

康臣藥業(1681 HK)

傳統品牌復蘇

- ❖ **公司上半年業績簡述。**2017 上半年公司收入同比增長 70.3%至 7.69 億人民幣，主要受益於玉林製藥的收入並表。剔除玉林並表的影響，公司內生增長為 11.9%，而玉林製藥的內生增長為 25.5%。公司毛利率從 2016 上半年的 79% 下降到 2017 上半年的 75.5%，主要受玉林製藥業務毛利率較低影響。公司分銷費用同比增長 79.4%，主要是由於公司上半年增加了學術推廣活動以及合併了玉林製藥的分銷費用。公司淨利潤同比增長 27.1%至 1.84 億人民幣。
- ❖ **公司旗艦產品尿毒清顆粒預計維持穩定增長。**公司尿毒清顆粒於 1998 年上市，主要用於治療慢性腎病，該產品於國內治療慢性腎病的口服中成藥市場一直處於領先地位，且在最新的國家醫保目錄中該產品從醫保乙類升級為醫保甲類。由於該產品已經非常成熟，公司管理層認為尿毒清顆粒未來將維持一個較為穩定的增速，我們認為尿毒清顆粒將會保持高於行業低雙位數的增速。
- ❖ **醫用成像對比劑復蘇。**上半年醫用成像對比劑同比下跌 11.2%至 5,920 萬人民幣。管理層表示主要是由於該產品於 2016 年 7 月至 2017 年 4 月從廣東省藥品招標中剔除，由於廣東地區的銷售占該產品總銷售額的 20%，所以該產品廣東省的丟標對銷售產生巨大影響。2017 年 9 月，該產品在廣東省藥品招標中重新中標，管理層預計該產品下半年將會有較好的表現。除此，公司新產品 CT 醫用成像對比劑碘帕醇目標於 2018 年上架，給公司帶來額外增長動力。
- ❖ **增長潛力來自玉林製藥品牌 OTC 產品組合。**玉林製藥上半年內生增長 25.5%，我們認為玉林製藥業務的反彈主要收益於公司收購後採取了更為積極有效的行銷策略。玉林製藥的一線品牌藥物如正骨水、雞骨草膠囊和濕毒清，上半年分別同比增 28.2%，33.4% 和 15.9%。憑藉這些品牌 OTC 產品，我們認為玉林製藥在未來 2-3 年能夠維持 20% 的強勁增速。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
營業額(百萬港元)	730.7	831.1	1,223.5
核心淨利潤(百萬港元)	211.2	249.7	307.5
核心 EPS (港元)	0.21	0.25	0.32
EPS 變動 (%)	5	19	28
市盈率 (x)	22.3	17	10.8
市帳率 (x)	3.27	2.56	1.91
股息率 (%)	-	1	3
權益收益率 (%)	15.7	16.3	18.1
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際預測

未評級

當前股價 HK\$6.75

吳永泰, CFA

電話：(852) 3761 8780

郵件：cyrusng@cmbi.com.hk

葛晶晶

電話：(852) 3761 8778

郵件：amyge@cmbi.com.hk

醫藥行業

市值(百萬港元)	5,590
3 個月平均流通(百萬)	5.45
52 周內高/低(港元)	6.88/3.63
總股本(百萬)	828.1

資料來源：彭博

股東結構

安鬱寶和公司管理層	40.7%
楊惠波	13.3%
弘毅投資	4.9%
流通股	40.9%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1 月	0.9%	-2.7%
3 月	19.4%	9.4%
6 月	47.9%	29.7%

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.consunglobal.com

❖ 各部分業務毛利率預計維持穩定。公司上半年毛利率和淨利率下跌主要是由於玉林製藥的並表影響。管理層認為未來公司各部分業務的毛利率將維持穩定。由於玉林製藥業務的增速較快，我們認為公司整體毛利率在未來三年將錄得輕微下跌。

❖ 公司業務維持高增速，目前估值較低。康臣藥業目前估值為 2017/2018 年預測市盈率 12.1 倍/10.3 倍，低於同業製藥公司的 14.4 倍/13.8 倍。預計康臣 2017/2018 年淨利潤同比增長 34.3%/15.9%，EPS 同比增長 46.9%/17.7%。EPS 增速更快是因為公司 2017 年初進行了股份回購。我們認為目前市場低估了康臣藥業的增長潛力。

圖 1:1H2017 收入分佈

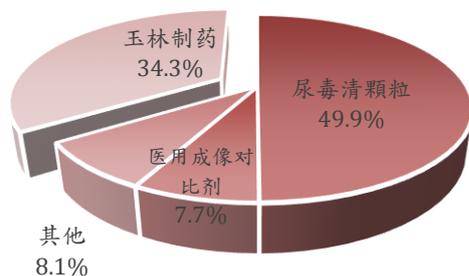
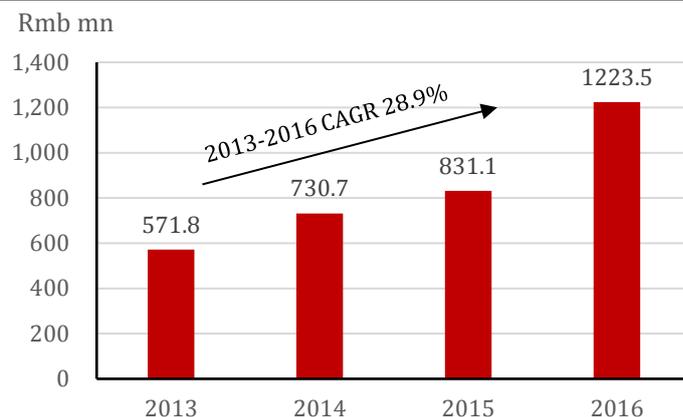


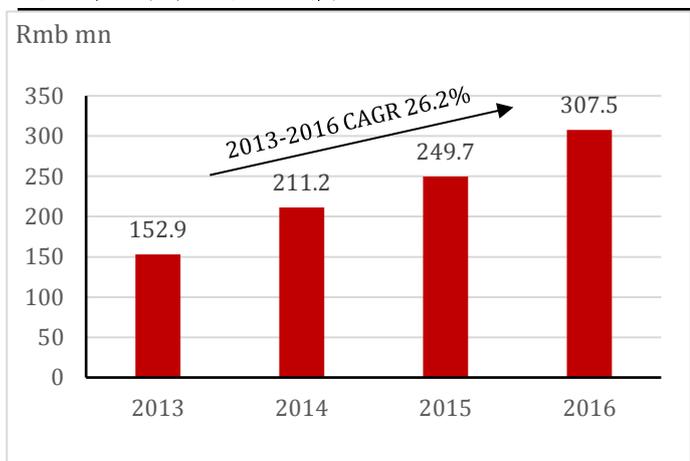
圖 2: 康臣藥業的收入增長



來源：公司，招銀國際研究

來源：公司，招銀國際研究

圖 3: 康臣藥業的淨利潤增長



來源：公司，招銀國際研究

圖 4: 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	6.75	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
麗珠製藥	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
中國中醫藥	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
神威藥業	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

來源：彭博，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: 香港中環夏愨道12號美國銀行中心18樓1803-04室 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。