

买入

2014年12月16日

创新药快速增长，未来招标实施对公司相对有利

- 前三季度扣非净利润增长 41.6%:** 公司在 2014 年前三季度录得收入 81.4 亿港元，同比增长 9.5%，毛利率 37.8%，同比上期增加 7.1ppt。净利润增长 21.2%至 9.2 亿港元。如果不计入一次性费用及收益，则公司股东应占溢利增长 41.6%至 9.2 亿港元。符合我们的预期。整体创新药增长 47.8%至 20.2 亿元，其中最大单品恩必普增长了 44.8%。创新药的快速发展是公司业绩增长的核心动力。
- 伊马替尼获批，丰富肿瘤药产品线:** 公司的肿瘤药甲磺酸伊马替尼在 2014 年 11 月获得 CFDA 的注册批件，该药品主要用于白血病及恶性胃肠道间质肿瘤，在国内公司是第三家拿到仿制药批文的生产商，市场空间很大。我们预计今年公司能够在肿瘤药上完成 2.5 亿港元左右的销售，未来各省随着招标的推进，公司在肿瘤药方面的销售将有可能呈现爆发式增长。
- 抗生素运营改善，维 C 价格下半年有所下降:** 原料药业务各有波动，维生素的运营有所改善，维 C 在年初涨价之后，下半年价格有所回调，总体价格比去年高。咖啡因维持相对稳定。整体来看，公司的原料药业务仍然在改善过程中，未来虽然没有很大的发展空间，也不是公司的战略重点，但我们预计原料药业务不会对公司造成重大负担。
- 管理层增持股份，股权结构改善:** 今年弘毅资本减持了公司的股份，目前占公司股权大约 30%左右，而包括蔡主席在内的管理层，如果全部行使 1.5 亿购股权，持股比例已经上升至 29%左右，成为单一最大股东。股权结构的优化有助于公司长远发展。
- 提高目标价至 7.99 港元，维持买入评级:** 基于公司优秀的业绩表现，研发实力和储备也非常雄厚，我们预测公司 14-16 年每股盈利为 21.29、29.57 和 37.89 港仙；提高公司目标价至 7.99 港元，相较于现价有 18.4%的上升空间，为 15 年每股摊薄收益的 27 倍市盈率，维持买入评级。

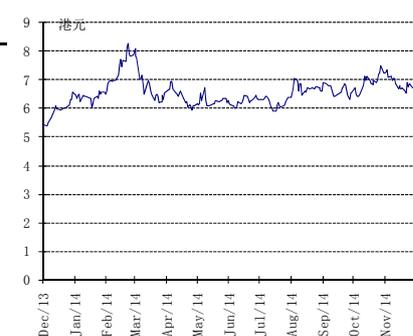
蓝宇
852-25321954
Yu.lan@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	医药
股价	6.57 港元
目标价	7.99 港元 (+18.4%)
股票代码	1093
已发行股本	59.08 亿股
市值	398.8 亿港元
52 周高/低	8.49/5.16 港元
每股净现值	1.28 港元
主要股东	卓泽 (44.48%)

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
收入 (百万港币)	4,146	9,949	10,770	11,878	13,228
变动 (%)			8.2%	10.3%	0.0%
净利润 (百万港币)	2,162	973	1,258	1,747	2,238
变动 (%)			29.32%	38.90%	28.11%
每股摊薄收益 (港仙)	52.04	16.54	21.29	29.57	37.89
市盈率@6.75港元	12.97	40.81	31.70	22.82	17.82
每股派息 (港仙)	15.57	8.00	8.52	11.83	15.16
息率 (%)	2.3%	1.2%	1.3%	1.8%	2.2%

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〉					
	2012实际	2013实际	2014预测	2015预测	2016预测		2012实际	2013实际	2014预测	2015预测	2016预测
收入	4,146,444	9,949,103	10,769,795	11,877,609	13,228,251	盈利能力					
毛利	1,805,340	3,133,061	4,124,832	4,988,596	5,899,800	毛利率 (%)	43.5%	31.5%	38.3%	42.0%	44.6%
销售及管理费用	(992,660)	(1,921,030)	(2,287,665)	(2,553,686)	(2,870,530)	EBITDA 利率 (%)	58.5%	18.1%	19.9%	23.6%	26.5%
其他费用	(87,797)	(243,455)	(344,633)	(332,573)	(357,163)	净利率 (%)	52.1%	9.8%	11.7%	14.7%	16.9%
营运收入	724,883	968,576	1,492,533	2,102,337	2,672,107	营运表现					
其他净收入	34,712	197,357	182,035	200,867	223,828	SG&A/收入 (%)	23.9%	19.3%	21.2%	21.5%	21.7%
财务开支-净额	(60,090)	(72,537)	(58,462)	(58,462)	(20,202)	实际税率 (%)	5.7%	20.7%	21.0%	21.0%	21.0%
税前盈利	2,300,823	1,247,624	1,616,105	2,244,742	2,875,733	股息支付率 (%)	13.9%	45.9%	40.0%	40.0%	40.0%
所得税	(131,975)	(258,324)	(339,818)	(472,002)	(604,680)	存货周转天数	-	415.3	392.0	359.2	320.8
少数股东权益	6,613	16,549	18,348	25,485	32,648	应收账款天数	724.0	318.7	264.6	228.0	194.4
净利润	2,162,235	972,751	1,257,939	1,747,256	2,238,405	财务状况					
折旧及摊销	185,795	630,530	589,729	620,573	643,613	负债/权益	1.0	0.6	0.5	0.4	0.4
EBITDA	2,426,528	1,805,617	2,147,372	2,806,853	3,499,144	收入/总资产	0.3	0.8	0.9	0.9	0.9
增长						总资产/股本	50.3	21.8	21.9	23.8	26.3
总收入 (%)	-43.8%	139.9%	8.2%	10.3%	11.4%	盈利对利息倍数	40.4	24.9	36.7	48.0	173.2
EBITDA (%)	202.7%	-23.3%	32.6%	50.4%	46.2%						
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〉					
	2012实际	2013实际	2014预测	2015预测	2015预测		2012预测	2013实际	2014预测	2015预测	2015预测
现金	1,449,977	1,187,751	1,470,288	2,791,469	4,430,334	税前利润	2,300,823	1,247,624	1,616,105	2,244,742	2,875,733
应收账款	3,111,719	3,012,398	3,009,144	3,020,789	3,048,061	营运资金变化	(396,013)	(711,707)	55,718	45,843	39,390
存货	2,022,406	1,855,188	1,762,429	1,674,307	1,590,592	其他经营性现金流变化	(1,360,545)	598,505	686,109	721,301	711,621
其他流动资产	225,750	317,436	324,027	335,244	347,022	所得税	(162,068)	(288,594)	(330,829)	(462,467)	(594,297)
总流动资产	6,809,852	6,372,773	6,565,887	7,821,809	9,416,008	营运现金流	498,078	814,863	1,975,044	2,549,420	3,032,446
固定资产	6,134,372	4,961,171	4,771,442	4,550,869	4,307,256	资本开支	(199,449)	(563,667)	(400,000)	(400,000)	(400,000)
无形资产	125,862	256,035	255,371	255,222	255,239	其他投资活动	461,194	1,187,811	(64,204)	(70,874)	(78,018)
其他非流动资产	570,465	567,497	593,833	621,538	650,681	投资活动现金流	261,745	624,144	(464,204)	(470,874)	(478,018)
总资产	13,698,711	12,200,547	12,229,604	13,292,509	14,672,255	股本变化	845,994	-	-	-	-
应付账款	3,448,419	2,530,597	2,445,077	2,367,933	2,299,158	负债变化	(77,125)	(947,571)	(666,666)	-	-
短期借款	1,816,883	659,946	659,946	659,946	659,946	股息	(409,271)	(401,519)	(503,176)	(698,902)	(895,362)
其他短期负债	974,743	647,908	708,099	774,309	847,140	其他融资活动	17,146	(380,181)	(58,462)	(58,462)	(20,202)
总短期负债	6,240,045	3,838,451	3,813,122	3,802,188	3,806,244	融资活动现金流	376,744	(1,729,271)	(1,228,304)	(757,364)	(915,564)
长期借款	499,345	680,120	13,454	13,454	13,454	现金变化	1,136,567	(290,264)	282,537	1,321,182	1,638,865
其他长期负债	155,930	33,117	33,117	33,117	33,117	期初持有现金	310,423	1,449,977	1,187,751	1,470,288	2,791,469
总负债	6,934,966	4,603,747	3,859,693	3,848,759	3,852,815	汇兑影响	2,987	28,038	-	-	-
股东权益	6,763,745	7,596,800	8,369,911	9,443,749	10,819,440	期末持有现金	1,449,977	1,187,751	1,470,288	2,791,469	4,430,334
每股账面值	3.5	1.4	1.4	1.6	1.8						
营运资金	569,807.0	2,534,322.0	2,752,765.0	4,019,620.3	5,609,764.4						

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,而第一上海或其关联人士不会对因使用/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。第一上海或其关联人士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。第一上海或其关联人士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。