入       | 0          | 0          | N/A          | 4            | 0            | -100.0%      | 0            | N/A          |
| 稅前利潤         | 225        | 276        | 22.5%        | 403          | 545          | 35.1%        | 548          | -0.6%        |
| 所得稅          | (51)       | (53)       | 4.2%         | (84)         | (123)        | 47.0%        | (114)        | 8.2%         |
| 非控股權益        | (12)       | (11)       | -6.2%        | (12)         | (26)         | 110.8%       | (27)         | -6.1%        |
| <b>淨利潤</b>   | <b>162</b> | <b>211</b> | <b>30.4%</b> | <b>308</b>   | <b>396</b>   | <b>28.8%</b> | <b>407</b>   | <b>-2.7%</b> |
| <b>核心淨利潤</b> | <b>163</b> | <b>198</b> | <b>21.8%</b> | <b>309</b>   | <b>379</b>   | <b>22.6%</b> | <b>407</b>   | <b>-7.0%</b> |
| 毛利率          | 71.8%      | 72.5%      | 0.7%         | 74.5%        | 74.0%        | -0.5%        | 74.7%        | -0.8%        |
| 經營利潤率        | 29.3%      | 30.2%      | 0.9%         | 32.6%        | 32.1%        | -0.5%        | 32.6%        | -0.4%        |
| 淨利率          | 21.1%      | 22.3%      | 1.2%         | 25.2%        | 22.8%        | -2.4%        | 24.3%        | -1.5%        |

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      | 1,250 | 1,203 | -3.8%   | 1,432 | 1,372 | -4.2%   |
| 腎科系列    | 931   | 903   | -3.1%   | 1,040 | 998   | -4.1%   |
| 影像系列    | 150   | 139   | -7.5%   | 189   | 181   | -4.2%   |
| 婦兒系列及其他 | 169   | 162   | -4.2%   | 203   | 193   | -5.0%   |
| 玉林      | 691   | 717   | 3.8%    | 799   | 845   | 5.8%    |
| 骨科系列    | 201   | 284   | 41.1%   | 238   | 350   | 47.1%   |
| 肝膽系列    | 278   | 248   | -10.8%  | 319   | 278   | -12.9%  |
| 皮膚系列    | 135   | 123   | -9.1%   | 162   | 145   | -10.4%  |
| 其他      | 76    | 62    | -18.8%  | 80    | 73    | -9.5%   |
| 總收入     | 1,941 | 1,920 | -1.1%   | 2,232 | 2,217 | -0.6%   |
| 銷售成本    | (501) | (493) | -1.7%   | (588) | (565) | -3.8%   |
| 毛利      | 1,440 | 1,427 | -0.9%   | 1,644 | 1,652 | 0.5%    |
| 其他收益及虧損 | 5     | 7     | 37.4%   | 5     | 8     | 55.6%   |
| 銷售費用    | (582) | (603) | 3.7%    | (660) | (702) | 6.4%    |
| 行政費用    | (68)  | (58)  | -15.2%  | (78)  | (67)  | -14.8%  |
| 研發費用    | (68)  | (58)  | -15.2%  | (78)  | (67)  | -14.8%  |
| 經營利潤    | 624   | 624   | 0.0%    | 710   | 727   | 2.4%    |
| 財務費用    | 0     | 0     | N/A     | 0     | 0     | N/A     |
| 非經營項目   | (4)   | 5     | N/A     | 3     | 10    | N/A     |
| 聯營公司收入  | 0     | 0     | N/A     | 0     | 0     | N/A     |
| 稅前利潤    | 620   | 629   | 1.4%    | 713   | 738   | 3.4%    |
| 所得稅     | (129) | (132) | 2.5%    | (148) | (155) | 4.6%    |
| 非控股權益   | (32)  | (33)  | 3.8%    | (37)  | (39)  | 5.8%    |
| 核心淨利潤   | 459   | 463   | 0.9%    | 528   | 544   | 2.9%    |
|         |       |       |         |       |       |         |
| 毛利率     | 74.2% | 74.3% | +0.2ppt | 73.7% | 74.5% | +0.8ppt |
| 經營利潤率   | 32.1% | 32.5% | +0.4ppt | 31.8% | 32.8% | +1.0ppt |
| 淨利率     | 23.7% | 24.1% | +0.5ppt | 23.7% | 24.5% | +0.8ppt |

來源：彭博，招銀國際預測

圖 3: 同業估值

| 公司   | 代碼   | 股價<br>港元 | 市值<br>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 | 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  |
| 麗珠製藥 | 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  |
| 白雲山  | 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  |
| 中國中藥 | 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  |
| 神威藥業 | 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  |

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          |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>收入</b>        | <b>1,223.5</b> | <b>1,660.2</b> | <b>1,920.1</b> | <b>2,217.5</b> | <b>2,549.0</b> |
| 腎科藥物             | 734.5          | 814.9          | 902.6          | 998.3          | 1,102.9        |
| 顯影劑              | 125.0          | 119.8          | 138.5          | 181.1          | 240.7          |
| 其他               | 86.6           | 126.5          | 161.9          | 192.6          | 220.6          |
| 玉林產品             | 277.6          | 599.7          | 717.1          | 845.5          | 984.8          |
| 銷售成本             | (312.5)        | (431.8)        | (492.6)        | (565.5)        | (644.9)        |
| <b>毛利</b>        | <b>911.0</b>   | <b>1,228.4</b> | <b>1,427.4</b> | <b>1,652.0</b> | <b>1,904.1</b> |
| 其他收益             | 4.4            | 8.8            | 6.5            | 7.7            | 7.1            |
| 銷售費用             | (374.4)        | (540.3)        | (603.3)        | (702.1)        | (800.7)        |
| 行政費用             | (103.5)        | (118.4)        | (149.1)        | (163.6)        | (192.2)        |
| 研發開支             | (38.2)         | (45.1)         | (57.6)         | (66.5)         | (76.5)         |
| <b>息稅前收益</b>     | <b>399.4</b>   | <b>533.4</b>   | <b>623.9</b>   | <b>727.4</b>   | <b>841.7</b>   |
| 應佔聯營公司利潤         | 3.9            | -              | -              | -              | -              |
| 淨財務收入 / (支出)     | 1.8            | (11.3)         | 4.7            | 10.4           | 16.0           |
| 非經常性收入           | (1.6)          | 22.9           | -              | -              | -              |
| <b>稅前利潤</b>      | <b>403.5</b>   | <b>545.0</b>   | <b>628.6</b>   | <b>737.8</b>   | <b>857.7</b>   |
| 所得稅              | (83.8)         | (123.2)        | (132.0)        | (154.9)        | (180.1)        |
| 非控制股東權益          | (12.1)         | (25.6)         | (33.3)         | (39.3)         | (45.7)         |
| 淨利潤              | 307.5          | 396.2          | 463.3          | 543.6          | 631.9          |
| <b>核心淨利潤</b>     | <b>308.8</b>   | <b>378.5</b>   | <b>463.3</b>   | <b>543.6</b>   | <b>631.9</b>   |
| <b>息稅折攤前收益</b>   | <b>430.0</b>   | <b>597.9</b>   | <b>655.3</b>   | <b>759.7</b>   | <b>875.9</b>   |

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          |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>非流動資產</b>     | <b>1,369.1</b> | <b>1,387.4</b> | <b>1,429.8</b> | <b>1,486.8</b> | <b>1,561.2</b> |
| 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          |
| <b>流動資產</b>      | <b>1,390.0</b> | <b>2,184.7</b> | <b>2,392.9</b> | <b>2,664.7</b> | <b>3,003.7</b> |
| 現金及現金等值物         | 672.7          | 989.6          | 1,115.2        | 1,235.0        | 1,413.5        |
| 應收貿易款項           | 576.3          | 995.1          | 1,056.0        | 1,175.3        | 1,300.0        |
| 存貨               | 141.0          | 200.0          | 221.7          | 254.5          | 290.2          |
| 其他流動資產           | -              | -              | -              | -              | -              |
| <b>流動負債</b>      | <b>546.7</b>   | <b>970.2</b>   | <b>877.2</b>   | <b>870.6</b>   | <b>868.7</b>   |
| 銀行貸款             | -              | 193.6          | 90.9           | 72.7           | 58.2           |
| 應付貿易賬款           | 483.3          | 679.7          | 689.4          | 701.0          | 713.6          |
| 其他流動負債           | 63.5           | 96.9           | 96.9           | 96.9           | 96.9           |
| <b>非流動負債</b>     | <b>151.3</b>   | <b>537.6</b>   | <b>526.7</b>   | <b>454.0</b>   | <b>395.8</b>   |
| 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          |
| <b>淨資產總值</b>     | <b>2,061.1</b> | <b>2,064.1</b> | <b>2,418.8</b> | <b>2,826.9</b> | <b>3,300.3</b> |
| <b>少數股東權益</b>    | <b>300.6</b>   | <b>317.5</b>   | <b>350.8</b>   | <b>390.0</b>   | <b>435.7</b>   |
| <b>股東權益</b>      | <b>1,760.5</b> | <b>1,746.7</b> | <b>2,068.1</b> | <b>2,436.9</b> | <b>2,864.6</b> |

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          |
|-------------------|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>息稅前收益</b>      | <b>399.4</b>   | <b>533.4</b>  | <b>623.9</b>   | <b>727.4</b>   | <b>841.7</b>   |
| 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)       | (73.0)         | (140.4)        | (147.8)        |
| 稅務開支              | (62.1)         | (123.2)       | (132.0)        | (154.9)        | (180.1)        |
| 其他                | 25.1           | 20.1          | -              | -              | -              |
| <b>經營活動所得現金淨額</b> | <b>449.2</b>   | <b>222.6</b>  | <b>483.6</b>   | <b>503.7</b>   | <b>593.7</b>   |
| 資本開支              | (25.0)         | (43.1)        | (107.1)        | (128.6)        | (154.3)        |
| 收購子公司             | 134.0          | -             | -              | -              | -              |
| 其他                | (17.1)         | 3.4           | 21.0           | 23.5           | 26.5           |
| <b>投資活動所得現金淨額</b> | <b>91.9</b>    | <b>(39.7)</b> | <b>(86.1)</b>  | <b>(105.1)</b> | <b>(127.8)</b> |
| 債務變化              | -              | 545.9         | (113.6)        | (90.9)         | (72.7)         |
| 發行新股              | (81.1)         | (221.3)       | -              | -              | -              |
| 派息                | (114.5)        | (175.9)       | (141.9)        | (174.8)        | (204.2)        |
| 收購非控股權益           | -              | -             | -              | -              | -              |
| 利息開支              | (162.7)        | (14.8)        | (16.4)         | (13.1)         | (10.5)         |
| <b>融資活動所得現金淨額</b> | <b>(358.3)</b> | <b>134.0</b>  | <b>(271.9)</b> | <b>(278.8)</b> | <b>(287.4)</b> |
| <b>現金淨變動</b>      | <b>182.7</b>   | <b>316.9</b>  | <b>125.6</b>   | <b>119.8</b>   | <b>178.5</b>   |
| 年初現金及現金等值物        | 490.0          | 672.7         | 989.6          | 1,115.2        | 1,235.0        |
| <b>年末現金及現金等值物</b> | <b>672.7</b>   | <b>989.6</b>  | <b>1,115.2</b> | <b>1,235.0</b> | <b>1,413.5</b> |

資料來源：公司，招銀國際預測

## 主要比率

| 年結：12月31日         | FY16A        | FY17A        | FY18E        | FY19E        | FY20E        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>銷售組合 (%)</b>   |              |              |              |              |              |
| 腎科藥物              | 60.0         | 49.1         | 47.0         | 45.0         | 43.3         |
| 顯影劑               | 10.2         | 7.2          | 7.2          | 8.2          | 9.4          |
| 其他                | 7.1          | 7.6          | 8.4          | 8.7          | 8.7          |
| 玉林產品              | 22.7         | 36.1         | 37.3         | 38.1         | 38.6         |
| <b>總額</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               | 74.5         | 74.0         | 74.3         | 74.5         | 74.7         |
| 息稅折攤前利潤率          | 35.1         | 36.0         | 34.1         | 34.3         | 34.4         |
| 稅前利潤率             | 33.0         | 32.8         | 32.7         | 33.3         | 33.7         |
| 淨利潤率              | 25.1         | 23.9         | 24.1         | 24.5         | 24.8         |
| 核心淨利潤率            | 25.2         | 22.8         | 24.1         | 24.5         | 24.8         |
| 有效稅率              | 20.8         | 22.6         | 21.0         | 21.0         | 21.0         |
| <b>增長 (%)</b>     |              |              |              |              |              |
| 收入                | 47.2         | 35.7         | 15.6         | 15.5         | 15.0         |
| 毛利                | 35.9         | 34.8         | 16.2         | 15.7         | 15.3         |
| 息稅折攤前利潤           | 40.1         | 39.0         | 9.6          | 15.9         | 15.3         |
| 經營利潤              | 35.9         | 33.6         | 17.0         | 16.6         | 15.7         |
| 淨利潤               | 23.2         | 28.8         | 16.9         | 17.3         | 16.2         |
| 核心淨利潤             | 23.1         | 22.6         | 22.4         | 17.3         | 16.2         |
| <b>資產負債比率</b>     |              |              |              |              |              |
| 流動比率 (x)          | 2.5          | 2.3          | 2.7          | 3.1          | 3.5          |
| 平均應收賬款周轉天數        | 137.9        | 168.5        | 192.7        | 183.6        | 177.2        |
| 平均應付賬款周轉天數        | 69.8         | 62.7         | 54.5         | 54.4         | 54.5         |
| 平均存貨周轉天數          | 123.8        | 144.1        | 156.2        | 153.7        | 154.1        |
| 淨負債 / 權益比率 (%)    | 淨現金          | 淨現金          | 淨現金          | 淨現金          | 淨現金          |
| <b>回報率 (%)</b>    |              |              |              |              |              |
| 資本回報率             | 17.5         | 22.7         | 22.4         | 22.3         | 22.1         |
| 資產回報率             | 11.1         | 11.1         | 12.1         | 13.1         | 13.8         |
| <b>每股數據</b>       |              |              |              |              |              |
| 每股盈利 (人民幣)        | 0.32         | 0.46         | 0.53         | 0.62         | 0.72         |
| 核心每股盈利 (人民幣)      | 0.32         | 0.44         | 0.53         | 0.62         | 0.72         |
| 每股股息 (港元)         | 0.10         | 0.17         | 0.19         | 0.22         | 0.25         |
| 每股帳面值 (人民幣)       | 2.02         | 2.00         | 2.37         | 2.80         | 3.29         |

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  | : 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%       |
| 持有  | : 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間 |
| 賣出  | : 股價於未來 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。