



高端创新药持续高增长

--2014 年业绩点评

报告摘要

2014 年净利润同比增长 30.4%。公司 2014 年营业收入同比增长 10.1% 至 109.6 亿港元。毛利率从 2013 年的 31.5% 上升到 38.2%，带动净利润同比增长 30.4% 至 12.7 亿港元。

创新药业务收入保持高增长，肿瘤药收入突飞猛进。2014 年主营业务收入中普药/创新药/抗生素/维生素 C/咖啡因业务收入分别占据公司收入 36%/25%/22%/11%/6%。其中毛利率超 80% 的创新药业务收入同比增长 44.9% 至 27.8 亿，带动利润率大幅提升。创新药中肿瘤药收入高达 2.5 亿人民币，同比增长 227%。脑血管药物恩必普/老年痴呆药物欧来宁/高血压药物玄宁收入则分别同比增长 43%/33%/28% 至 14.13 亿/7.89 亿/3.29 亿港元。

预计肿瘤药业务将继续高速发展，其他创新药业务将保持较快发展。公司肿瘤药 2014 年收入符合我们此前预期，而且由于这些药物 2012 年才推出，因此在医院覆盖面上还有很大拓展空间。公司多美素主要用于治疗淋巴瘤、多发性骨髓瘤、卵巢癌及乳腺癌，类似于美国强生的 Doxil。津优力是国内首个长效化生长因子类药物，适用于预防化疗后引起的白血球减少及感染。艾利能主要用于神经胶质瘤和脑转移瘤的治疗及癌性胸腹水的辅助治疗。考虑到这些药物在国内的需求和石药强大的销售能力，我们认为公司肿瘤药业务将不断发展，2015 年收入至少超过 4 亿。其他创新药中，由于恩必普和欧来宁在此前浙江省招标中分别降价 13.6% 和 10%，未来可能仍然受招标降价的影响，但是相信石药集团有能力将部分损失转嫁给下游分销商因此对公司实质性影响不会太大，预计这部分业务仍将保持较快发展。

新产品将不断注入活力。公司目前总共有 170 多种在研新药，包括 14 种 1 类新药和 46 种 3 类新药。其中有 7 种三类新药已经在申请注册阶段，还有多种产品在美国申请注册。

抗生素和咖啡因业务将稳定发展。公司于 2013 年 6 月和 9 月分别出售内蒙古的中润制药和石药信汇（天津），导致抗生素收入同比减少 5.3%。但是抗生素业务毛利和经营利润分别同比增长 55.6% 和 188%，表明经营效率大幅提升，预计未来将稳定发展。咖啡因业务收入和利润基本与上年持平，预计未来将继续平稳发展。

公司有可能考虑出售维生素 C 业务。公司维生素 C 业务在 2013 年和 2014 年均录得亏损，我们认为短期内很难扭转，但是公司表示未来如有合适机遇将考虑出售该业务。

投资建议：彭博预测公司 2015E 分别为 0.28 港元。目前股价对应 22 倍 2015E PER。我们认为公司估值合理，值得关注。

风险提示：i) 新药拓展慢于预期；ii) 新产品不能如期面市；iii) 国内进一步限抗

评级： 未有

目标价格： 未有

现价 (2015 年 3 月 30 日): 6.51 元
报告日期: 2015-3-30

总市值(百万港元)	38,461.20
流通市值(百万港元)	38,461.20
总股本(百万股)	5,908.02
流通股本(百万股)	5,908.02
12 个月低/高(港元)	5.32/7.63
平均成交(百万港元)	80.74

股东结构

Hony Capital Fund III	41.07%
Joyful Horizon Limited	20.59%
其他	38.34%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	2.55	-9.03	-12.95
绝对收益	2.68	-3.27	-0.31

数据来源：彭博、港交所、公司

施佳丽
+852-22131400

行业分析师
scarlettshi@eif.com.hk

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应根据自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010