

## 利君国际(2005 HK)

### 投资要点:

#### 2014 业绩与预期相若

公司 2014 年收入从 2013 年的 17.23 亿港元, 上升至 20.91 亿港元, 按年增长 21.4%(齐鲁预测:20.9%); 由于高毛利的非 PVC 软袋输液业务贡献持续增加, 毛利率从 48.1%提升至 50.9%(齐鲁预测:49.4%), 至于纯利率亦从 21.4%提升至 23.5%(齐鲁预测:24.7%), 达到 4.916 亿港元(齐鲁预测:5.155 亿港元), 略低于。假如不计未分配经营亏损, 单计石家庄四药的年度溢利为 5.26 亿港元, 纯利率为 25.1%。

#### 持续侵蚀对手市占率

公司单一厂房显现的成本优势及质量优势, 在目前内地大输液行业处于淘汰期的情况下, 令其可持续抢占中小型企业市场。公司管理层亦于发布会上表示, 目前有近 20 间大输液企业有意出售业务予公司。另外, 输液带量采购的政策亦会进一步加快输液行业整合, 对公司绝对有利。市场竞争将会助长其成本及质量优势大企业, 如石家庄四药、科伦及华润双鹤等。

#### 调整目标价至 4.45 港元, 维持「买入」评级

石家庄四药今年的增长推动力主要来自新市场的贡献以及直立瓶的销售, 前者将会增加公司的销售费用, 后者则视乎招标速度的快慢, 基于前者, 我们略为调整公司 2015 年及 2016 年的成本预测, 上调 2015 年及 2016 年销售及管理费用占比预测至 22%及 21.5%, 但下调 2015 年及 2016 年所得税率预测至 15%, 2015 年及 2016 年纯利预测下调至 6.61 亿港元及 7.87 亿港元, 每股盈利下调至 0.223 港元及 0.265 港元, 2014 年至 2016 年每股盈利 CAGR 为 26%。由于医改对医药行业所带来的不确定性, 令投资者对买入医药股普遍转向审慎态度, 因此, 虽然 2014 年至 2016 年公司每股盈利 CAGR 达 26%, 我们维持给予 20 倍 2015 年预测市盈率估值, PEG 低于 1, 目标价由 4.68 港元调整至 4.45 港元, 潜在上升空间 31%, 维持「买入」评级。

收入损益表				
(单位: 亿港元)	13财年	14财年	(预测)15财年	(预测)16财年
营业收入	172325.6	209147	264207	305408
营业成本	-89467.7	-102607	-123796	-141608
毛利	82857.9	106540	140411	163801
销售费用	-24856.4	-26272	-31705	-36649
管理费用	-17836.8	-22166	-26421	-29014
营业利润	40164.7	58103	82285	98138
其他经营净收益	7233.2	4048	3000	3000
财务收入	855.6	843	800	800
财务费用	-4024.3	-4978	-5000	-6000
所得税	-7298.7	-8858	-11659	-13894
净利润(含少数股东权益)	36930.5	49157	66068	78735
少数股东权益	4	43	0	0
净利润(不含少数股东权益)	36926.5	49114	66068	78735
股息	11719.8	68816	19820	23621
每股盈利 (港元)	0.1260	0.1668	0.2226	0.2652
每股股息 (港元)	0.0400	0.2337	0.0668	0.0796

来源: 公司资料, 齐鲁国际研究部, 彭博

评级: 买入; 目标价: \$4.45

### 公司基本资料 (更新至2015年3月31日):

最新价:	3.39 (港元)
总市值:	100.6 (亿港元)
流通股比例:	69.7%
已发行总股本:	2,968.5 (百万股)
52周价格区间:	2.819-4.35 (港元)
3个月内日均成交额:	26.52 (百万港元)
主要股东:	中华药业及曲继广 (占 29.65%)

来源: 公司资料, 彭博

### 股价走势图 (最近一年):



来源: 彭博

### 业务简介:

利君国际在出售西安利君后, 主要业务为生产大输液, 并以非 PVC 软袋输液为主要产品, 2014 年年于中国大输液市场的市场占有率达 10.8%。

### 分析员:

韦成昌  
 Ethan Wai  
 电邮: [ethan.wai@qlzq.com.hk](mailto:ethan.wai@qlzq.com.hk)

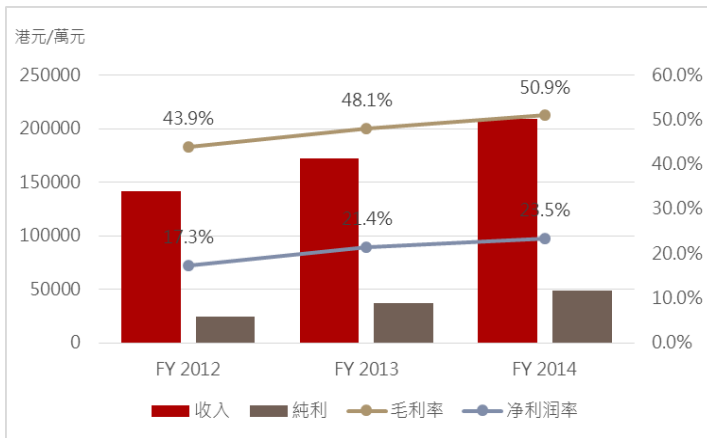
# 2014 财年业绩:

## 毛利率持续提升，维持增长动力

公司于去年 10 月完成出售西安利君后，自 2014 年 10 月 31 日起已不计入公司的报表，而往后将只余下石家庄四药的业务。在出售了石安利君后，公司获得了现金 7.72 亿港元，亦一如早前的公告所示，将会派发 5.1 亿港元的特别股息，即每股 0.172 港元。

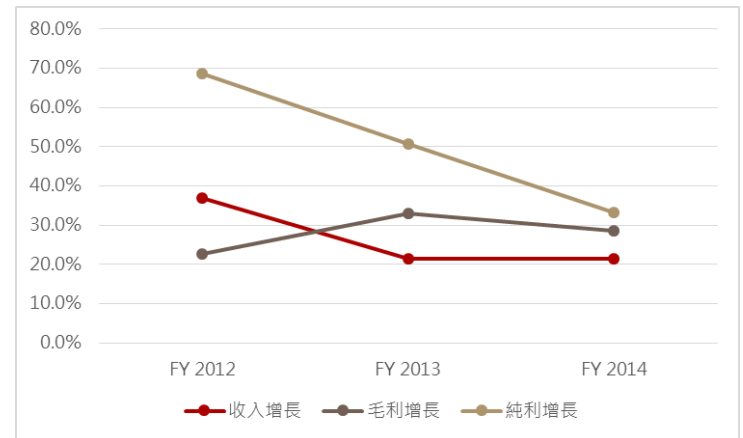
公司 2014 年收入从 2013 年的 17.23 亿港元，上升至 20.91 亿港元，按年增长 21.4%(齐鲁预测:20.9%)；由于高毛利的非 PVC 软袋输液业务贡献持续增加，毛利率从 48.1%提升至 50.9%(齐鲁预测:49.4%)，至于纯利率亦从 21.4%提升至 23.5%(齐鲁预测:24.7%)，达到 4.916 亿港元(齐鲁预测:5.155 亿港元)，略低于。假如不计未分配经营亏损，单计石家庄四药的年度溢利为 5.26 亿港元，纯利率为 25.1%。

图1a: 石家庄四药主要营运数据(计入未分配经营亏损)



来源：公司资料，齐鲁国际研究部

图1b: 石家庄四药近年增长情况



来源：公司资料，齐鲁国际研究部

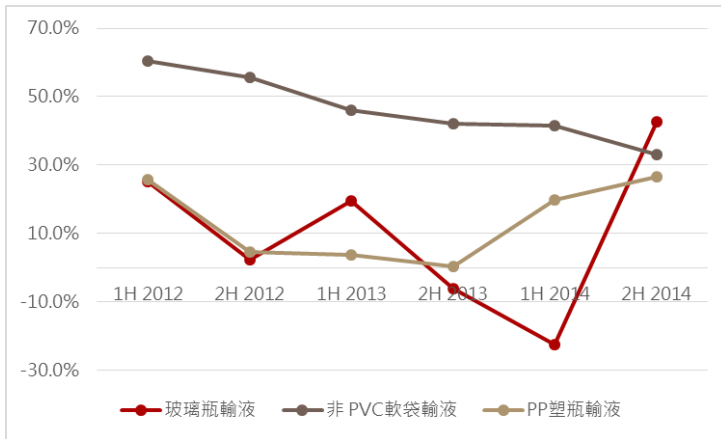
## 非PVC软袋输液业务续呈快速增长

非 PVC 软袋输液业务收入的按年增速，由 2012 年上半年的 60.3%，下跌至 2014 年下半年的 33.2%，2014 年整体增速则为 37%，高于我们预测的 30%。增速下滑主要是基数效应的影响，非 PVC 软袋输液业务仍处于高速增长期。

玻璃输液业务收入于 2014 年下半年按年大幅增长 42.6%，达到 1.4 亿港元，高于 2014 年上半年的 1.05 亿港元，令 2014 年玻璃输液业务增速按年回到 4.7%，增速与我们预测的 5%相若。

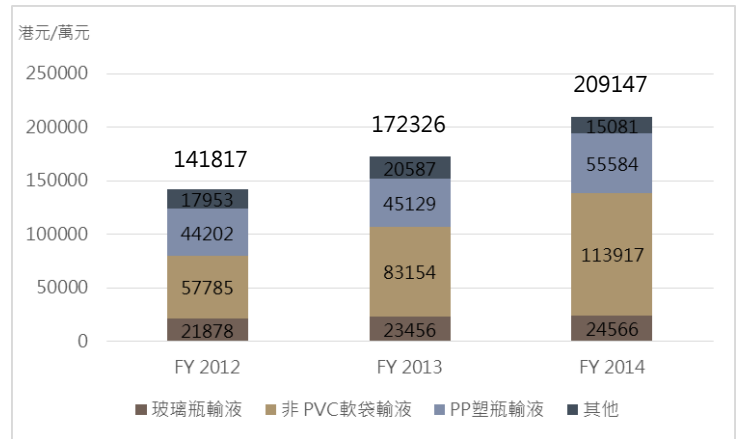
PP 塑输液业务收入于 2014 年下半年按年大幅增长 26.7%，高于 2014 年上半年的 19.9%，全年增长则为 23.2%，增速高与我们预测的 20%。

图2a: 石家庄四药三个主要业务板块增长情况



来源: 公司资料, 齐鲁国际研究部

图2b: 石家庄四药主要业务收入



来源: 公司资料, 齐鲁国际研究部

### 主要省份市场占有率均有增长

从公司资料可见, 公司 2014 年于主要省份的市占率均有所提升, 于国内的市占率由 2013 年的 9.8%, 上升至 10.8%, 这原于公司单一厂房所显现的成本优势及质量优势, 在目前内地大输液行业处于淘汰期的情况下, 持续抢占中小企业的市场, 事实上, 公司于最近的省招标中, 如安徽、湖南等的招标成绩表现理想。公司管理层亦于发布会上表示, 目前有近 20 间大输液企业有意出售业务予公司。而可以预期, 输液带量采购的政策将会进一步加快输液行业整合, 对公司绝对有利。

### 基础输液挂网采购减降价压力

2015 年 2 月 28 日, 国务院办公厅发布《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》(下称《指导意见》), 建议各省实行药品分类采购, 针对不同药品采取相应的采购方式, 包括招标采购、谈判采购、医院直接采购、定点生产和特殊药品采购。

当中, 对妇儿专科非专利药品、急(抢)救药品、基础输液、临床用量小的药品(上述药品的具体范围由各省区市确定)和常用低价药品, 实行集中挂网, 由医院直接采购。实行集中挂网, 由医院直接采购, 这改变了原本通过招标才能进入医院市场的模式, 意味着自由定价的可能性。

从过往的招标经验可以看出, 药价的趋势整体是向下的, 因此, 一些药品价格已降至接近成本, 或是低于成本的价格, 令药企生产这些低价药的动力大减, 更会带来质量的风险。

以基础输液为例, 根据中国医药包装协会的数据, 2008 至 2014 年, 以氯化钠 250ml : 2.5g(0.9%)为例, 玻瓶输液招标价格从 1.88 元(人民币, 下同)下降到 1.05 元; 软袋包装输液从 3.61 元下降到 2.1 元; 塑瓶包装输液从 2.6 元下降到 1 元。

因此, 让企业自由定价, 基础输液的价格虽然仍要受市场竞争的影响, 但少了政府的行政打压, 降价压力还是会减弱, 更何况在部份基础输液价钱已跌至接近成交价的前提下, 降价幅度有限, 同时市场竞争将会助长具成本及质量优势大企业, 如石家庄四药、科伦及华润双鹤等。

## 2015年输液销售目标12亿袋

石家庄四药 2015 年的销售目标为 12 亿袋/瓶输液(2014: 9.1 亿), 当中包括非 PVC 软袋及直立瓶销售目标 7 亿袋/瓶(2014: 4.1 亿)。主要动力来源于较成熟市场的双管输液取代单管输液的替换效应, 较落后市场的单管输液取代胶管输液的替袋效应, 以及招标加快令非 PVC 软袋及直立瓶可加快打入新市场。因此, 假如招标的速度再次如 2014 年般慢于预期, 2015 年输液销售 12 亿袋的目标将有可能不能达到。

## 新药获批及潜在并购支撑公司未来增长

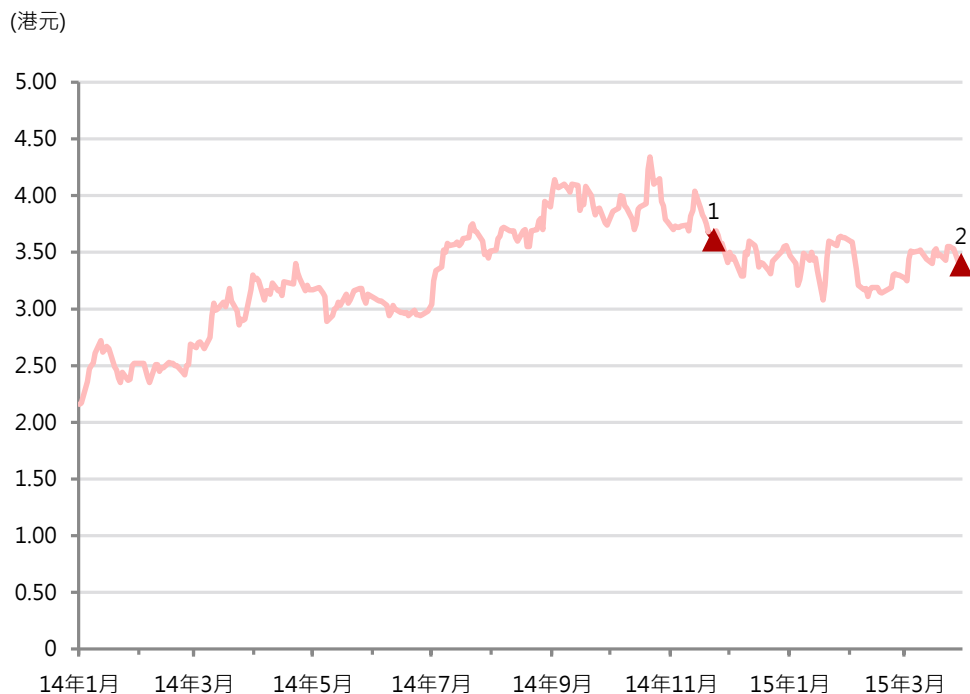
公司预期, 布南色林、拉科酰胺及罗氟司特三个新药, 以及三合一塑料安瓿产品将会于今年获批, 成为公司未来几年的新收入增长点。另外, 于今年下半年亦将会收购有一定规模的国内输液同业, 进一步扩展市场份额。

## 调整目标价至4.45港元, 维持「买入」评级

石家庄四药今年的增长推动力主要来自新市场的贡献以及直立瓶的销售, 前者将会增加公司的销售费用, 后者则视乎招标速度的快慢, 基于前者, 我们略为调整公司 2015 年及 2016 年的成本预测, 销售及管理费用占比预测由 2015 年及 2016 年均为 19.2%, 上调至 22%及 21.5%, 但 2015 年及 2016 年预测所得税率则由 16.5%下调至 15%, 2015 年及 2016 年纯利预测由 6.94 亿港元及 7.99 亿港元, 下调至 6.61 亿港元及 7.87 亿港元, 每股盈利由 0.234 港元及 0.269 港元下调至 0.223 港元及 0.265 港元, 2014 年至 2016 年每股盈利 CAGR 为 26%。由于医改对医药行业所带来的不确定性, 令投资者对买入医药股普遍转向审慎态度, 因此, 虽然 2014 年至 2016 年公司每股盈利 CAGR 达 26%, 我们维持给予 20 倍 2015 年预测市盈率的估值, PEG 低于 1, 目标价由 4.68 港元调整至 4.45 港元, 潜在上升空间 31%, 维持「买入」评级。

# 历史建议和目标价

利君国际 (2005 HK) 股价表现及评级时间表:



来源: 彭博, 齐鲁国际研究部

附注: 股价已反映股息、股本合并及分拆等调整因素

序号	日期	收市股价	评级变动	目标价
1	2014/11/26	HK\$ 3.65	「买入」(首次覆盖)	HK\$4.68
2	2015/4/1	HK\$ 3.39	「买入」(不变)	HK\$4.45

# 财务资料:

资产负债表					主要比率				
	(单位: 万港元)	13财年	14财年	(预测)15财年 (预测)16财年		13财年	14财年	(预测)15财年 (预测)16财年	
固定资产-物业,厂房及设备	243841	255190	265190	275190	增长率:				
无形资产	32300	33883	33483	33083	收入	21.5%	21.4%	26.3%	15.6%
其他非流动资产	41151	22631	23969	22122	毛利	32.9%	28.6%	31.8%	16.7%
非流动资产合计	317291	311704	322642	330395	营业利润	-	44.7%	41.6%	19.3%
存货	40491	27956	51136	39335	EBITDA	-	18.9%	31.4%	16.4%
应收账款及应收票据	93419	70329	98470	96652	净利润	-	33.0%	34.5%	19.2%
现金及银行结存	42698	32522	38783	108623	每股盈利	-	31.9%	34.5%	19.2%
其他流动资产	14491	37255	10000	10000	盈利能力:				
流动资产合计	191100	168062	198390	254609	毛利率	48.1%	50.9%	53.1%	53.6%
短期借款	73277	50768	58383	67141	EBITDA利润率	35.9%	35.2%	36.6%	36.9%
应付账款及应付票据	49046	28772	50320	40151	净利润率	21.4%	23.5%	25.0%	25.8%
其他流动负债	49170	35256	23214	24683	股息分派比例	31.7%	140.1%	30.0%	30.0%
流动负债合计	171494	114796	131917	131975	资产回报率 (ROA)	7.3%	10.2%	12.7%	13.5%
长期借款	45502	36425	63000	68000	权益回报率 (ROE)	12.9%	15.1%	20.5%	20.6%
其他非流动负债	4706	3228	3500	3500	总负债权益比率	77.3%	47.5%	61.5%	53.3%
非流动负债合计	50208	39652	66500	71500	净负债权益比率	26.5%	16.8%	25.6%	7.9%
股东权益	286627	325250	322550	381465	流动比率	111.4%	146.4%	150.4%	192.9%
少数股东权益	63	67	64	64	应收账款周转日数:	184.0	140.9	115.0	115.0
总权益	286690	325317	322614	381529	应付账周转日数:	149.1	136.5	115.0	115.0
每股资产净值(港元)	0.868	0.990	0.974	1.174	存货周转日数:	161.7	120.1	115.0	115.0

来源: 公司资料, 齐鲁国际研究部, 彭博

# 公司及行业评级定义

---

## 公司评级定义

以报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准：

买入： 公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅达 20%以上

增持： 公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅介于 5%和 20%之间

中性： 公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅介于-10%~5%之间

卖出： 公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅大于-10%以上

## 行业投资评级

以报告发布日后的 6 个月内的行业的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准。

推荐： 行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性： 行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

谨慎： 行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

# 重要声明

本报告由齐鲁国际证券有限公司 - “齐鲁国际” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。齐鲁国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

齐鲁国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表齐鲁国际或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

## 权益披露：

(1)在过去 12 个月，齐鲁国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。

(2)分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。

版权所有 齐鲁国际证券有限公司

未经齐鲁国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发