

持有

2014年9月3日

中期业绩符合预期，保持良好增长态势

- 中期业绩符合预期，保持良好增长态势：** 截止2014年6月30日，收入增长24.4%至59.1亿港元，不计入股票投资收益，利润增长23.4%至6.4亿港元，计入股票投资收益后，利润增长30.7%至6.3亿港元。每股收益12.8港仙。增长态势良好，全年有望超过我们之前作出的2014年收入117亿港元，利润12.2亿港元的预期。业绩增长主要原因是主力产品润众、凯芬继续保持良好增长，毛利率上升、费用率下降导致利润率上升。
- 招标进度缓慢，压力低于预期：** 正如我们之前报告强调，2014年招标进度尤其是非基药招标比预期缓慢，意味着公司产品的降价压力与竞争压力远远低于预期。公司上半年毛利率不降反略有上升，且多家产品如润众依旧保持高增长，印证了我们之前的判断。目前已进入9月，我们预计下半年招标加速的概率较低，随着公司新产品研发进度的推移、肿瘤板块的蓬勃发展，招标对公司的影响将有望从负面逐渐转为中性甚至正面。
- 研发与并购并重，管理与销售齐抓：** 公司已被证明有卓越的并购能力和精准的眼光，经典案例如对江苏正大天晴及北京泰德的收购，奠定了公司发展的基础。当前公司账面现金48亿，具备充分的抓住机遇的实力。研发实力也多次被印证，在仿制药领域，无论是数量还是质量均处于领先地位。另外从管理费用率下降趋势、凯时面对多家压力二季度仍同比增长1%，润众除去年三季度以外一直维持40%以上增长可见，公司具备卓越的销售和管理能力。
- 提高公司目标价至7.6港元，降至持有评级：** 我们略调高14-16年的盈利预测，考虑到公司具备良好的并购、研发、管理以及销售能力，我们认为公司一直具备良好的长期投资价值。提高目标价至7.6港元，相当于15年EPS的25倍，相较于现价有4.8%的上升空间，考虑到现价已一定程度反映了公司的价值，已达到我们上一次报告给出的目标价，我们将其降至持有评级。

蓝宇
852-25321954
Yu.lan@firstshanghai.com.hk

主要数据

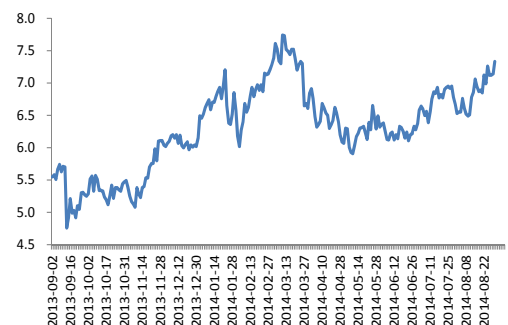
行业	医药
股价	7.25 港元
目标价	7.6 港元 (+4.8%)
股票代码	1177
已发行股本	49.41 亿股
市值	358 亿港元
52 周高/低	7.84/4.28 港元
每股净现值	1.49 港元
主要股东	谢炳、郑翔玲 (42.7%)

盈利摘要

截至12月31日财政年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
收入 (百万港元)	7,497	9,901	12,196	14,648	16,920
变动	29.7%	32.1%	23.2%	20.1%	15.5%
利润 (百万港元)	891	1,037	1,320	1,495	1,708
每股摊薄盈利 (港仙)	18.03	20.98	26.71	30.25	34.56
变动	89.2%	16.4%	27.3%	13.3%	14.2%
市盈率@7.25港元 (倍)	40.22	34.56	27.14	23.97	20.98
每股派息 (港仙)	5.00	5.00	8.00	10.00	12.00
息率	0.7%	0.7%	1.1%	1.4%	1.7%

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

1177.HK

损益表

<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
收入	7,496,888	9,901,196	12,195,822	14,648,485	16,919,641
毛利	5,886,301	7,672,845	9,537,133	11,352,576	13,112,721
销售及管理费用	-3,992,504	-5,052,298	-6,171,086	-7,412,133	-8,561,338
其他费用	-540,972	-908,321	-1,280,561	-1,538,091	-1,776,562
营运收入	1,352,825	1,712,226	2,085,486	2,402,352	2,774,821
其他净收入	139,253	188,782	231,721	278,321	321,473
财务开支	-9,650	-2,500	-20,044	0	0
应占联营公司盈利	240,179	238,002	340,513	306,702	316,327
税前盈利	1,722,607	2,136,510	2,637,675	2,987,375	3,412,621
所得税	-305,135	-354,551	-437,854	-495,904	-566,495
净利润	1,417,472	1,781,959	2,199,821	2,491,471	2,846,126
折旧及摊销	175,862	207,115	265,767	309,575	360,069
EBITDA	1,908,119	2,346,125	2,923,486	3,296,950	3,772,690
增长					
总收入 (%)	29.7%	32.1%	23.2%	20.1%	15.5%
EBITDA (%)	67.0%	23.0%	24.6%	12.8%	14.4%

资产负债表

<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
现金	2,547,455	2,981,343	4,193,558	5,719,607	7,418,560
应收账款	1,133,715	1,582,998	1,804,313	2,006,642	2,317,759
存货	553,077	805,343	910,510	1,083,587	1,199,440
其他流动资产	363,879	457,207	474,070	496,515	523,700
总流动资产	4,598,126	5,826,891	7,382,451	9,306,350	11,459,459
固定资产	1,717,330	2,107,111	2,212,467	2,323,090	2,439,244
无形资产	121,052	145,842	150,344	151,468	149,463
其他非流动资产	1,264,670	1,889,023	2,220,782	2,514,521	2,818,205
总资产	7,701,178	9,968,867	11,966,044	14,295,428	16,866,371
应付帐款	295,180	475,003	509,886	586,943	625,795
短期借款	21,146	74,153	-	-	-
其他短期负债	1,478,612	2,030,714	2,232,550	2,455,805	2,701,386
总短期负债	1,794,938	2,579,870	2,742,436	3,042,748	3,327,181
长期借款	26,734	-	-	-	-
其他长期负债	94,810	164,034	161,198	160,002	160,419
总负债	1,916,482	2,743,904	2,903,634	3,202,750	3,487,599
股东权益	5,784,696	7,224,963	9,062,410	11,092,678	13,378,772
每股账面值	1.17	1.46	1.83	2.24	2.71
营运资金	2,803,188	3,247,021	4,640,016	6,263,602	8,132,279

数据来源: 公司资料、第一上海预测

财务分析

<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
盈利能力					
毛利率 (%)	79.3%	77.5%	78.2%	77.5%	77.5%
EBITDA 利率 (%)	25.5%	23.7%	24.0%	22.5%	22.3%
净利率 (%)	18.9%	18.0%	18.0%	17.0%	16.8%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	53.3%	51.0%	50.6%	50.6%	50.6%
实际税率 (%)	17.7%	16.6%	16.6%	16.6%	16.6%
股息支付率 (%)	27.7%	23.8%	30.0%	33.1%	34.7%
应付账款天数	54.5	77.8	70.0	65.0	60.0
应收账款天数	47.3	58.4	54.0	50.0	50.0
财务状况					
负债/权益	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
收入/总资产	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
总资产/股本	62.3	80.7	96.9	115.7	136.5
盈利对利息倍数	197.7	938.5	145.9	N/A	N/A

现金流量表

<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
税前利润	1,725,117	2,136,510	2,637,675	2,987,375	3,412,621
营运资金变化	149,022	-115,276	-122,073	-112,604	-184,565
其他经营性现金流	-128,507	-96,508	-108,594	-53,341	-39,863
所得税	-388,002	-348,771	-431,356	-488,451	-557,975
营运现金流	1,357,630	1,575,955	1,975,652	2,332,979	2,630,217
资本开支	-331,885	-500,717	-371,123	-420,198	-476,224
其他投资活动	284,756	-191,412	45,712	74,471	104,992
投资活动现金流	-47,129	-692,129	-325,411	-345,727	-371,232
负债变化					
股本变化	-	-	-	-	-
负债变化	-44,091	21,220	-74,153	0	0
股息	-197,659	-247,073	-362,374	-461,203	-560,032
其他融资活动	-286,056	-309,839	-1,500	0	0
融资活动现金流	-527,806	-535,692	-438,027	-461,203	-560,032
现金变化	782,695	348,134	1,212,215	1,526,049	1,698,953
汇率影响	6,222	47,546	-	-	-
期初持有现金	1,705,816	2,494,733	2,890,413	4,193,558	5,719,607
期末持有现金	2,494,733	2,890,413	4,193,558	5,719,607	7,418,560

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、资料、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资料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。