

中期业绩超预期，利润率将持续提升

海外公司研究简报

◆ **进入利润释放期，中期业绩大幅增长 85%：**收入同比增长 27%至 22.7 亿港元，净利润同比增长 85%至 2.06 亿港元，收入及利润超出市场预期及公司指引。毛利率由 42.8%上升至 50.9%，制剂业务占比持续提升，预计利润率仍有提升空间。期内各项业务增长稳健，上半年有西安碑林并表影响，剔除碑林影响，公司整体内生增长仍然在 25%以上，超过行业水平。

◆ **制剂业务占比持续提升：**上半年公司制剂业务实现收入 11 亿人民币，同比大幅增长 58%，剔除碑林并表影响，同比增长 25.28%。眼科、呼吸及耳鼻喉、心血管急救分别增长 134%/108%/21%。独家产品切诺上半年收入 2.3 亿，大幅增长 51%。心血管原有产品不断通过学术推广，新增进入中国专家共识指南等，进一步稳固领导者地位。预计全年制剂 7 个过亿产品，1 个过 5 亿元产品；原料药及生物产品 9 个过亿产品，1 个过 4 亿元。公司对北京九和及西安碑林的投资取得了良好的效果，核心产品均保持较快增长。公司有 203 个产品进入新版医保目录，产品布局较为全面，预计制剂业务占比将持续提升。

◆ **环评压力改善供需格局，牛磺酸有望带来新增长点：**远大富驰的牛磺酸产能和销售规模排第二，仅次于永安药业。近年国内环评问题导致部分企业停产，推动牛磺酸价格上涨。上半年生物技术及营养产品板块收入增长 15.4%，其中牛磺酸大幅增长 67%；氨基酸保持稳健增长，甾体部分有所下降。公司在牛磺酸部分仍有扩充产能计划，有望成为公司新的增长点。精品 API 中的皮质激素、安乃近等产品市占率高，维持稳定增长。

◆ **在研产品及并购项目储备丰富：**公司目前在研产品主要集中在心脑血管和五官科药物及器械领域，其中 2 类新药 1 个，3 类仿制药 15 个。远大天天明 3 个品种（曲伏前列素、贝美前列素、曲伏塞吗滴眼液）获 2016 年 CFDA “首仿药物”优先评审。2017 年 4 月首仿品种曲伏前列素原料药和滴眼液已通过国家局动态现场核查，预计下半年取得生产批件。

◆ **上调目标价至 3.1 港元：**随着公司业务顺利转型到专科药生产领域，未来公司利润率有望持续提升，我们预计公司 17-19 年的 EPS 分别为 0.15/0.20/0.25 港元，上调目标价至 3.1 元，相当于 2017 年倍 21 倍 PE。

◆ **风险提示：**招标降价压力，原料药利润波动，应收账款占比较高

业绩预测和估值指标

指标 (港币)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万)	3,246	3,696	4,257	4,900	5,573
营业收入增长率	4.0%	13.9%	15.2%	15.1%	13.8%
净利润 (百万)	181	269	376	490	608
EPS (港元)	0.08	0.12	0.15	0.20	0.25
净利润增长率	3.4%	48.6%	39.8%	30.3%	24.1%
P/E	34.9	23.5	18.1	13.9	11.2

资料来源：公司资料，光大证券研究所

增持 (维持)

当前价/目标价：2.74 港元/3.1 港元

目标期限：6 个月

分析师

李君周(执业证书编号：S0930515080003)

0755-23945523

lijz@ebsec.com

市场数据

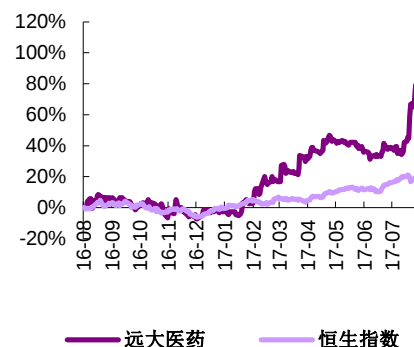
总股本(亿股)：22.37

总市值(亿港元)：61.29

一年最低/最高(港元)：1.31/2.81

近 3 月换手率：11.9%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	26.4	57.6	59.5
绝对	28.0	65.1	77.9

相关研报

细分领域整合者，进入利润释放期

.....2017-06-02

附表：

利润表(百万港元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	3,246	3,696	4,257	4,900	5,573
成本	(1,895)	(1,964)	(2,161)	(2,407)	(2,667)
毛利	1,350	1,732	2,096	2,492	2,906
销售费用	(642)	(903)	(1,043)	(1,200)	(1,365)
行政开支	(432)	(421)	(490)	(563)	(641)
经营利润	403	499	655	821	994
财务成本	(157)	(182)	(213)	(245)	(279)
税前利润	241	314	442	576	716
所得税	(40)	(45)	(66)	(86)	(107)
期内全面收益	200	269	376	490	608
少数股东权益	20	0	0	0	0
净利润	181	269	376	490	608
每股收益(港币)	0.08	0.12	0.15	0.20	0.25
收入增长(%)	4.0%	13.9%	15.2%	15.1%	13.8%
净利润增长(%)	3.4%	48.6%	39.8%	30.3%	24.1%
每股收益增长(%)	3.4%	48.6%	39.8%	30.3%	24.1%
资产负债表(百万港元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
非流动资产	4,227	4,661	4,689	4,790	4,881
物业、厂房及设备	2,543	2,644	2,749	2,842	2,924
预付租金	270	277	280	283	285
无形资产	651	796	796	796	796
商誉	381	481	481	481	481
流动资产	2,406	2,481	2,382	2,532	2,886
存货	622	636	642	649	655
应收账款	1,049	1,310	1,323	1,336	1,350
现金及现金等价物	654	484	416	547	881
流动负债	3,249	3,157	2,985	2,841	2,704
应付账款	1,182	1,364	1,296	1,231	1,169
应付关联方款项	0	22	0	0	0
流动资产净值	(843)	(676)	(603)	(308)	182
非流动负债	1,980	2,009	1,734	1,640	1,612
股本及储备	1,160	1,702	2,078	2,568	3,176
股本	20	22	22	22	22
储备	1,140	1,680	2,056	2,546	3,154
拥有人应占权益总额	1,160	1,702	2,078	2,568	3,176
非控股权益	245	274	274	274	274
权益总额	1,404	1,976	2,352	2,842	3,450
现金流量表(百万港元)	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
经营溢利	241	314	442	576	716
无形资产摊销	12	12	12	12	12
固定资产折旧	179	207	239	247	254
经营活动所得现金净额	496	775	764	918	1,077
购买物业、厂房及设备	(467)	(347)	(344)	(340)	(337)
筹资活动现金流入小计	1,318	(61)	17	38	58
偿还债务支付的现金	(1,838)	(2,094)	(2,073)	(2,052)	(2,032)
偿还银行贷款利息	(144)	(163)	(163)	(163)	(163)
现金增加(减少)净额	218	(83)	18	216	417
期初现金及现金等价物	448	654	484	416	547
汇率变动影响	(12)	(87)	(86)	(85)	(84)
期末现金及现金等价物	654	484	416	547	881

资料来源：公司资料，光大证券研究所

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebcn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebcn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebcn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebcn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebcn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebcn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebcn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebcn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebcn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebcn.com
北京	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebcn.com
	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebcn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebcn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebcn.com
	王曦	010-58452036	18610717900	wangxi@ebcn.com
	关明雨	010-58452037	18516227399	guanmy@ebcn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebcn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebcn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebcn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebcn.com
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebcn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebcn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebcn.com
	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebcn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebcn.com
国际业务	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebcn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebcn.com