

买入

2014年12月19日

油价急速下降，15年毛利率有望较大幅提升

- **油价下降带动公司生产成本下降：**原油价格自14年8月至12月17日已下跌45%以上。我们观察到其下游聚丙烯的现货价大约滞后两个月开始下跌，至今已下跌27%以上，聚乙烯现货价下跌22%以上，还有进一步下跌空间。聚丙烯和聚乙烯是公司塑瓶和非PVC输液袋的主要生产材料，原料成本占输液袋成本60%以上，因此公司15年毛利率有望较大幅上升。
- **出售西安利君后，净利率有望大幅提升：**公司输液业务2012年净利率19%，2013年净利率23%，2014年上半年27%，而综合净利率2012-2013年分别为11.6%和15%，2014年上半年为19.7%。随着原材料下降带来纯利率的提升，我们预计2014年全年平均将达到18%（西安利君下半年仍并表4个月，其费用主要发生在下半年），2015年有望达到31.3%。
- **招标情况良好，价格预计继续下降空间不大：**今年公司总共在11个省市中标，其中宁夏重庆为首次中标，安徽、青海等省份原先中标的品种也较少。产品单价有一定的下跌，尤其是塑瓶因销往基层，公司采取以价格换市场的策略，目前价格已非常接近同行成本价，预计继续下跌空间有限。明年还有多个省区开始基药与非基药招标，有望进入新市场。
- **主席多次增持，彰显对公司信心：**11至12月之间，主席曲继广先生多次增持公司股票，一共增持2042万股，耗资7054万港元，平均价格3.45港元，高于当前价格。这彰显了主席对公司发展的信心，认为当前公司价值被低估。另外11月份公司一共回购939.8万股，其中注销399.8万股。增持和回购股份超过总股本的1%。
- **目标价4.5港元，维持买入评级：**我们调低14年的盈利预测，基于塑瓶单价下降及出售西安利君后不再将其盈利并表。同时调高15-16年盈利预测，基于招标和成本下降对销售和盈利的利好。预计2014-2016年每股盈利分别为0.19、0.28及0.35港元，我们调高公司目标价4.5港元，相当于2015年每股盈利16倍市盈率，维持买入评级。

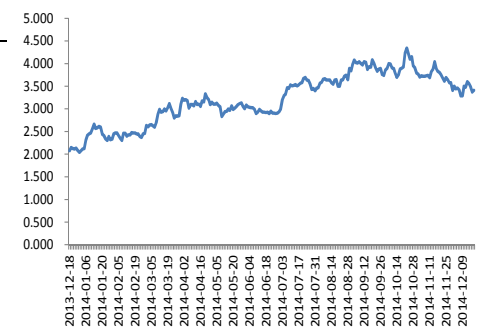
蓝宇
852- 2532 1954
yu.lan@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	医药
股价	3.41 港元
目标价	4.5 港元 (+32%)
股票代码	2005
已发行股本	29.74 亿股
市值	101.4 亿港元
52 周高/低	4.35/2.07 港元
每股净现值	1.05 港元
主要股东	曲继广 (29.57%)

盈利摘要

截止 12月31日	2012年历史	2013年历史	2014年预测	2015年预测	2016年预测
营业额(港币千元)	2,430,684	2,745,316	3,177,850	2,618,030	3,199,025
变动(%)	12.8%	12.9%	15.8%	-17.6%	22.2%
净利润(港币千元)	280,991	411,818	572,882	819,745	1,027,479
每股盈利(港元)	0.10	0.14	0.19	0.28	0.35
变动(%)		46.6%	38.5%	43.1%	25.3%
市盈率@3.41港元(倍)	35.6	24.3	17.5	12.2	9.8
每股股息(港元)	0.037	0.040	0.090	0.084	0.105
股息现价比率(%)	1.1%	1.2%	2.6%	2.5%	3.1%

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

财务报表摘要						财务分析				
损益表										
港币千元, 财务年度截至12月31日										
	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
营业收入	2,430,684	2,745,316	3,177,850	2,618,030	3,199,025	盈利能力和				
营业成本	-1,397,590	-1,512,986	-1,663,231	-1,105,560	-1,341,314	经营利润率 (%)	15.3%	19.6%	23.6%	39.2%
毛利	1,033,094	1,232,330	1,514,620	1,512,469	1,857,711	EBITDA 利润率 (%)	21.5%	24.9%	31.9%	53.1%
销售费用	-410,798	-497,708	-476,168	-287,983	-351,893	净利率 (%)	11.6%	15.0%	18.0%	31.3%
行政开支	-290,201	-291,530	-317,785	-209,442	-255,922	营运表现				
其他收入及收益	40,121	95,738	30,000	10,000	10,000	SG&A/收入 (%)	28.8%	28.7%	25.0%	19.0%
经营盈利	372,216	538,830	750,667	1,025,044	1,259,896	实际税率 (%)	16.5%	16.5%	16.0%	15.5%
财务费用	-35,712	-45,353	-68,664	-54,931	-43,945	股息支付率 (%)	38.2%	28.5%	46.2%	30.0%
税前盈利	336,504	493,477	682,003	970,113	1,215,951	应付账款天数	86	100	100	100
所得税	-55,513	-81,659	-109,120	-150,367	-188,472	应收账款天数	122	123	123	123
净利润	280,991	411,818	572,882	819,745	1,027,479	财务状况				
折旧及摊销	151,542	145,304	262,504	364,118	364,118	负债/权益	0.60	0.77	0.73	0.48
EBITDA	523,758	684,134	1,013,171	1,389,162	1,624,014	收入/总资产	0.61	0.54	0.58	0.47
每股盈利(港元)	0.10	0.14	0.19	0.28	0.35	总资产/股本	1.60	1.77	1.73	1.48
增长						盈利对利息倍数	10	12	11	19
营业收入 (%)	12.8%	12.9%	15.8%	-17.6%	22.2%	净资产收益率	11.3%	14.4%	18.0%	21.9%
EBITDA (%)	291.2%	30.6%	48.1%	37.1%	16.9%					
每股收益 (%)	-664.1%	46.6%	38.5%	43.1%	25.3%					
资产负债表						现金流量表				
	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测	2012年 实际	2013年 预测	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
现金	411,783	336,928	88,803	592,001	1,403,281	EBITDA	523,758	684,134	1,013,171	1,389,162
应收账款	826,943	934,193	1,081,378	890,879	1,088,584	融资成本	-35,712	-45,353	-68,664	-54,931
存货	398,758	404,911	404,911	404,911	404,911	营运资金变化	-190,465	40,800	-52,361	-133,041
其他流动资产	152,191	234,964	234,964	234,964	234,964	所得税	-55,513	-81,659	-109,120	-150,367
总流动资产	1,789,675	1,910,996	1,810,056	2,122,755	3,131,740	营运现金流	242,068	597,922	783,025	1,050,823
非流动资产						资本开支	-407,440	-903,277	-758,529	-90,000
固定资产	1,630,224	2,438,408	2,955,991	2,708,666	2,461,341	其他投资活动	13,379	20,681	-7,822	-19,644
无形资产	310,964	322,995	331,710	353,247	400,428	投资活动现金流	-394,061	-882,596	-766,351	-109,644
其他非流动资产	260,575	411,509	395,311	373,939	352,634	已付股息	-103,747	-117,198	-264,800	-245,924
总资产	3,991,438	5,083,908	5,493,067	5,558,607	6,346,143	其他融资活动	409,583	319,179	0	-192,057
流动负债						融资活动现金流	305,836	201,981	-264,800	-437,980
短期借款	522,474	732,774	732,774	586,219	527,597	现金变化	153,843	-82,693	-248,125	503,198
应计款项	330,660	415,371	456,619	303,517	368,241	期初持有现金	257,980	411,783	336,928	88,803
其他短期负债	300,671	566,791	629,601	469,392	575,393	汇率存款变动影响	-40	7,838	0	0
总流动负债	1,153,805	1,714,936	1,818,994	1,359,128	1,471,231	期末持有现金	411,783	336,928	88,803	592,001
长期借款	306,034	455,019	455,019	409,517	368,565					
其他固定负债	42,503	47,057	44,076	41,162	38,312					
总负债	1,502,342	2,217,012	2,318,089	1,809,807	1,878,108					
股东权益	2,489,096	2,866,896	3,174,979	3,748,800	4,468,035					
负债权益合计	3,991,438	5,083,908	5,493,067	5,558,607	6,346,143					

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。

©2014 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。