

买入 (维持)

01177.HK 中国生物制药

港股通 (沪、深)

目标价: 22.30

现价: 18.28

一季度业绩超预期, 下半年惊喜待释放

2018年05月23日

预期升幅: 22.0%

主要财务指标

市场数据

日期	2018.05.21
收盘价(港元)	18.28
总股本(百万股)	84.25
流通股本(百万股)	84.25
总市值(百万港元)	1540
流通市值(百万港元)	1540
净资产(百万元)	200.71
总资产(百万元)	344.98
每股净资产(元)	2.38

数据来源: Wind

相关报告

《创新之路已启, 龙头强者恒强》2018-04-21

《安罗替尼获批在即, 肿瘤板块黄金时代来临》2018-05-10

海外医药研究

分析师:

张忆东

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

徐佳熹

xujiaxi@xyzq.com.cn

S0190513080003

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	14,819	20,783	25,187	30,449
同比增长	9.4%	40.2%	21.2%	20.9%
净利润(百万元)	2,171	2,998	3,678	4,574
同比增长	32.6%	38.1%	22.7%	24.4%
毛利率	79.1%	79.7%	81.5%	82.0%
净利率	24.7%	23.3%	23.7%	24.4%
净资产收益率	24.0%	13.7%	14.8%	15.9%
每股收益(元)	0.29	0.36	0.44	0.54

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **事件:** 公司公布了 2018 年第一季度业绩, 收入同比增长 20.4% 至 46.53 亿人民币, 归属于母公司应占溢利同比增长 33.2% 至 7.7 亿人民币, 每股基本盈利同比增长 27.3% 至人民币 9.94 分。不考虑权益投资及金融资产未实现的公允价值利润及亏损, 归母应占溢利同比增长 39.9% 至 8.0 亿人民币。
- **一季度业绩增长超预期, 泰德三月份正式并表:** 公司一季度收入与利润增长情况均超我们原先预期。我们估算泰德 3 月份销售收入约为 3.7 亿人民币, 贡献利润约为 1.1 亿人民币, 其中归属公司利润的约为 0.6 亿人民币, 新收购的 24% 的泰德股权增厚约 0.26 亿人民币。扣除泰德并表影响, 收入同口径增长约为 10.9%, 利润同口径增长约为 28.5%。
- **下半年更值得期待:** 公司下半年表现更值得期待, 主要亮点有 1) 肿瘤药降税效益自 5 月份开始体现; 2) 替诺福韦酯片下半年开始放量, 安罗替尼胶囊 6 月份正式上市, 利多卡因预计下半年上市, 加上其他仿制药品种获批, 新产品占比将进一步增加; 3) 一致性评价优待政策下半年将逐步落地, 江苏、上海、浙江、北京等多个省(区、直辖市)已推出相应优先采购政策并开始实施; 4) 凯时受限情况预计下半年有所好转, 止若降价影响 17 年下半年报表已反映, 18 年下半年增速影响较少; 5) 泰德二季度开始完整并表。
- **盈利预测:** 考虑到安罗替尼成功上市、恩替卡韦如期获得一致性评价批件、清江整合效果良好、一季报业绩表现良好等多个结果继续验证了公司执行能力与执行效率, 我们提升公司盈利预测, 预计公司 2018-2020 年营业收入为 207.8/251.9/304.5 亿元, 归母净利润为 30.0/36.8/45.7 亿元, EPS 分别为 0.36、0.44、0.54 元, 2018 年 5 月 21 日股价对应 PE 为 41 倍、34 倍、27 倍, 提高目标价至 22.30 港元, 预期升幅为 22.0%, 维持“买入”评级。

风险提示: 新产品获批进度不及预期, 新产品销售进度不及预期, 研发投入过大导致费用率上升。



报告正文

事件

- 公司公布了2018年第一季度业绩,收入同比增长20.4%至46.53亿人民币,归属于母公司应占溢利同比增长33.2%至7.7亿人民币,每股基本盈利同比增长27.3%至人民币9.94分。不考虑权益投资及金融资产未实现的公允价值利利润及亏损,归母应占溢利同比增长39.9%至8.0亿人民币。

点评

- **一季度业绩增长超预期,泰德三月份正式并表:** 公司一季度收入与利润增长情况均超我们原先预期。我们估算泰德3月份销售收入约为3.7亿人民币,贡献利润约为1.1亿人民币,其中归属公司利润的约为0.6亿人民币,新收购的24%的泰德股权增厚约0.26亿人民币。扣除泰德并表影响,收入同口径增长约为10.9%,利润同口径增长约为28.5%。
- **各板块表现有差异,二线板块成为增长主力:** 肝病板块成熟产品仍有较大压力,旗舰产品润众与天丁仍表现良好,润众5月19日正式通过一致性评价,成为天晴第四个通过一致性评价的品种。新上市产品晴众(替诺福韦)仍在建立医院覆盖阶段,一季度预计已覆盖医院数量达到润众覆盖医院数量的13%以上,借助天晴强大的5000多人的肝病团队,下半年有望迅速放量。心脑血管板块整体受凯时影响表现不佳,凯时一季度收入下降39.8%,我们认为主要原因是1)江苏省战略性弃标保价;2)上海及其他部分区域限制使用,我们预计该情况下半年将有所缓解;其他产品维持稳定增长。抗肿瘤板块增长加速,止若因中标价格大幅下降阶段性下降45.6%,下半年安罗替尼的加入预计将提振板块增速。镇痛领域增速可喜,凯纷增长41.7%,得百安贴片受益于新进医保迅速放量增速达到108.0%,收入共计6.5亿人民币,并表仅有3月份收入2.8亿人民币,得百安19年有望超过10亿。呼吸、骨科领域在营销改革后有了显著的提速,肛肠、抗感染领域主要产品持续发力。糖尿病板块二甲双胍持续稳定增长,全年有望过亿。

● 表1、公司一季度核心品种收入情况(人民币亿元)

板块	产品	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	同比增速	占板块比重
肝病(Q1占比38.3%,增速3.1%)	润众	8.8	7.4	8.7	6.8	9.4	6.4%	52.8%
	甘美	4.8	5.0	5.5	4.0	4.4	-8.4%	24.8%
	天丁	0.9	1.0	1.0	0.9	1.2	28.0%	6.7%
	甘平	1.1	0.9	1.1	0.9	1.0	-3.4%	5.9%
心脑血管(Q1估算占还原集团完全合并后收入比重为14.42%,增速估算为-5%)	凯时	3.0	2.9	2.3	2.7	1.8	-39.8%	23.9%
	依伦平	1.7	1.5	1.6	1.5	2.1	23.2%	28.0%
	拖妥	1.6	1.3	1.4	1.4	1.7	10.2%	23.1%
	凯纳	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0	20.4%	13.1%
镇痛(Q1估算占还原集团完全合并后收入比重为6.0%,增速估算为53.2%)	凯纷	3.6	3.6	4.0	4.6	5.1	41.7%	75.2%
	得百安	0.7	1.0	1.2	1.4	1.5	108.0%	22.6%
肿瘤(Q1占比9.5%,增速5.6%)	晴唯可	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	34.6%	11.7%
	格尼可	0.4	0.4	0.5	0.4	0.6	35.2%	12.9%
	依尼舒	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	46.6%	8.3%

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

	赛维健	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8	23.9%	23.4%
	首辅片	0.5	0.4	0.5	0.3	0.5	-4.2%	10.1%
骨科 (Q1 占比 7.7%, 增速 21.8%)	骨三醇	2.1	2.0	2.3	2.0	2.4	14.3%	68.2%
	九力片	0.5	0.6	0.7	0.6	0.6	29.8%	16.8%
抗感染 (Q1 占比 6.5%, 增速 10.6%)	天册	2.0	1.6	1.6	1.2	2.1	5.5%	68.2%
	天解	0.4	0.4	0.4	0.4	0.7	75.7%	23.1%
肛肠 (Q1 占比 5.6%, 增速 91.5%)	艾速平	0.6	1.1	1.7	1.4	1.7	187.6%	66.6%
呼吸 (Q1 占比 5.4%, 增速 42.1%)	速乐	1.2	0.9	1.0	1.0	1.5	25.6%	61.9%
	速克	0.4	0.5	0.4	0.5	0.6	75.8%	25.4%

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- 在研管线进展：**除了安罗替尼以外，预计公司 18 年有 10 个仿制药获批，醋酸加尼瑞克 18 年 2 月获得国内首仿批件，正大丰海于 17 年 11 月，南京天晴于 18 年 4 月各获得一个复方醋酸钠林格的批件。我们预计今年可能获得的批件还有医用冷感贴（泰德）、利多卡因凝胶膏（泰德）、维格列汀（泰德）、依达拉奉（丰海）、钆塞酸二钠（江苏天晴），福沙匹坦（江苏天晴）、硼替佐米（南京天晴），其中利多卡因、维格列汀均是重要首仿产品，具有较大市场空间。我们预计 19 年可能获批的批件有重组人凝血因子 VIII（江苏天晴）、苯达莫司汀、左旋泮托拉唑、吉非替尼、卡泊芬净、来那度胺、帕瑞昔布、托法替布等。另外公司有 17 个 1.1 类新药在临床阶段，其中肿瘤药 11 个，肝病用药 2 个，内分泌用药 2 个；化学药 15 个，生物药 2 个。其中泰德 1.1 类生物新药 RD101 已启动 II 期临床，该产品是世界首创的用于保护心肌细胞的生物制重组蛋白，用于急性心肌梗死经皮冠状动脉介入治疗（PCI）后的心肌保护，被列入国家重大新药创制品种。多个生物类似药即将进入 III 期临床。另外，润众（恩替卡韦分散片）5 月份成为首个通过一致性评价的恩替卡韦品种，也成为公司第四个通过一致性评价的品种。
- 下半年更值得期待：**公司下半年表现更值得期待，主要亮点有 1) 肿瘤药降税效益自 5 月份开始体现；2) 替诺福韦酯片下半年开始放量，安罗替尼胶囊 6 月份正式上市，利多卡因预计下半年上市，加上其他仿制药品种获批，新产品占比将进一步增加；3) 一致性评价优待政策下半年将逐步落地，江苏、上海、浙江、北京等多个省（区、直辖市）已推出相应优先采购政策并开始实施；4) 凯时受限情况预计下半年有所好转，止若降价影响 17 年下半年报表已反映，18 年下半年增速影响较少；5) 泰德二季度开始完整并表。
- 盈利预测：**考虑到安罗替尼成功上市、恩替卡韦如期获得一致性评价批件、清江整合效果良好、一季报业绩表现良好等多个结果继续验证了公司执行能力与执行效率，我们提升公司盈利预测，预计公司 2018-2020 年营业收入为 207.8/251.9/304.5 亿元，归母净利润为 30.0/36.8/45.7 亿元，EPS 分别为 0.36、0.44、0.54 元，2018 年 5 月 21 日股价对应 PE 为 41 倍、34 倍、27 倍，提高目标价至 22.30 港元，预期升幅为 22.0%，维持“买入”评级。
- 风险提示：**新产品获批进度不及预期，新产品销售进度不及预期，研发投入过大导致费用率上升。

附表

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	13780	18544	24354	31867
现金及现金等价物	4188	9436	15356	22360
交易用投资	3591	3497	3412	3335
应收款项	2051	2847	3450	4171
其他应收款	3031	1515	758	379
存货	919	1248	1379	1622
非流动资产	7155	17754	17847	17827
可供出售投资	540	540	540	540
联营和共同控制实体投资	1048	11422	11422	11422
投资物业	370	348	325	302
固定资产	3483	3558	3554	3477
在建工程	89	89	89	89
土地使用权	789	944	1008	1028
无形资产	835	854	909	968
总资产	20935	36298	42202	49694
流动负债	5688	6169	6550	7155
短期借款	741	593	474	380
应付款项	929	1156	1213	1427
预收账款	3726	4099	4508	4959
其他	293	322	354	389
非流动负债	2636	2796	2988	3212
长期借款	184	147	118	94
其他	2452	2649	2870	3118
负债合计	8324	8965	9537	10367
股本	170	195	195	195
储备	12441	27137	32469	39132
母公司股东应占权益	9039	21898	24927	28726
非控制性股东权益	3402	5239	7542	10406
总权益	12611	27333	32664	39327
总负债和总权益	20935	36298	42202	49694

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
除所得税后溢利	4196	5668	7003	8700
折旧和摊销	358	542	598	649
营运资本的变动	501	1060	554	136
其他经营活动	-619	-619	-765	-1017
经营活动产生现金流量	4435	6651	7390	8468
资本性支出	-1645	-786	-675	-608
其他投资活动	137	60	51	77
投资活动产生现金流量	-1509	-727	-624	-531
借款变动	-2555	-247	-197	-158
发行股份	0	0	0	0
其他融资活动	-445	-430	-649	-775
融资活动产生现金流量	-3000	-676	-846	-933
现金净变动	-73	5248	5920	7004
现金的期初余额	3909	3894	9142	15062
现金的期末余额	4188	9436	15356	22360

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业额	14819	20783	25187	30449
销售成本	-3091	-4219	-4660	-5481
毛利	11729	16564	20527	24968
其他收入	643	831	907	1096
销售费用	-5918	-8293	-10024	-12088
管理费用	-987	-1372	-1637	-1949
其他费用	-1602	-2078	-2720	-3289
经营溢利	3865	5653	7052	8739
财务费用	-78	-61	-49	-39
应占子公司溢利	409	76	0	0
除所得税前溢利	4196	5668	7003	8700
所得税开支	-542	-833	-1022	-1261
除所得税后溢利	3654	4835	5981	7438
少数股东权益	1483	1837	2303	2864
归属母公司净利润	2171	2998	3678	4574
EPS	0.29	0.36	0.44	0.54

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长性				
营业额增长率	9.4%	40.2%	21.2%	20.9%
净利润增长率	32.6%	38.1%	22.7%	24.4%
盈利能力				
EBITDA/营业额	26.7%	25.2%	25.9%	26.8%
毛利率	79.1%	79.7%	81.5%	82.0%
净利率	24.7%	23.3%	23.7%	24.4%
ROE	24.0%	13.7%	14.8%	15.9%
偿债能力				
资产负债率	39.8%	24.7%	22.6%	20.9%
流动比率	1.96	2.42	3.01	3.72
速动比率	2.26	2.80	3.51	4.23
营运能力				
资产周转率	0.75	0.73	0.64	0.66
应收帐款周转率	7.32	8.49	8.00	7.99
应付帐款周转率	3.52	4.05	3.93	4.15
存货周转率	3.41	3.89	3.55	3.65
每股资料				
每股收益	0.29	0.36	0.44	0.54
每股经营现金流	0.60	0.79	0.88	1.01
每股净资产	1.24	2.62	2.98	3.43
估值比率(倍)				
PE	49.93	41.10	33.50	26.93
PB	11.77	5.58	4.90	4.26

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与五菱汽车集团控股有限公司、大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、中国和谐新能源汽车控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、靛蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited有投资银行业务关系、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。