



**买入**

**16% ↑**

目标价格: 港币15.00

0867.HK

价格: 港币 12.90

目标价格基础: 26倍15年市盈率

板块评级: 增持

# 康哲药业

## 2014年核心盈利符合预期

康哲药业2014年业绩符合预期: 总收入同比大幅增长31.0%至4.76亿美元, 盈利同比猛增64.4%至1.69亿美元。剔除一次性项目后, 核心盈利同比增长30.0%, 符合我们的预期。我们注意到2014年几乎所有主力产品销量均快速上涨, 其中黛力新、优思弗、新活素和施图伦增幅最大。考虑到后续还会推出新产品, 我们相信康哲药业在2015-2017年将延续良好势头。与此同时, 鉴于公司拥有药品独家经销权且销量不算太高, 预计降价风险很小。然而, 由于在2014年投资迅猛而且引进了不少新药, 我们认为公司面临融资压力和配股风险。因此小幅上调2015-2016年预测, 重申买入评级。

### 支撑评级的要点

- 主力产品销量在2014年保持强劲增长: 黛力新(占收入28%)同比增长29%; 优思弗(占收入20%)同比增长31%; 新活素(占收入12%)同比增长54%。
- 正在取得进口药品许可证或将由康哲药业重新营销推广的潜在产品多达10种以上, 覆盖肠胃病、贫血症、尿路病原体感染、过度疲劳以及休克治疗领域。由此带来的高销售费用比率将带动公司业绩长期增长。
- 新产品的运营和研发需要更多资金支持, 引起发行风险。

### 估值

- 股价目前对应22.4倍2015年预期市盈率, 2015-2017年预期核心净利润年复合增长率为26%。我们坚信在智能业务模式、强大销售渠道和多种潜在产品的带动下, 未来业绩依然强劲。维持15.00港币的目标价, 重申买入评级。

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	0.6	0.5	2.5	51.9
相对恒生中国企业指数	(2.1)	(0.5)	(1.4)	28.9

发行股数(百万)	2,415
流通股(%)	45
流通股市值(港币百万)	31,150
3个月日均交易额(港币百万)	52
净负债比率(%) (2015E)	净现金
主要股东(%)	
林刚主席	46

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2015年3月30日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

医疗: 医疗保健服务

王军\*

(8621) 2032 8310

jun.wang\_sh@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001

\*寇嘉焯为本报告重要贡献者

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(美元百万)	363	476	640	786	961
变动(%)	29	31	34	23	22
净利润(美元百万)	103	169	180	226	277
全面摊薄每股收益(美元)	0.043	0.070	0.074	0.094	0.115
变动(%)	20.8	64.4	6.3	25.9	22.6
市场预期每股收益(美元)	-	0.058	0.072	0.090	0.099
先前预测每股收益(美元)	-	-	0.072	0.090	-
调整幅度(%)	-	-	1	1	-
核心每股收益(美元)	0.043	0.070	0.074	0.094	0.115
变动(%)	20.8	64.4	6.3	25.9	22.6
全面摊薄市盈率(倍)	39.1	23.8	22.4	17.8	14.5
核心市盈率(倍)	39.1	23.8	22.4	17.8	14.5
每股现金流量(美元)	0.02	0.07	0.05	0.10	0.08
价格/每股现金流量(倍)	74.3	22.8	31.3	16.2	19.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	33.5	19.9	18.4	14.1	11.2
每股股息(美元)	0.016	0.022	0.024	0.030	0.037
股息率(%)	1.0	1.3	1.4	1.8	2.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**图表 1. 主力产品收入**

(美元, 百万)	2013	2014	2015E
黛力新	101.49	131.32	160.21
同比变动(%)	15	29	22
占总收入(%)	28	28	25
优思弗	73.11	95.41	117.35
同比变动(%)	20	31	23
占总收入(%)	20	20	18
新活素	36.64	56.24	75.93
同比变动(%)	37	54	35
占总收入(%)	10	12	12
施图伦滴眼液	13.13	21.41	27.83
同比变动(%)	(1)	63	30
占总收入(%)	4	5	4
莎尔福	16.35	19.94	26.93
同比变动(%)	43	22	35
占总收入(%)	5	4	4
亿活	15.03	22.85	29.70
同比变动(%)	63	52	30
占总收入(%)	4	5	5
依诺舒	29.50	25.55	29.39
同比变动(%)	13	(13)	15
占总收入(%)	8	5	5
沙多力卡	52.35	61.33	76.66
同比变动(%)	132	17	25
占总收入(%)	14	13	12
西施泰	1.04	1.04	1.04
同比变动(%)	0	0	0
占总收入(%)	0	0	0
肝复乐	5.84	8.91	9.80
同比变动(%)	16	53	10
占总收入(%)	2	2	2
喜达康	3.96	15.01	20.00
同比变动(%)	19	279	80
占总收入(%)	1	3	3
其他	15.88	17.72	65.89
<b>总收入</b>	<b>363.26</b>	<b>475.69</b>	<b>639.69</b>
同比变动(%)	29	31	34

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

**图表 2. 业绩摘要**

(美元, 百万)	2013	2014	同比变动 %
收入	363	476	31
同比变动(%)	28.9	31.0	210 个基点
销售成本	(165)	(208)	26
毛利润	198.08	267.25	35
毛利润率(%)	54.5	56.2	170 个基点
其他损益	14	44	214
销售费用	(76)	(102)	34
管理及行政费用	(24)	(25)	4
财务成本	(3)	(3)	0
关联公司业绩占比	0	(0)	
税前利润	110.69	182.44	65
营业利润率(%)	27	30	233 个基点
所得税	(8)	(14)	75
税率(%)	7	8	
本年度利润	102.61	168.46	64
公司股东	102.76	168.90	64
少数股东权益	(0.15)	(0.44)	193
净利率(%)	28.2	35.4	720 个基点
每股收益-基础-美分	4.256	6.995	64
每股收益-稀释-美分	4.256	6.995	64
同比变动 %	20.8	64.4	
股息	38.9	53.5	38
股息支付率(%)	37.9	31.7	

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

**损益表 (美元 百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	363	476	640	786	961
销售成本	(165)	(208)	(280)	(342)	(415)
经营费用	(79)	(74)	(155)	(188)	(229)
息税折旧前利润	119	193	204	256	317
折旧及摊销	(6)	(8)	(10)	(14)	(15)
经营利润 (息税前利润)	113	185	194	243	302
净利息收入/(费用)	(3)	(3)	(1)	(2)	(7)
其他收益/(损失)	0	0	2	5	5
税前利润	111	182	195	245	301
所得税	(8)	(14)	(15)	(19)	(24)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	103	169	180	226	277
核心净利润	103	169	180	226	277
每股收益(美元)	0.043	0.07	0.074	0.094	0.115
核心每股收益(美元)	0.043	0.07	0.074	0.094	0.115
每股股息(美元)	0.016	0.022	0.024	0.03	0.037
收入增长(%)	29	31	34	23	22
息税前利润增长(%)	18	63	5	25	24
息税折旧前利润增长(%)	17	62	6	25	24
每股收益增长(%)	21	64	6	26	23
核心每股收益增长(%)	21	64	6	26	23

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (美元 百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	111	182	195	245	301
折旧与摊销	6	8	10	14	15
净利息费用	(4)	3	1	2	7
运营资本变动	(53)	(5)	(63)	9	(94)
税金	(9)	(14)	(15)	(19)	(24)
其他经营现金流	3	2	0	(3)	(3)
经营活动产生的现金流	54	176	128	249	203
购买固定资产净值	(24)	(38)	(34)	(34)	(34)
投资减少/增加	(13)	(126)	0	0	0
其他投资现金流	8	2	1	2	7
投资活动产生的现金流	(28)	(162)	(33)	(32)	(27)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(17)	(2)	(2)	(2)	(2)
支付股息	(39)	(53)	(57)	(72)	(89)
其他融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	(56)	(55)	(59)	(74)	(91)
现金变动	(30)	(41)	36	142	85
期初现金	107	79	39	75	217
公司自由现金流	32	16	96	218	182
权益自由现金流	15	14	94	216	180

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (美元 百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	151	73	145	287	372
应收帐款	139	142	191	196	278
库存	27	31	61	51	86
其他流动资产	0	4	0	0	0
流动资产总计	317	250	398	535	736
固定资产	45	49	50	47	46
无形资产	231	263	247	270	291
其他长期资产	40	231	250	231	250
长期资产总计	316	543	548	548	587
总资产	633	792	946	1,083	1,323
应付帐款	40	41	59	63	85
短期债务	51	78	40	40	40
其他流动负债	5	8	5	5	5
流动负债总计	95	127	103	107	129
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	8	20	8	8	8
股本	13	13	13	13	13
储备	514	631	821	954	1,172
股东权益	527	645	834	968	1,185
少数股东权益	2	0	0	0	0
总负债及权益	633	792	946	1,083	1,323
每股帐面价值(美元)	0.22	0.27	0.35	0.40	0.49
每股有形资产(美元)	0.12	0.16	0.24	0.29	0.37
每股净负债/(现金)(美元)	(0.01)	0.02	(0.01)	(0.07)	(0.11)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	32.8	40.6	32.0	32.6	33.0
息税前利润率(%)	31.2	38.9	30.4	30.8	31.4
税前利润率(%)	30.5	38.4	30.5	31.2	31.3
净利率(%)	28.3	35.5	28.1	28.8	28.9
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	3.3	2.0	3.9	5.0	5.7
利息覆盖率(倍)	41.7	68.5	197.5	129.1	46.3
净权益负债率(%)	净现金	6.0	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	3.0	1.7	3.3	4.5	5.0
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	39.1	23.8	22.4	17.8	14.5
核心业务市盈率(倍)	39.1	23.8	22.4	17.8	14.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	45.4	27.7	26.0	20.7	16.8
盈率(倍)					
市净率(倍)	7.6	6.2	4.8	4.2	3.4
价格/现金流(倍)	74.3	22.8	31.3	16.2	19.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	33.5	19.9	18.4	14.1	11.2
<b>周转率</b>					
存货周转天数	46.9	50.4	60.0	60.0	60.0
应收帐款周转天数	116.4	107.5	95.0	90.0	90.0
应付帐款周转天数	32.5	30.8	28.5	28.2	28.0
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	37.9	31.7	32.0	32.0	32.0
净资产收益率(%)	21.1	28.8	24.3	25.1	25.8
资产收益率(%)	17.7	24.0	20.6	22.0	23.1
已运用资本收益率(%)	20.7	28.4	24.3	25.8	27.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
- 未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 7 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371