

調研簡報

制劑產品不斷豐富，盈利能力提升

聯邦制藥 (3933.HK)

2015-3-31 星期二

時間：2015-3-31

地點：香港

會議形式：一對多

電話：0755-21519168

Email: linxq@gyzq.com.hk

1、公司業績：

二零一四年公司錄得營業額約80億港元，較去年同期上升5%。股東應占溢利約為6.8億港元，較去年同期大幅增長1317.8%。每股盈利為41.86港仙。

2、利潤大幅增長的原因：

公司利潤大幅增長與公司內蒙古產能的逐步釋放及酶法生產的工藝完善導致生產成本下降。另外公司成都廠區搬遷獲得了3.9億港幣的政府補貼。經調整之後主營業務利潤為5.45億港元，同比增長35.5%。

3、分部情況：

原料藥及制劑產品的分部營業額分別較去年同期增長13.9%及8%，中間體產品則下跌2.3%。

4、第三代胰島素：

公司第三代胰島素在國內企業中走在前列，甘精胰島素完成了第一輪現場檢查，預計今年7-8月拿到生產批件，上市之後，將集中精力進行三代胰島素的推廣。第三代胰島素門冬胰島素30注射液已于2014年底順利完成臨床試驗，進入申報生產準備階段。

5、第二代胰島素：

目前銷售情況良好，每月銷售2200萬元，全年目標是4億港元，中標省份中標品種不斷增加，價格總體良好。

6、胰島素的未來增長空間廣闊：

和國際胰島素巨頭相比，公司的產品價格明顯有優勢，而且從銷售渠道來看，有差異，公司80%的銷售來自於縣級及以下醫院。和國內企業相比，公司的優勢在於基層醫療機構的團隊布局優勢及服務的優勢。隨著糖尿病數量大幅增長，公司胰島素有望大幅增長，隨著銷售及服務的累積效應，未來隨著胰島素產品線的進一步豐富，盈利能力也有望進一步提升。

7、美金剛

由集團研製的治療老年性癡呆的新藥鹽酸美金剛從2014下半年開始積極拓展市場，之前公司的重心放在胰島素。該產品目前只有公司及原研丹麥廠家，

在湖南招标中，原研弃标，公司独家中标，湖南标较上海仅下降5%，目前在湘雅等大医院推广，老年性痴呆发病率未来将不断增加，空间广阔。浙江省该产品是新产品，还没招标，因只有2家，压力不大。公司将进一步扩大市场占有率，集团会继续拓展有关市场。缓释制剂也在研发中。

8、制剂产品:

制剂产品 2015 年的目标是 30 亿。制剂销售 37%在大医院，28%在 OTC，其余在基层市场。

9、内蒙基地的优势:

内蒙古厂房全面投产，发挥了垂直一体化的生产效能的优势及以酶法技术生产原料药产品阿莫西林的工艺日趋成熟，导致生产成本得以进一步降低，而使整体毛利得以改善。内蒙5期项目完成后，公司将不会再投入，之后内蒙基地将不断为公司贡献利润。

10、环保:

公司内蒙基地是新建的，环保方面的设施及建设远比一些老厂区要很多，公司的环保成本也不断上升，主要是环保研发方面。公司抗生素生产方面还是很有优势的。

11、招标情况:

招标对整个行业都有压力，但公司充分利用产品线的优势，中标情况良好，放量值得期待。以2015年湖南省药品集中采购为例，面对新一轮的药品降价压力，公司最终共有包括重组人胰岛素系列、老年脑退化治疗药物盐酸美金刚等在内的40个品规被纳入拟中标结果，其中主推品种重组人胰岛素；及盐酸美金刚等均维持了良好的价格态势。

12、抗生素的策略:

酶法技术比发酵法的成本低10%，成本优势非常明显，随着公司酶法技术运用占比的不断上升，成本进一步降低，公司还专门成立酶法研究团队，不断革新技术。未来公司在抗生素方面将大力加强制剂的销售，通过基层、OTC及农村市场的不断开拓，之后制剂占比将不断提升。

13、原料药目标:

2014年原料药收入 39.4 亿，2015年目标增长 5-10%。

14、 負債率:

目前為 72.3%，未來通過盈利方面的逐漸增加，降到 50-60% 的目標。

15、 總結及建議:

公司積極開發新產品，胰島素快速增長，甘精胰島素今年有望推出，公司渠道優勢明顯，製劑銷售占比逐步增長，抗生素成本優勢明顯，盈利能力逐步提升，產品結構豐富，目前市場較小，為 59 億港幣，估值非常便宜，公司渡過了困難時期，建議逢低買入。

免責條款

此刊物只供閣下參考，在任何地區或任何情況下皆不可作為或視為證券出售要約或證券、期貨及其它投資產品買賣的邀請。此刊物所提及的證券、期貨及其它投資產品可能在某些地區不能買入、出售或交易。此刊物所載的資料由國元証券(香港)有限公司及/或國元期貨(香港)有限公司(下稱“國元(香港)”)編寫，所載資料的來源皆被國元(香港)認為可靠及準確。此刊物所載的見解、分析、預測、推斷和預期都是以這些可靠數據為基礎，只是表達觀點，國元(香港)或任何個人對其準確性或完整性不作任何擔保。此刊物所載的資料(除另有說明)、意見及推測反映國元(香港)於最初發此刊物日期當日的判斷，可隨時更改。國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司對投資者因使用此刊物的材料而招致直接或間接的損失概不負責任。

負責撰寫分析之分析員(一人或多人)就本刊物確認：

- (1) 分析報告內所提出的一切意見準確地反映了分析員本人對報告所涉及的任何證券或發行人的個人意見；及
- (2) 分析員過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在本刊內發表的具體建議及意見沒有直接或間接的關連。

此刊物內所提及的任何投資皆可能涉及相當大的風險，若干投資可能不易變賣，而且也不適合所有的投資者。此刊物中所提及的投資的價值或從中獲得的收入可能會受匯率及其它因素影響而波動。過去的表现不能代表未來的業績。此刊物並沒有把任何人的投資目標、財務狀況或特殊需求一併考慮。投資者入市買賣前不應單靠此刊物而作出投資決定，投資者務請運用個人獨立思考能力，慎密從事。投資者在進行任何以此刊物的建議為依據的投資行動之前，應先諮詢專業意見。

國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司以及它們的高級職員、董事、員工(包括參與準備或發行此刊物的人)可能

- (1) 隨時與此刊物所提到的任何公司建立或保持顧問、投資銀行、或証券服務關係；及
- (2) 已經向此刊物所提到的公司提供了大量的建議或投資服務。

國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司的一位或多位董事、高級職員及/或員工可能擔任此刊物所提到的証券發行公司的董事。此刊物對於收件人來說屬機密文件。此刊物絕無讓居住在法律或政策不允許該報告流通或發行的地方的人閱讀之意圖。

未經國元(香港)事先授權，任何人不得因任何目的複製、發出或發表此刊物。國元(香港)保留一切追究權利。

規範性披露

- 分析員的過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在報告內發表具體建議及意見沒有直接關聯。
- 國元証券(香港)有限公司、國元期貨(香港)有限公司及其每一間在香港從事投資銀行、自營証券交易或代理証券經紀業務的集團公司，並無對在此刊物所評論的上市公司持有需作出披露的財務權益、跟此刊物內所評論的任何上市公司在過去12個月內並無就投資銀行服務收取任何補償或委託、並無僱員或其有關聯的個人擔任此刊物內所評論的任何上市公司的高級人員及沒有為此刊物所評論的任何上市公司的証券進行莊家活動。

國元証券(香港)有限公司

公司地址：香港干諾道中3號中國建設銀行大廈22樓

公司電郵：cs@gyzq.com.hk 公司主機：+852-37696888

公司傳真：+852-37696999 服務熱線：400-888-1313

公司網址：<http://www.gyzq.com.hk>