

买入

2014年8月18日

中期业绩符合预期，持续增长动力充足

- **2014 年中期业绩增长 30.1%，符合预期：**公司在 2014 上半年收入同比下降至 9.15 亿人民币，。其中专科药的销售额增长 31%。归属股东盈利增长 33.7%至 1.53 亿人民币。利润增长主要受益于高毛利的专科药业务快速增长。原料药及抗生素业务依然处于低迷状态。
- **心血管用药安系列快速增长：**安系列是公司转型做专科药以来的主打产品系列，主要治疗高血压。销量最大的安内真在 2012 年进入基药目录，在 2013 下半年开始加速增长。2014 上半年，安系列的产销量分别增长 64.3%和 32.9%。目前公司已经在全国 18 个省市申报低价药目录，未来安系列产品将继续下沉渠道，走基层市场。
- **雷易得上半年销量提升 62.5%：**雷易德是公司在乙肝病领域的重要产品，该产品上半年产销量分别提升 103.4%及 62.5%。今年新招标的 5 个省市全部中标，香港市场在 6 月开始逐步供货。雷易得过去是采用代理商总包销售，代理协议将在 2015 年到期，届时公司将改用自己的队伍来推广和销售。我们认为雷易（恩替卡韦分散片）作为替代拉米夫定的乙肝重磅药，未来将持续高速增长。
- **原料药及中间体业务下半年有望改善：**公司在 2014 上半年原料药的生产及销售分别较去年同期下降 55%及 54%，粉针剂的产量同比下降了 93%，原料药及中间体业务下滑 46%，亏损近 1800 万人民币。主要由于公司厂房进行了新版 GMP 改造，造成产能不足。今年上半年抗生素原料药的价格有所提升。随着公司下半年原料药逐步恢复产量，原料药及中间体业务有望的到改善。
- **调整目标价至 7.80 港元，买入评级：**我们认为公司的专科药产品组合较好，有望在未来两三年维持高速增长。我们预计 2014-2016 年分别录得收入 10.5 亿、12.0 亿及 13.8 亿人民币，归属股东盈利 2.1 亿、2.6 亿及 3.3 亿元，对应每股摊薄盈利 0.26，0.33, 0.42 人民币。我们以公司 2014 年的 24 倍市盈率作为估值参考，目标价较调整为 7.80 港元，较现价有 23.6%的上升空间，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	6.31 港元
目标价	7.80 港元 (+23.6%)
股票代码	2348
已发行股本	8.06 亿股
市值	50.87 亿港元
52 周高/低	6.93/2.42 港元
每股净现值	1.33 人民币
主要股东	李其玲 (42.7%)

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
收入 (人民币千元)	856,539	914,973	1,053,044	1,199,123	1,383,503
变动 (%)	-20.8%	6.8%	15.1%	13.9%	15.4%
净利润 (人民币千元)	114,506	153,099	208,078	263,634	333,796
每股摊薄收益 (人民币元)	0.14	0.19	0.26	0.33	0.42
变动 (%)	-21.9%	33.4%	35.9%	26.7%	26.6%
市盈率@6.31港元	35.3	26.4	19.4	15.3	12.1
每股派息 (人民币元)	0.06	0.07	0.10	0.13	0.17
息率 (%)	1.1%	1.4%	2.1%	2.6%	3.3%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：彭博

专科药快速增长

2014年中期业绩同比增长 30.1%

公司在2014上半年销售收入为4.1亿人民币，同比下降了8.3%。原料药及中间体业务由于厂房进行新版GMP改造，销售额同比下降了46%，而系统专科药则同比增长了19%。

公司的毛利率提升了15%，主要因为专科药的业务占比从42%提升至62%。上半年净利润为1.01亿人民币，同比上升30.1%；每股收益为0.13人民币。符合预期。

图表 1: 2014年中期业绩分析

人民币千元	截至6月30日半年			评论
	2014	2013	变动	
收入	409,884	446,911	-8.3%	中间体及原料药因厂房GMP改造，产量下降，销售额同比下降46%，而成药销售额同比增长19%。
销售成本	(174,561)	(258,607)	-32.5%	
毛利	235,323	188,304	25.0%	
其他收入及收益	8,836	8,181	8.0%	
销售及分销费用	(55,242)	(54,627)	1.1%	专科药的销售比例上升，销售费用略有提高。
行政费用	(28,828)	(27,742)	3.9%	
其他费用	(28,336)	(14,355)	97.4%	研发费用大幅增加。
财务费用	(1,659)	(1,865)	-11.0%	
除税前溢利	130,094	97,896	32.9%	
所得税	(28,310)	(19,673)	43.9%	有效税率21.7%，略有提高。
期间溢利	101,784	78,223	30.1%	
每股盈利				
—基本	0.127	0.098	29.7%	
—摊薄	0.126	0.098	29.4%	
毛利率	57.4%	42.1%	15.3%	专科药比重从42.2%上升至61.9%。致整体毛利率提升15个百分点。
净利率	24.8%	17.5%	7.3%	

资料来源：公司资料，第一上海

估值和投资建议

同类公司估值比较

我们观察了港股上市的医药企业，2014年和2015年的平均市盈率分别为22.2和18.2倍。其中化药企业在2014年的平均市盈率在23.8倍，东瑞制药的估值水平低于同行。

目标价格调整为7.8港元，维持持有评级。

我们以公司2012年1.1倍市净率为估值参考，12个月内目标价调整为7.8港元，该目标价相当于公司2012年的13.9倍市盈率，公司的合理价值已被市场反映，维持持有评级。

图表 2: 相关公司估值比较

证券简称	证券代码	股价 (港元)	港股市值 (百万港元)	2013	PE 2014	2015	2013	PB 2014	2015
综合									
国药控股	1099.HK equity	23.75	23,608	21.15	17.59	14.84	2.07	1.95	1.68
复星医药	2196.HK equity	25.55	10,304	22.50	20.60	17.69	3.02	2.73	2.45
上海医药	2607.HK equity	15.60	11,948	14.90	13.30	11.67	1.27	1.19	1.11
化药									
四环医药	460.HK equity	5.00	51,821	31.48	25.00	20.24	5.12	4.59	4.02
石药集团	1093.HK equity	6.39	37,752	38.63	28.40	22.11	3.85	4.36	3.73
中国生物制药	1177.HK equity	7.06	34,887	33.65	27.69	23.53	5.93	4.81	4.03
康哲药业	867.HK equity	9.89	23,882	29.94	24.36	19.32	5.95	5.26	4.38
东瑞制药	2348.HK equity	6.31	5,087	26.46	19.47	15.36	3.71	3.25	2.84
朗生医药	503.HK equity	3.22	1,336	14.83	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
李氏大药厂	950.HK equity	10.04	5,459	37.12	29.27	22.41	7.55	5.85	4.91
复旦张江	1349.HK equity	6.47	2,200	50.82	N/A	N/A	8.23	N/A	N/A
联邦制药	3933.HK equity	5.80	9,436	196.61	22.39	16.91	1.49	1.37	1.29
利君国际	2005.HK equity	3.60	10,634	25.71	18.95	15.00	3.91	3.26	2.81
远大医药	512.HK equity	1.48	2,904	29.13	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
丽珠医药	1513.HK equity	45.80	5,129	22.00	18.48	15.22	3.17	2.89	2.53
罗欣药业	8058.HK equity	11.38	1,873	12.83	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
精优药业	858.HK equity	0.34	801	71.28	N/A	N/A	2.00	N/A	N/A
中药									
同仁堂科技	1666.HK equity	11.28	7,092	27.51	24.10	19.96	3.14	2.93	2.67
白云山	874.HK equity	27.30	6,003	28.17	22.81	18.30	4.03	3.55	2.98
同仁堂国药	8138.HK equity	9.35	7,761	32.24	25.97	19.48	4.95	5.25	4.37
中国中药	570.HK equity	3.31	8,387	27.10	19.24	15.61	2.87	2.11	1.84
神威药业	2877.HK equity	13.28	10,983	12.68	11.51	10.65	1.94	1.71	1.57
康臣药业	1681.HK equity	5.58	5,580	22.11	20.14	15.99	3.62	3.01	2.58
华瀚生物制药	587.HK equity	2.51	10,251	40.92	27.89	15.69	2.10	1.93	1.82
吉林长白山药业	8049.HK equity	3.10	535	N/A	13.08	10.80	2.92	2.41	1.95
生物药									
华熙生物	963.HK equity	17.40	5,777	48.90	24.79	18.01	8.82	6.64	4.83
亿胜生物	1061.HK equity	2.95	1,642	29.92	23.05	17.66	6.47	6.06	4.84
医疗器械									
威高股份	1066.HK equity	7.73	14,561	68.07	25.02	20.56	2.88	2.81	2.55
先健科技	1302.HK equity	12.00	6,000	N/A	N/A	47.81	15.71	23.35	15.96
微创医疗	853.HK equity	4.63	6,583	36.70	24.50	15.97	2.14	2.01	1.81
普华和顺	1358.HK equity	3.96	6,639	51.37	26.58	15.90	3.55	2.49	2.14
医疗服务									
凤凰医疗	1515.HK equity	10.90	9,088	N/A	37.46	29.54	3.06	3.71	3.44
华夏医疗	8143.HK equity	0.45	521	12.64	N/A	N/A	0.52	N/A	N/A
金卫医疗	801.HK equity	1.28	2,199	13.17	N/A	N/A	0.38	N/A	N/A
康健国际	3886.HK equity	1.15	5,309	115.00	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
医疗商业									
金天医药集团	2211.HK equity	2.59	5,180	9.33	9.56	7.75	1.75	1.47	1.26
中国先锋医药	1345.HK equity	5.48	7,307	18.88	18.64	14.27	3.24	4.40	3.77
金活医药集团	1110.HK equity	2.24	1,394	23.42	17.92	14.93	N/A	N/A	N/A
泰凌医药	1011.HK equity	1.04	1,125	-1.32	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
保健品									
瑞年国际	2010.HK equity	2.03	2,280	3.66	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
其他									
中国动物保健	1940.HK equity	5.78	11,363	42.54	29.19	20.21	4.09	4.07	3.47
中国生物医学	8158.HK equity	0.31	3,588	N/A	N/A	N/A	4.42	N/A	N/A
联合基因集团	399.HK equity	1.17	1,526	N/A	N/A	N/A	2.17	N/A	N/A
联康生物	690.HK equity	0.21	1,014	N/A	N/A	N/A	0.50	N/A	N/A
Average				35.32	22.23	18.17	3.85	4.05	3.32

资料来源: Bloomberg, 第一上海

附录 1: 主要财务报表

损益表

<人民币千元>, 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	856,539	914,973	1,053,044	1,199,123	1,383,503
毛利	324,395	403,248	491,465	589,671	722,228
销售及管理费用	(157,781)	(174,358)	(201,131)	(229,032)	(269,783)
其他费用	(32,522)	(53,521)	(41,069)	(44,368)	(51,190)
营运收入	134,092	175,369	249,265	316,271	401,255
其他净收入	14,374	17,197	15,796	17,987	20,753
财务开支	(3,825)	(3,600)	(4,964)	(4,715)	(4,762)
税前盈利	144,641	188,966	260,097	329,542	417,245
所得税	(30,135)	(35,867)	(52,019)	(65,908)	(83,449)
净利润	114,506	153,099	208,078	263,634	333,796
折旧及摊销	28,402	38,578	53,683	59,052	59,052
EBITDA	142,908	191,677	261,761	322,685	392,848
增长					
总收入 (%)	-20.8%	6.8%	15.1%	13.9%	15.4%
EBITDA (%)	-17.6%	34.1%	36.6%	23.3%	21.7%

资产负债表

<人民币千元>, 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	155,694	205,771	204,112	321,096	425,963
应收账款	402,922	381,203	525,652	540,236	697,231
存货	182,918	155,887	200,554	171,889	235,898
其他流动资产	20,137	19,203	19,986	20,805	21,661
总流动资产	761,671	762,064	950,304	1,054,025	1,380,753
固定资产	385,782	536,832	590,515	620,041	651,043
无形资产	21,821	16,758	17,596	18,476	19,399
其他非流动资产	240,149	148,373	137,166	126,982	117,719
总资产	1,409,423	1,464,027	1,695,581	1,819,524	2,168,915
应付帐款	285,319	245,139	335,173	274,279	390,669
短期借款	201,751	248,176	235,767	238,125	240,506
其他短期负债	75,817	103,036	105,984	109,018	112,142
总短期负债	562,887	596,351	676,924	621,422	743,318
长期借款	-	-	-	-	-
其他长期负债	24,644	33,060	31,990	31,031	30,184
总负债	587,531	629,411	708,913	652,453	773,502
股东权益	982,112	1,091,737	1,243,789	1,424,191	1,652,534
每股账面值	1.23	1.36	1.55	1.78	2.06
营运资金	198,784	165,713	273,380	432,603	637,436

数据来源: 公司资料、第一上海预测

财务分析

<人民币千元>, 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 (%)	37.9%	44.1%	46.7%	49.2%	52.2%
EBITDA 利率 (%)	16.7%	20.9%	24.9%	26.9%	28.4%
净利率 (%)	13.4%	16.7%	19.8%	22.0%	24.1%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	18.4%	19.1%	19.1%	19.1%	19.5%
实际税率 (%)	20.8%	19.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股息支付率 (%)	39.5%	36.6%	40.0%	40.0%	40.0%
应付账款天数	187.6	180.0	180.0	180.0	181.0
应收帐款天数	177.8	160.0	160.0	160.0	161.0
财务状况					
负债/权益	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
收入/总资产	0.6	0.6	0.6	0.7	0.6
总资产/股本	1.4	1.3	1.4	1.3	1.3
盈利对利息倍数	38.8	53.5	53.4	70.9	88.6

现金流量表

<人民币千元>, 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	144,641	188,966	260,097	329,542	417,245
融资成本	3,825	3,600	4,964	4,715	4,762
营运资金变化	78,430	68,892	(55,120)	970	(58,838)
所得税	(23,272)	(30,196)	(52,019)	(65,908)	(83,449)
营运现金流	203,624	231,262	157,921	269,319	279,721
资本开支	(112,665)	(89,895)	(98,819)	(81,136)	(83,620)
其他投资活动	3,336	6,829	12,637	14,389	16,602
投资活动现金流	(109,329)	(83,066)	(86,182)	(66,747)	(67,018)
负债变化	89,737	48,883	(17,372)	(2,358)	(2,381)
股本变化	933	1,001	-	-	-
股息	(53,968)	(48,127)	(56,026)	(83,231)	(105,453)
融资活动现金流	36,702	1,757	(73,398)	(85,589)	(107,835)
现金变化	130,997	149,953	(1,659)	116,984	104,867
汇率影响	(1,602)	(2,989)	-	-	-
期初持有现金	97,805	155,694	205,771	204,112	321,096
期末持有现金	227,200	302,658	204,112	321,096	425,963

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,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/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。