

方达控股公司(1521.HK)

Frontage Holdings Corporation

公司简介：

方达控股为一家合同研究机构，提供贯穿整个药物发现和开发过程的一体化、科学驱动的研究、分析和开发服务，协助医药公司实现药物开发目标。公司于美国提供的服务包括在整个药物研发的过程中的药物代谢和药代动力学、安全性和毒理学以及化学、制造和控制；于中国提供生物等效性及相关服务。在2018年公司荣获由「Life Science Leader」基于「Nice Insight」进行的研究而颁发的合同研究机构领导大奖。

中泰观点：

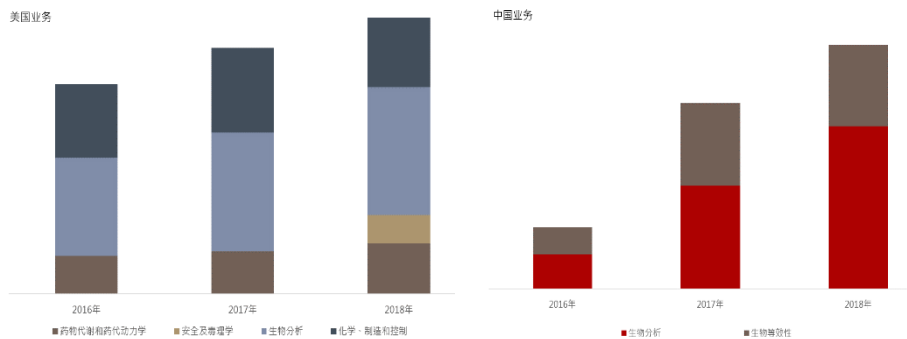
中美制药市场持续增长，合同研究机构市场前景可观：2018年美国及中国为全球最大的两个制药市场，分别占全球市场的38.7%及18.3%。根据弗若斯特沙利文的资料，全球制药合同研究机构市场规模预计2018年至2023年期间的复合年增长率为10.6%，2023年将增至914亿美元。在美国大型制药公司通常透过使用合同研究机构服务或是小型初创制药公司，从而降低总体成本，这意味着美国制药公司对合同研究机构的需求将继续增长。与美国情形类似，中国药品合同研究机构市场同样受制药市场增长。在过去五年取得显著成长，其中很大一部分市场专注于仿制药的开发。随着近期推出的激励创新的鼓励性政策，预计专利药的开发将占据更多的市场份额。新外国药物赞助商及跨国制药公司进驻中国或会加强对专利药开发的重视。

经营业绩方面：2016至2018财年，方达控股实现营业收入分别为0.49亿美元、0.7亿美元、及0.83亿美元。2017年收益大幅增加主要由于中国的经营业务外包机会大幅增加所致，增长201.39%至0.2亿美元；毛利率方面分别为39.7%、44.2%、及40.8%，2018年下降由于公司收购本身毛利不高的concord。刨除concord以外，实际毛利率增长了1.22个百分点；净利润率方面同样刨除concord以外，2018年增加了0.92个百分点至15.39%，主要由于公司中国的生物分析服务的收益贡献增加所致。

估值方面：按全球公开发售后的20亿股股本计算，公司市值为51.19-64.24亿港元，相比港股同行较低；公司对应市盈率约为58.0-72.8倍，高于行业平均；市净率约为3.31-3.44倍，低于行业平均。盈利能力方面，18年的ROE、ROA分别为30.44%和20.34%，高于行业平均水平。综合公司的行业地位、业绩情况与估值水平，我们给予其72分，评级为「申购」。

风险提示：(1) 客户合约终止风险 (2) 行业外包趋势未如预期 (3) 中美政治风险

收入分部明细：



来源：公司资料，中泰国际研究部

同业比较：

股票名称	已知财年	市值 (亿港元)	总收入	增长	净利润	增长	净利率	总资产	权益	历史市盈率(倍)	历史市净率(倍)
方达控股(1521.HK)	12/2018	51.2-64.2	6.52	18.3%	10.6%	13.52%	20.34%	30.44%	58.0-72.8	3.31-3.44	
药明康德(2359.HK)	12/2018	1069.99	113.66	23.8%	84.2%	23.6%	12.9%	18.8%	33.45	4.78	
石药集团(1093.HK)	12/2018	859.4	210.3	36.0%	31.9%	17.4%	15.3%	22.5%	23.54	5.02	
中国生物制药(1177.HK)	12/2018	971.8	247.7	41.0%	316.7%	43.3%	25.6%	47.1%	9.35	2.93	

来源：公司资料，彭博，中泰国际研究部；附注：1) 回报率及负债比率并未考虑上市后集资所得等因素；2) 市盈率及市净率已考虑上市后集资所得等因素

申购意见： 申购

中泰评分：

单一项目评分：(20分为满)	综合得分：(100分为满)
公司成长性： 15	72
估值水平： 11	
市场稀缺性： 14	
保荐人往绩： 17	
市场氛围： 15	

注：详细定义请参考正文之后的声明

招股概要：

公开发售价：	HK\$2.55 -3.20	总发行数股：	501.91 百万股
每股股数：	2,000 股	公开发售：	50.192 百万股
每手费用：	约 HK\$6,464	国际发售：	451.718 百万股
公司市值：	HK\$51.19-64.24 亿港元	截止认购日：	5月22日
保荐人：	Merrill Lynch、高盛	分配结果日：	5月29日
发售日后主要股东：	泰格 (51.45%)	正式上市日：	5月30日

集资用途：

以发行价中位数 HK\$2.88 计算，集资净额约 1,361.23 百万港元	
扩大能力范围及服务范围	约 40%
扩大产能	约 20%
收购相关公司及对现有联营公司进行额外投资	约 30%
一般运营资金	约 10%

主要财务及估值摘要：

(千美元)	2016年	2017年	2018年	增长率 2016-2017	增长率 2017-2018
营业收入	48,644	70,245	83,114	44.4%	18.3%
毛利	19,291	31,083	33,898	61.1%	9.1%
除税前溢利	10,370	16,132	14,093	55.6%	-12.6%
期内溢利	7,236	10,165	11,241	40.5%	10.6%
税前利润率	21.32%	22.97%	16.96%	1.6pct.	-6.0pct.
毛利率	39.7%	44.2%	40.8%	4.6pct.	-3.5pct.
净利润率	14.88%	14.47%	13.52%	-0.4pct.	-0.9pct.

经调整每股盈利(2018年)	0.044 港元
发售后经调整每股有形资产净值	0.77-0.93 港元

来源：公司资料，中泰国际研究部

(年结日为12月31日)

分析师：

余浩樑 (Albert Yu)

电邮：albert.yu@ztsc.com.hk

新股申购评级

以新股综合评分总得分为基准，从五方面来评估股份的投资价值：

- 1 · 公司成长性评分： 1-20 分 · 20 分为最高分
- 2 · 估值水平评分： 1-20 分 · 20 分为最高分
- 3 · 市场稀缺性评分： 1-20 分 · 20 分为最高分
- 4 · 保荐人往绩评分： 1-20 分 · 20 分为最高分
- 5 · 市场氛围评分： 1-20 分 · 20 分为最高分

综合评分总得分 = (市场氛围评分 + 公司成长性评分 + 估值水平评分 + 市场稀缺性评分 + 保荐人往绩评分) 之总和

积极申购： 综合评分总得分 \geq 85 分

申购： 70 分 \leq 综合评分总得分 $<$ 85 分

中性： 50 分 \leq 综合评分总得分 $<$ 70 分

回避： 综合评分总得分 $<$ 50 分

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司 - “中泰国际” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。