

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

中国生物制药(1177 HK)

仍有充足的催化剂

■ 中国生物制药18年一季度公布收入增长22% (剔除泰德3月始并表影响, 有机增长为12%), 经调整净利润增长39% (有机增长为34%), 与市场共识和我们的预测基本一致; 因此我们的财务预测基本维持不变

■ 我们继续看好中国生物制药, 因为公司夸耀未来18个月内的研发催化剂在香港上市同业中是最多的; 除了在18年上半年获批的安罗替尼、加尼瑞克和一项电解质补充剂外, 在上述期间公司预计还有约8-10项新药上市获批

■ 我们将估值切换至18年底, 并且考虑了公司创新药管线的最新进展, 因此将目标价上调至20.5港元

主要产品增长符合预期

一季度收入增长22% (有机增长12%), 主要受到凯纷(+42%)、泽普思(+108%)、艾速平(+188%)的强劲增长推动, 以及润众(+6%)的稳定增速所支持。但肿瘤药产品线的增速疲软(+6%)和凯时(-40%)的下跌抵消了部分整体增速。泰德方面一季度增长约15%。我们预计去年国家医保目录的更新(利好公司6个肿瘤/止痛药物)和一致性评价获批(利好4个乙肝和心血管药物)将继续支撑公司现有产品组合的增长。

在同业中拥有最多新药研发管线催化剂

5月10日, 安罗替尼获得了国家食品药品监督管理局颁发的三线非小细胞肺癌治疗的上市许可, 管理层维持18/19年3亿元/10亿元人民币的销售指引(我们的预测较低, 为2亿元/6亿元人民币)。替诺福韦在进入医院初期遇到了一些障碍, 但管理层今年的销售目标仍然为3亿元人民币(我们预计为5,000万元人民币)。其他新获批方面, 公司也在5月份获得了加尼瑞克的上市审批。对于接下来的18个月, 我们继续预期以下新药将获批: 八因子(19E), 利多卡因(18E), 维达列汀(18E), 福沙吡坦(18E)、砌替佐米(18E)、来那度胺(19E)、吉非替尼(19E)和泮托拉唑(19E)等。

目标价上调至20.5港元

我们将估值切换至18年底并更新了公司潜在重磅药品的研发进展(例如PD-L1进入临床一期a阶段, TLR-7进入临床一期a阶段, 赫赛汀生物仿药和修美乐生物仿药的临床一期均完成), 因此将分部加总法目标价上调至20.5港元。估值方法保持不变 - 龙头重磅药品、创新药/FTM管线采用rNPV, 仿药组合采用20倍NOPAT, 并在我们的分部加总之上给予30%的并购溢价以反映公司强劲的资产负债表和其行业龙头地位。

百万港元	2015	2016	2017	2018E	2019E
收入	14,550	15,825	17,094	24,391	28,153
增长 (%)	18%	9%	8%	43%	15%
调整后的净利润*	1,747	1,910	2,390	3,131	3,707
增长 (%)	19%	9%	25%	31%	18%
每股盈利 (港元)	0.24	0.26	0.32	0.37	0.44
市盈率 (x)	24.8	20.9	34.1	49.2	41.6
市净率 (x)	5.6	4.5	7.7	11.8	9.7
股息率 (%)	0.8	1.1	0.8	0.5	0.6

资料来源: 公司数据, 招商证券(香港)预测

注: *根据扣除非经常性项目后的报告净利润。

张甦 张皓渊
+852 3189 6357 +852 3189 6354
suzhang@cmschina.com.hk haydenzhang@cmschina.com.hk

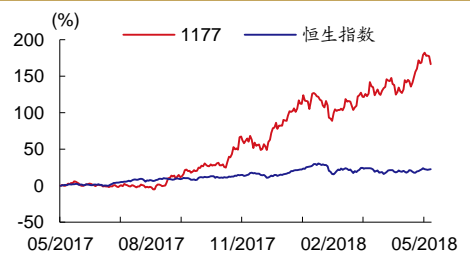
最新变动

18年一季度业绩更新和目标价调整

买入

前次评级	买入
股价	HK\$18.28
12个月目标价 (潜在上涨空间)	HK\$20.5 (+12%)
前次目标价	HK\$17.5

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
1177 HK	13.5	65.9	179.9
恒生指数	2.7	4.7	24.1

行业: 医药保健

恒生指数	31234
国企指数	12350

重要数据

52周股价区间 (港元)	6.49-19.66
港股市值 (百万港元)	154013
日均成交量 (百万股)	23.04
每股净资产 (港元)	1.23

主要股东

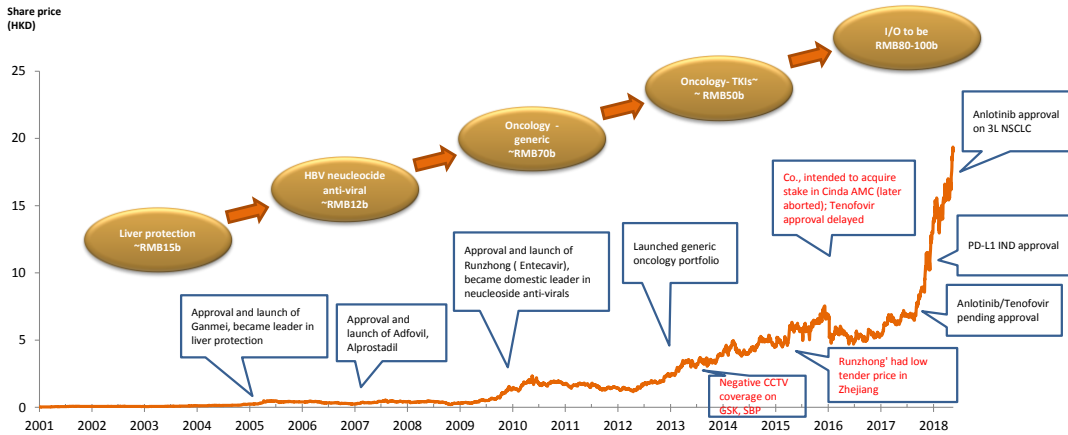
谢炳	14.5%
郑翔玲	22.1%
Miss. Tse, Theresa YY	12.0%
Mr. Tse Hsin	0.7%
自由流通量	50.6%

相关报告

1. Sino Biopharm (1177 HK) - Well supported by numerous drivers in FY18 (BUY), 2018/3/26
2. China Pharmaceutical & Healthcare - 2018 outlook (OVERWEIGHT), 2017/1/5
3. 中国生物制药(1177 HK) - 进入免疫肿瘤治疗领域, 开始一段价值发现的旅程, 2017/11/10
4. 医药行业 - 坚守优质标的, 注重催化剂超预期事件, 2017/9/14
5. 中国生物制药 (1177 HK) - 一季度业绩增长令人满意, 2017/5/31
6. 中国生物制药(1177 HK) - 非小细胞肺癌临床数据利好, 伴随市场盈利预测下调结束, 已具备估值提升空间, 2017/5/22
7. 中国生物制药 (1177 HK) - 穿透迷雾, 2017/3/15

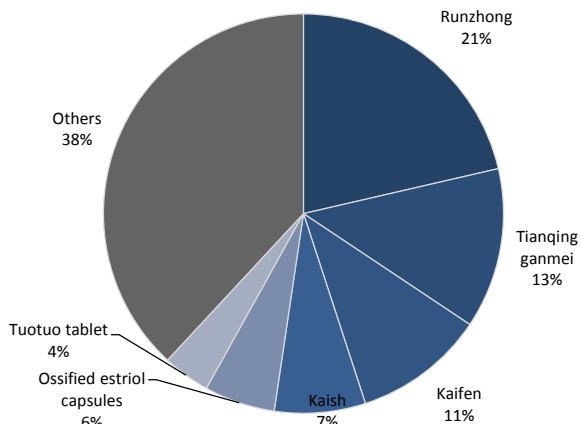
重点图表

图 1: 1177 的历史股价表现和催化剂



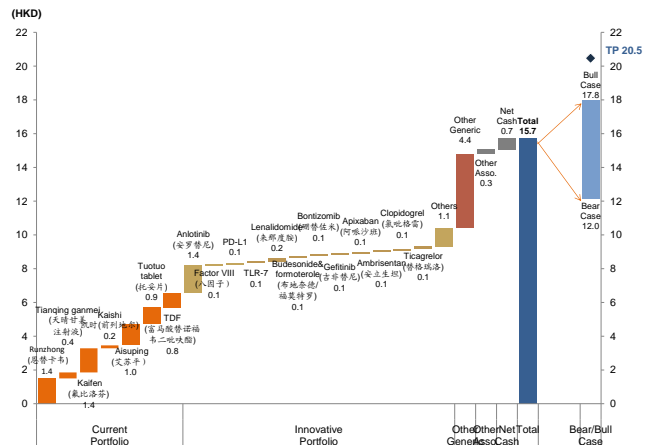
资料来源: 彭博, 招商证券 (香港)

图 2: 2017 年制药业产品收入分布 (重列)



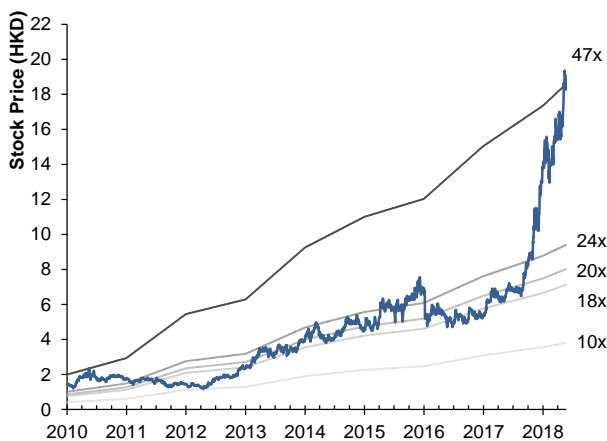
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

图 3: 每股 NAV 构成及敏感性分析



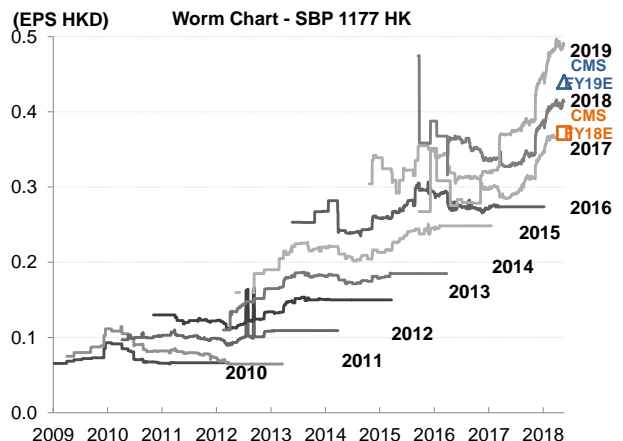
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

图 4: 中国生物制药的 1 年动态前瞻市盈率区间



资料来源: 彭博, 招商证券 (香港)

图 5: 市场共识详解图 (GAAP 每股盈利)



资料来源: 彭博, 招商证券 (香港)

财务预测表

资产负债表

百万港元	2015	2016	2017	2018E	2019E
非流动资产	6,547	6,328	8,254	8,776	9,344
物业、厂房及设备	3,186	3,000	4,018	4,000	3,941
土地使用权的租赁预付款	334	519	911	911	911
无形资产	199	204	253	257	261
投资性房地产	497	470	427	427	427
递延所得税资产	215	403	441	441	441
联营公司权益	1,258	999	1,209	1,746	2,368
流动资产	9,936	14,212	15,895	19,734	23,771
库存	950	999	1,060	1,486	1,674
贸易应收款项	1,866	2,228	2,366	3,376	3,897
预付款项和其他应收款	1,528	3,567	3,496	3,496	3,496
关联方应付款项	-	390	-	-	-
现金及现金等价物合计	2,711	4,204	4,831	7,233	10,562
总资产	16,483	20,540	24,149	28,510	33,115
流动负债	5,524	6,314	6,562	6,993	7,182
贸易应付款项	768	923	1,071	1,502	1,692
其他应付款项	3,079	3,647	4,298	4,298	4,298
应付所得税	257	215	338	338	338
短期银行债务	1,420	1,529	855	855	855
非流动负债	209	414	491	491	491
递延政府补助	142	225	279	279	279
递延税项负债	68	189	212	212	212
长期银行贷款	306	1,874	2,549	2,549	2,549
股东资金	7,756	8,885	10,622	13,108	15,879
少数股东权益	2,687	3,053	3,925	5,369	7,013
负债及权益合计	16,483	20,540	24,149	28,510	33,115

现金流量表

百万港元	2015	2016	2017	2018E	2019E
经营活动现金流	2,211	3,362	3,993	4,577	5,697
税前盈利	3,444	3,743	4,840	6,824	7,629
流动资金变动前营业利润	3,304	3,825	4,760	6,776	7,500
净流动资金变化	(445)	306	(51)	(1,005)	(519)
已付所得税	(568)	(678)	(626)	(1,092)	(1,183)
已付利息	(80)	(90)	(90)	(102)	(102)
投资活动现金流	(1,833)	(2,294)	(1,589)	(373)	(337)
购买物业、厂房及设备	(1,265)	(910)	(1,684)	(500)	(500)
购买土地使用权	(17)	(106)	-	-	-
购买无形资产	(54)	(28)	-	(20)	(20)
购买/出售合资和合营公司	(127)	(53)	-	-	-
短期投资净额	(1,249)	(151)	-	-	-
收取利息	269	184	96	147	183
其他投资	740	(33)	-	-	-
筹资活动现金流	(808)	552	(1,483)	(1,802)	(2,031)
股息	(296)	(445)	(632)	(839)	(935)
银行借款净额	2	1,677	-	-	-
其他	44	6	-	-	-
融资现金净额	(808)	552	(1,316)	(1,802)	(2,031)
期初现金	3,167	2,531	3,910	4,831	7,233
外汇	(206)	(241)	-	-	-
期末现金	2,531	3,910	4,831	7,233	10,562

利润表

百万港元	2015	2016	2017	2018E	2019E
合并收入	14,550	15,825	17,094	24,391	28,153
销售成本	(3,250)	(3,291)	(3,565)	(5,000)	(5,631)
毛利	11,301	12,534	13,529	19,391	22,522
(-) 销售及市场推广开支合计	(6,802)	(7,218)	(7,567)	(10,808)	(12,714)
行政开支	(905)	(846)	(741)	(1,051)	(1,171)
销售及分销成本	(5,897)	(6,372)	(6,826)	(9,756)	(11,543)
EBITDA	4,499	5,316	5,962	8,583	9,809
折旧和摊销合计	(329)	(368)	(397)	(534)	(575)
EBIT	4,169	4,948	5,564	8,049	9,234
(+/-) 财务收入/(开支)净额	13	(44)	6	45	81
(+/-) 摊占合营及联营盈利	325	348	472	537	622
(+/-) 其他收入/开支	(1,064)	(1,508)	(1,202)	(1,807)	(2,309)
税前利润	3,444	3,743	4,840	6,824	7,629
(-) 税项	(533)	(555)	(626)	(1,092)	(1,183)
净利润	2,911	3,188	4,214	5,732	6,447
(-/+) 少数股东权益	(1,132)	(1,275)	(1,710)	(2,407)	(2,740)
股东应占净利润	1,779	1,913	2,504	3,324	3,707
调整后净利润	1,747	1,910	2,390	3,131	3,707
全面摊薄每股盈利(港元)	0.24	0.26	0.32	0.37	0.44
每股股息(港元)	0.05	0.06	0.09	0.10	0.11

主要财务比率

	2015	2016	2017	2018E	2019E
年成长率 (%)					
合并收入	18%	9%	8%	43%	15%
毛利	19%	11%	8%	43%	16%
调整后净利润	19%	9%	25%	31%	18%
获利能力 (%)					
毛利率 (%)	77.7%	79.2%	79.1%	79.5%	80.0%
调整后净利率 (%)	12.0%	12.1%	14.0%	12.8%	13.2%
ROE (年末)	22.5%	21.5%	22.5%	23.9%	23.3%
ROA	10.8%	9.3%	10.4%	11.7%	11.2%
营运能力					
库存周转日数	104	108	105	93	102
应收账款周转日数	47	47	49	43	47
应付账款周转日数	87	94	102	94	104
现金周转日数	64	62	52	42	46
偿债能力					
自由现金流(百万港元)	1,143	2,502	2,405	4,204	5,360
净负债率 (%)	-9.4	-6.7	-9.8	-20.7	-31.3

资料来源: 公司报表、招商证券(香港)预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cms/hk/qb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外，招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
 香港中环交易广场一期 48 楼
 电话: +852 3189 6888
 传真: +852 3101 0828