

买入

2015年3月30日

业绩符合预期，创新药气势如虹

- 业绩符合预期，创新药引领利润增长：** 公司全年收入增长 10.1%至 109.6 亿港元，毛利率 38.2%，同比上期增加 6.7ppt。不计入出售附属公司收益及期权费用，公司应占溢利增长 39.4%至 13.2 亿港元，计入后应占溢利增长 30.4%至 12.68 亿港元。符合我们之前的预期，其中创新药板块收入增幅达 44.9%，创新药和普药一共贡献了约 90%的盈利。
- 主力药品保持高增长，肿瘤板块异军突起：** 全年恩必普增长高达 43%至 14.13 亿港元，欧来宁增长达 33%至 7.89 亿港元，玄宁增长达 28%至 3.29 亿港元。肿瘤药板块增长更是高达 227%达 2.5 亿港元。2015 年招标形势预计将对恩必普与欧来宁有一定影响，但有利于公司具备较高利润率的肿瘤药在新的省份进行销售。我们预计创新药板块仍能维持 40%以上增速，其中肿瘤药增速维持 100%以上。随着公司产品线日益丰富，利润水平将日益提高，规模效应将日益凸显。
- 其他板块稳定发展，持续贡献现金流：** 抗生素剔除出售内蒙古与天津厂造成的影响，收入同比增长 16%，经营利润率全年为 6.6%，四季度达到 9.2%，观察到四季度 7-ACA 价格自 500 元/千克提升至 675 元/千克，15 年价格一直维持在 690 元/千克，预计高利润率能继续维持。维生素 C 出口价格自 13 年均价 3472 美元/吨上升至 14 年均价 3739 美元/吨，因而 14 年有所减亏，但维生素 C 价格仍呈下降趋势，短期难以转亏为盈。咖啡因价格较稳定，公司销售产品组合有所改变因而利润率略下降。三大板块预计将继续为公司贡献稳定现金流。
- 维持目标价 7.99 港元，买入评级：** 基于公司全年业绩符合我们预期，且 15 年仍有多个新产品上市，我们略调高公司盈利预测，预计 15-17 年每股盈利为 29.3、37.5 和 47.4 港仙；维持目标价 7.99 港元，相较于现价有 26.2%的上升空间，为 15 年每股摊薄收益的 27.3 倍市盈率，维持买入评级。

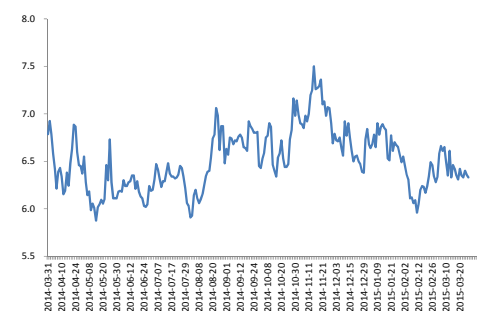
蓝宇
852-25321954
Yu.lan@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	医药
股价	6.33 港元
目标价	7.99 港元 (+26.2%)
股票代码	1093
已发行股本	59.08 亿股
市值	374 亿港元
52 周高/低	7.63/5.32 港元
每股净现值	1.38 港元
主要股东	卓泽 (41.05%)

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
收入(百万港币)	9,949	10,955	12,051	13,627	15,629
变动(%)		10.1%	10.0%	13.1%	14.7%
净利润(百万港币)	973	1,268	1,749	2,239	2,831
变动(%)		30.40%	37.86%	28.04%	26.44%
每股摊薄收益(港仙)	16.54	21.26	29.30	37.52	47.44
市盈率@6.33港元	38.27	29.77	21.60	16.87	13.34
每股派息(港仙)	8.00	10.00	12.00	15.16	19.17
息率(%)	1.3%	1.6%	1.9%	2.4%	3.0%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：彭博

附录 1: 主要财务报表

损益表						财务分析					
〈港币千元〉, 财务年度截至〈十二月〉						〈港币千元〉, 财务年度截至〈十二月〉					
	2013实际	2014实际	2015预测	2016预测	2017预测		2013实际	2014实际	2015预测	2016预测	2017预测
收入	9,949,103	10,955,077	12,050,966	13,627,480	15,628,989	盈利能力					
毛利	3,133,061	4,187,353	5,169,864	6,309,523	7,720,721	毛利率 (%)	31.5%	38.2%	42.9%	46.3%	49.4%
销售及管理费用	(1,921,030)	(2,339,729)	(2,651,213)	(3,134,320)	(3,750,957)	EBITDA 利率 (%)	18.4%	19.9%	23.8%	25.8%	27.5%
其他费用	(243,455)	(307,814)	(361,529)	(408,824)	(468,870)	净利率 (%)	9.8%	11.6%	14.5%	16.4%	18.1%
营运收入	968,576	1,539,810	2,157,123	2,766,378	3,500,894	营运表现					
其他净收入	197,357	135,521	144,612	163,530	187,548	SG&A/收入 (%)	19.3%	21.4%	22.0%	23.0%	24.0%
财务开支-净额	(72,537)	(54,358)	(61,294)	(61,294)	(61,294)	实际税率 (%)	20.7%	20.8%	21.0%	21.0%	21.0%
税前盈利	1,247,624	1,621,484	2,240,441	2,868,615	3,627,148	股息支付率 (%)	45.9%	46.6%	40.0%	40.0%	40.0%
所得税	(258,324)	(337,153)	(470,493)	(602,409)	(761,701)	存货周转天数	99.3	97.4	98.2	96.9	94.2
少数股东权益	16,549	15,885	21,239	27,194	34,385	应收账款天数	73.5	65.9	62.9	58.4	53.5
净利润	972,751	1,268,446	1,748,709	2,239,011	2,831,062	财务状况					
折旧及摊销	656,282	610,212	690,007	712,660	726,773	负债/权益	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
EBITDA	1,831,369	2,177,338	2,869,154	3,519,981	4,292,628	收入/总资产	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
增长						总资产/股本	21.8	1.3	1.4	1.5	1.7
总收入 (%)	140%	10%	10%	13%	15%	盈利对利息倍数	25.2	40.1	46.8	57.4	70.0
EBITDA (%)	-22%	34%	54%	45%	46%						
资产负债表						现金流量表					
〈港币千元〉, 财务年度截至〈十二月〉						〈港币千元〉, 财务年度截至〈十二月〉					
	2013实际	2014实际	2015预测	2016预测	2017预测		2013实际	2014实际	2015预测	2016预测	2017预测
现金	1,187,751	1,468,421	2,545,570	4,001,389	5,819,072	税前利润	1,247,624	1,621,484	2,240,441	2,868,615	3,627,148
应收账款	3,012,398	3,086,071	3,294,343	3,518,424	3,759,647	营运资金变化	(742,672)	(151,929)	(294,188)	(235,167)	(250,100)
存货	1,855,188	1,805,749	1,850,550	1,943,078	2,040,231	其他经营性现金流变化	598,505	612,140	754,183	773,953	788,067
其他流动资产	317,436	245,505	233,602	225,578	217,956	所得税	(288,594)	(300,329)	(456,079)	(589,583)	(747,593)
总流动资产	6,372,773	6,605,746	7,924,065	9,688,470	11,836,906	营运现金流	814,863	1,781,366	2,244,357	2,817,817	3,417,522
固定资产	4,961,171	5,049,087	4,795,197	4,519,821	4,231,046	资本开支	(563,667)	(659,557)	(400,000)	(400,000)	(400,000)
无形资产	256,035	236,349	219,802	202,937	186,379	其他投资活动	1,187,811	(122,177)	(6,430)	(5,100)	(6,121)
其他非流动资产	567,497	518,394	503,075	487,756	472,437	投资活动现金流	624,144	(781,734)	(406,430)	(405,100)	(406,121)
总资产	12,200,547	12,501,230	13,533,793	14,990,638	16,818,422	股本变化	-	-	-	-	-
应付帐款	2,576,596	2,556,876	2,649,483	2,746,458	2,848,091	负债变化	(947,571)	(78,320)	-	-	-
短期借款	659,946	624,070	624,070	624,070	624,070	股息	(401,519)	(590,802)	(699,484)	(895,604)	(1,132,425)
其他短期负债	601,909	421,550	406,802	396,071	389,199	其他融资活动	(380,181)	(54,358)	(61,294)	(61,294)	(61,294)
总短期负债	3,838,451	3,602,496	3,680,355	3,766,599	3,861,361	融资活动现金流	(1,729,271)	(723,480)	(760,777)	(956,898)	(1,193,718)
长期借款	680,120	601,800	601,800	601,800	601,800	现金变化	(290,264)	276,152	1,077,149	1,455,819	1,817,683
其他长期负债	33,117	29,645	29,645	29,645	29,645	期初持有现金	1,449,977	1,187,751	1,468,421	2,545,570	4,001,389
总负债	4,603,747	4,349,702	4,311,800	4,398,044	4,492,806	汇兑影响	28,038	4,518	-	-	-
股东权益	7,596,800	8,151,528	9,221,993	10,592,594	12,325,616	期末持有现金	1,187,751	1,468,421	2,545,570	4,001,389	5,819,072
每股账面值	1	1	2	2	2						
营运资本	2,534,322	3,003,250	4,243,710	5,921,871	7,975,546						

数据来源: 公司资料、第一上海预测

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、数据、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为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数据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。