

买入

2015年4月24日

业绩符合预期，新进众多优质品种

- 业绩符合预期，各财务指标靓丽：**公司 14 年收入增长 31%至 29.45 亿人民币，净利润增长 64.2%至 10.43 亿人民币，扣除西藏药业会计确认一次性非现金收益 2.15 亿人民币后，净利润增长 30.3%至 8.28 亿人民币，符合之前预期。其中毛利率增长 1.7ppts 至 56.2%，还原喜达康高开影响后销售费用率同比略有下降，行政费用率亦下降至 5.3%，正如之前所提，学术网络的规模效应会逐渐显现。因部分产品提前备货及喜达康转高开，存货周转天数及应收周转天数各提升 3 天，仍居于行业低水平，运营周期仅 89 天。扣除西藏药业股权会计确认的非现金收益后派息率仍高达 40%。
- 新引进众多品种，利于公司中长期发展：**公司 14 年至今引进了多个可直接导入市场的产品，包括西藏药业（公司为其第一大股东）的诺迪康、希力药业（公司持股 52%）的丹参酮、诺华的兰美抒及溴隐亭、诺金的默维可、大昌华嘉国际的慷彼申及喜疗妥。其中除诺华产品外其他产品均为独家，除默维可与喜疗妥外其他产品均为国家医保。产品应用于心脑血管、皮肤科、消化科等，疗效好且安全性高，均是亿元级别以上产品，诺迪康与丹参酮销售已经过亿。另外还引进了储备产品琥珀酰明胶注射液，购买了施图伦中国市场并与厂家合作扩产。
- 配股完成，具备雄厚实力应对更多机会：**公司 15 年 3 月 31 日公告进行配股，主席与公司分别配出 0.725 亿股，价格为 11.86 港元，占扩大后股本 5.83%。配股完成后主席的研发公司资金得到补充，能持续为公司研发优质储备品种。公司的资金亦得到补充，在完成购买品种的同时保持一贯稳健的低负债率，并维持持续并购品种和派发高额股息的能力。
- 目标价 15.7 港元，维持买入评级：**考虑到公司新进产品优化了产品结构和组合，营运模式在国内与香港市场均具备一定独特性，且在国内市场因销售西藏药业新活素连年获佳绩而广为人知，且具备高派息率。我们认为，公司是未来南下沪港通基金青睐的稳健且稀缺的沪港通标的，具有一定的估值溢价，参考同行，我们给予公司目标价 15.7 港元，相当于 15 年预测 EPS 的 28 倍市盈率，买入评级。

蓝宇

852-25321954

Yu.lan@firstshanghai.com.hk

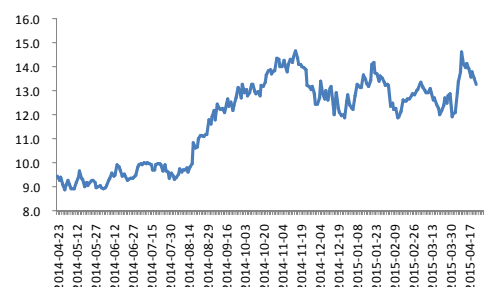
主要资料

行业	医药行业
股价	13.28 港元
目标价	15.7 港元 (+18.2%)
股票代码	0867
已发行股本	24.9 亿股
总市值	330 亿港元
52 周高/低	15.54 港元/8.74 港元
每股净现值	1.65 人民币元
主要股东	林刚 (46.04%)

表：盈利摘要

截止 12 月 30 日财年	13 财年 历史	14 财年 历史	15 财年 预测	16 财年 预测	17 财年 预测
营业额(千人民币)	2,248,992	2,945,731	4,014,783	5,067,731	6,328,949
变动(%)	26.8%	31.0%	36.3%	26.2%	24.9%
股东应占溢利(千人民币)	636,213	1,045,702	1,118,368	1,495,828	1,935,362
每股盈利(人民币分)	26.35	43.30	44.96	60.14	77.81
变动(%)	18.9%	64.4%	3.8%	33.8%	29.4%
市盈率@13.28 港元(倍)	40.32	24.53	23.63	17.67	13.65
每股股息(人民币分)	10.52	13.71	17.99	24.06	31.12
股息现价比率(%)	0.8%	1.0%	1.4%	1.8%	2.3%

股价表现



资料来源：公司资料，第一上海预测

资料来源：彭博

主要财务报表

财务报表摘要

867.HK

损益表

<千人民币>, 财务年度截至<十二月>

	2013实际	2014实际	2015预测	2016预测	2017预测
营业收入	2,248,992	2,945,731	4,014,783	5,067,731	6,328,949
毛利	1,226,379	1,654,628	2,264,338	2,888,607	3,645,475
销售及管理费用	-613,054	-783,041	-1,088,006	-1,317,610	-1,613,882
其他净收入	88,769	274,650	59,379	65,379	71,979
营运收益	702,094	1,146,237	1,235,710	1,636,376	2,103,572
财务开支	-16,809	-16,733	-41,833	-37,649	-33,884
税前盈利	685,285	1,129,504	1,193,878	1,598,727	2,069,687
所得税	-49,987	-86,509	-95,510	-127,898	-165,575
少数股东权益	-915	-2,707	-20,000	-25,000	-31,250
净利润	636,213	1,045,702	1,118,368	1,495,828	1,935,362
增长					
总收入 (%)	26.8%	31.0%	36.3%	26.2%	24.9%
净利润 (%)	18.9%	64.4%	6.9%	33.8%	29.4%

资产负债表

<千人民币>, 财务年度截至<十二月>

	2013实际	2014实际	2015预测	2016预测	2017预测
现金	487,943	243,515	131,668	313,355	1,081,501
应收账款	538,685	876,245	1,472,092	1,766,510	2,119,812
存货	167,062	189,456	227,347	272,817	327,380
其他流动资产	769,406	236,380	167,585	134,068	107,254
总流动资产	1,963,096	1,545,596	1,998,692	2,486,749	3,635,947
固定资产	376,457	395,135	351,032	342,617	317,336
无形资产	1,428,605	1,625,487	2,811,481	3,131,025	3,103,990
其他非流动资产	149,465	1,327,880	1,327,647	1,327,422	1,327,206
总资产	3,917,623	4,894,098	6,488,852	7,287,814	8,384,478
应付帐款	67,857	252,643	303,172	363,806	436,567
短期借款	314,120	484,241	684,241	547,393	437,914
其他短期负债	208,654	51,787	48,601	51,031	53,583
总短期负债	590,631	788,671	1,036,014	962,230	928,064
其他长期负债	50,405	125,771	125,370	125,619	126,482
总负债	641,036	914,442	1,161,384	1,087,849	1,054,546
股东权益	3,276,587	3,990,839	5,327,468	6,199,965	7,329,932
每股权益 (人民币)	1.36	1.65	2.14	2.49	2.95

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

财务分析

<千人民币>, 财务年度截至<十二月>

	2013实际	2014实际	2015预测	2016预测	2017预测
盈利能力					
毛利率 (%)	54.5%	56.2%	56.4%	57.0%	57.6%
净利率 (%)	28.3%	35.5%	27.9%	29.5%	30.6%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	27.3%	26.6%	27.1%	26.0%	25.5%
实际税率 (%)	7.3%	7.7%	8.0%	8.0%	8.0%
财务状况					
负债/权益	0.20	0.23	0.22	0.18	0.14
收入/总资产	0.57	0.60	0.62	0.70	0.75
总资产/股本	1.62	2.03	2.61	2.93	3.37
盈利对利息倍数	41.77	68.50	29.54	43.46	62.08

现金流量表

<千人民币>, 财务年度截至<十二月>

	2013实际	2014实际	2015预测	2016预测	2017预测
税前盈利	685,682	1,129,504	1,193,878	1,598,727	2,069,687
非现金项调整	29,996	-184,460	143,634	232,017	267,695
营运资金变动	-327,366	-34,409	-556,310	-279,253	-335,104
支付所得税	-53,479	-67,437	-89,525	-121,602	-158,953
经营活动净流入 (出) 现金	334,833	843,198	691,676	1,429,888	1,843,326
购买固定资产支付现金	-136,572	-61,663	15,096	-22,525	-6,757
其他投资活动支付现金	-37,221	-874,548	-1,258,104	-486,483	-181,186
投资活动净流入 (出) 现金	-173,793	-936,211	-1,243,008	-509,008	-187,944
负债变动现金流入 (出)	-105,542	152,262	190,041	-140,862	-113,091
权益变动现金流入 (出)	-240,999	-291,016	238,261	-598,331	-774,145
融资活动净流入 (出) 现金	-346,541	-138,754	428,302	-739,193	-887,236
现金变化	-185,501	-231,767	-123,030	181,687	768,146
汇率影响	-123	-1,478	0	0	0
期初持有现金	673,567	487,943	243,515	131,668	313,355
期末持有现金	487,943	254,698	120,485	313,355	1,081,501

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视作出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2015 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。