

香港

持有 (不变)

市场共识评级*: 买入 10 持有 3 沽出 0

前收盘价:	HK\$8.94
目标价:	HK\$8.13
此前目标价:	HK\$10.24
上升/下跌空间:	-9.1%
CGI / 市场共识:	-53.5%
路透股票代码:	1558.HK
彭博股票代码:	1558 HK
市值:	US\$1,015m
	HK\$7,867m
平均每日成交额:	US\$5.45m
	HK\$42.68m
目前发行在外股数:	658.0m
自由流通量:	43.4%
*来源: 彭博	

本报告中的主要变动

- 20/21/22 财年收入预测下调 45.4%/32.2%/1.7%.
- 20/21/22 财年每股盈利预测下调 64.7%/38.5%/18.2%.



来源: 彭博

股价表现	1M	3M	12M
绝对表现 (%)	-9.4	-23.2	-62.7
相对表现 (%)	-13.7	-22.6	-52.9

主要股东	持股百分比
HEC Pharm Co., Ltd	50.0

分析员
何霜霖 (香港证监会中央编号: BDU787)

T (852) 3698 6320

E harryhe@chinastock.com.hk

王志文 (香港证监会中央编号: AIU435)

T (852) 3698 6317

E cmwong@chinastock.com.hk

东阳光药
疲弱的三季度报引证我们的审慎看法; 维持持有评级

- 东阳光药的三季度业绩明显低于预期。
- 我们重申对公司的审慎看法, 原因是: 1) 竞争形势恶化, 可威的增长前景转差; 2) 可见未来没有重大的催化剂。
- 我们将 2020/21/22 年每股盈利预测下调了 64.7%/38.5%/18.2%, 以反映: 1) 首三季度业绩疲弱; 2) 我们下调了对可威的预测。我们将目标价从 10.24 港元 (6 倍 2021 年市盈率) 下调至 8.13 港元 (6 倍 2021 年市盈率, 已假设人民币升值)。维持「持有」评级。

首三季度业绩远低于市场共识预测

首三季度收入为 21.7 亿人民币, 同比下降 51%。净利润为 5.104 亿人民币, 同比下降 61.3%。若剔除可换股债券的影响, 首三季度净利润为 5.476 亿人民币, 同比下降 64.8%。首三季度净利润仅占我们/市场共识对 2020 年预测的约 34%/28%, 意味着显著低于预期。

单计三季度, 收入仅为 8,800 万人民币, 同比下降 93.5%, 对比 2019 年三季度为 13.7 亿人民币, 我们认为这主要是由于可威的渠道库存所致; 事实上, 市民戴口罩大大降低了流感的传播。在 2020 年三季度, 东阳光药入账了 1.07 亿人民币的净损失 (包括可换股债券的影响) 和 1.47 亿人民币的净损失 (剔除可换股债券的影响)。

仍对即将到来的传统旺季保持谨慎

虽然 2020 年四季度和 2021 年一季度是可威的传统旺季, 我们的看法仍较悲观。我们主要关注的是: 1) 渠道库存在四季度可能仍需要一段时间消化; 2) 人们越来越意识到戴口罩的重要性, 这将在今年冬天给可威带来冲击。

可威胶囊的带量采购风险增加

随着注册的奥司他韦生物等效性试验越来越多 (中润医药、万汉制药、扬子江药业、齐鲁制药、深圳贝美药业等), 可威的带量采购相关风险已大增。我们认为, 随着可威胶囊被纳入带量采购, 可威颗粒也将承受价格压力。考虑到这风险, 我们在模型中假设可威胶囊和可威颗粒在 2022 年有 20%/15% 的收入降幅。

未来催化剂有限

我们认为可见未来公司没有重大的催化剂或新产品: 1) 我们不认为公司的第二代胰岛素和第三代胰岛素 (预计 2021 年推出) 可驱动重新估值, 因为国内胰岛素市场的竞争已十分大, 因此我们预计胰岛素在未来一到两年的收入贡献将非常有限; 2) 我们认为 HCV 市场的规模有限, 这将限制公司 HCV 业务的价值; 3) 我们预计公司取得的 33 只仿制药将由于带量采购而面对降价压力, 同时将受累于竞争加剧。

主要财务指标

	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20F	Dec-21F	Dec-22F
收入 (百万人民币)	2,510	6,224	2,749	3,904	3,666
经营 EBITDA (百万人民币)	1,165	2,580	981	1,637	1,613
净利润 (百万人民币)	943	1,919	529	1,047	1,016
每股核心盈利 (人民币)	1.04	2.14	0.59	1.17	1.13
每股核心盈利增长	46%	105%	(72%)	98%	(3%)
全面摊薄市盈率 (倍)	7.39	4.09	14.84	7.50	7.73
每股派息 (港元)	0.50	0.65	0.18	0.35	0.34
股息率	6.49%	8.44%	2.29%	4.54%	4.40%
EV/EBITDA (倍)	5.72	2.86	8.15	4.78	4.40
股价/股权自由现金流 (倍)	369.5	903.9	NA	15.0	7.2
净负债权益比	(14.7%)	5.5%	16.2%	11.1%	(14.4%)
市净率 (倍)	2.03	1.57	1.41	1.22	1.09
股本回报率	30.2%	48.9%	11.3%	19.8%	16.9%
每股核心盈利预测的变动			(64.7%)	(38.5%)	(18.2%)
经常性每股盈利/市场共识每股盈利预测 (倍)			0.31	0.55	0.53

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

Hong Kong

HOLD (no change)

Consensus ratings*: Buy 10 Hold 3 Sell 0

Current price:	HK\$8.94
Target price:	HK\$8.13
Previous target:	HK\$10.24
Up/downside:	-9.1%
CGI / Consensus:	-53.5%
Reuters:	1558.HK
Bloomberg:	1558 HK
Market cap:	US\$1,015m
	HK\$7,867m
Average daily turnover:	US\$5.45m
	HK\$42.68m
Current shares o/s:	658.0m
Free float:	43.4%
*Source: Bloomberg	

Key changes in this note

- FY20/21/22F revenue cut by 45.4%/32.2%/1.7%.
- FY15F EPS cut by 64.7%/38.5%/18.2%.



Source: Bloomberg

Price performance	1M	3M	12M
Absolute (%)	-9.4	-23.2	-62.7
Relative (%)	-13.7	-22.6	-52.9

Major shareholders	% held
HEC Pharm Co., Ltd	50.0

Analysts

Harry He

T (852) 3698 6320
 E harryhe@chinastock.com.hk

Wong Chi Man

T (852) 3698 6317
 E cmwong@chinastock.com.hk

HEC

Weak 3Q reaffirms our cautious view; maintain HOLD

- HEC's 3Q20 results were significantly below expectations.
- We reiterate our cautious view on the Company because of 1) the deteriorating competition landscape and worsening growth outlook of *kewei*; and 2) no major catalysts ahead.
- We cut our 2020/21/22F EPS forecast by 64.7%/38.5%/18.2% to reflect 1) weak 9M20 results; and 2) our lower assumptions for *kewei*. We cut our TP accordingly from HK\$10.24 (6x 2021F P/E) to HK\$8.13 (6x 2021F P/E, assuming a stronger Rmb). Maintain HOLD.

9M20 results well below consensus

9M20 revenue came in at Rmb2.17bn, down 51% yoy. 9M20 net profit attributable to shareholders was Rmb510.4m, down 61.3% yoy. Excluding the impact of CB, 9M20 net profit attributable to shareholders was Rmb547.6m, down 64.8% yoy. 9M20 net profit accounted for only ~34%/28% of our and the Street's 2020 full-year estimate, so it was significantly below expectations.

In 3Q20 alone, revenue was only Rmb88m, down 93.5% yoy from Rmb1.37bn in 3Q19, which we think was primarily due to *kewei* channel inventory and the fact that wearing face masks has greatly reduced the spread of flu. In 3Q20, HEC booked a net loss of Rmb107m (including the CB impact) and a net loss of Rmb147m (excluding the CB impact).

Still cautious about the upcoming traditional peak season

Although 4Q20 and 1Q21 are the traditional peak seasons for *kewei*, we are still pessimistic. We are concerned mainly that 1) channel inventory may still need some time to be digested in 4Q20; and 2) the increasing awareness of the importance of wearing face masks will hit *kewei* this winter.

Increased centralized procurement risk for *kewei* capsules

The *kewei* capsule centralized procurement risk has surged, with more and more registered *Oseltamivir* BEs (Zorun Pharm, Wanhua Pharm, Yangtze River Pharm, Qilu Pharm, Shenzhen Beimei, etc.). We think the inclusion of *kewei* capsules in centralized procurement will also put price pressure on *kewei* granules. We modelled this risk by assuming a 20%/5% revenue decline for *kewei* capsules and *kewei* granules in 2022F.

Limited catalysts ahead

We don't see any major catalysts or new products ahead for the Company: 1) we do not think its second-generation insulin and third-generation insulin (expected in 2021F) can drive a re-rating, as the domestic insulin market is already quite competitive, so we expect very limited earnings contribution from insulin in the next one to two years; 2) we think the HCV market is very limited in size, which will cap the value of the Company's HCV pipeline; and 3) we expect the 33 acquired generics to suffer from centralized procurement price cuts and intensified competition.

Financial Summary

	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20F	Dec-21F	Dec-22F
Revenue (Rmbm)	2,510	6,224	2,749	3,904	3,666
Operating EBITDA (Rmbm)	1,165	2,580	981	1,637	1,613
Net Profit (Rmbm)	943	1,919	529	1,047	1,016
Normalised EPS (Rmb)	1.04	2.14	0.59	1.17	1.13
Normalised EPS Growth	46%	105%	(72%)	98%	(3%)
FD Normalised P/E (x)	7.39	4.09	14.84	7.50	7.73
DPS (Rmb)	0.50	0.65	0.18	0.35	0.34
Dividend Yield	6.49%	8.44%	2.29%	4.54%	4.40%
EV/EBITDA (x)	5.72	2.86	8.15	4.78	4.40
P/FCFE (x)	369.5	903.9	NA	15.0	7.2
Net Gearing	(14.7%)	5.5%	16.2%	11.1%	(1.4%)
P/BV (x)	2.03	1.57	1.41	1.22	1.09
ROE	30.2%	48.9%	11.3%	19.8%	16.9%
% Change In Normalised EPS Estimates			(64.7%)	(38.5%)	(18.2%)
Normalised EPS/consensus EPS (x)			0.31	0.56	0.53

SOURCES: CGIS RESEARCH, COMPANY DATA, BLOOMBERG

Figure 1: Announced 9M20 financial numbers

	9M19	9M20	yoy
Revenue	4,439	2,172	-51.1%
COGS	(642)	(388)	-39.6%
Gross profit	3,798	1,785	-53.0%
<i>Gross margin</i>	85.5%	82.2%	
Net profit to shareholders (include CB impact)	1,320	510	-61.3%
Net profit to shareholders (exclude CB impact)	1,554	548	-64.8%
Total assets	9,549	9,784	2.5%

SOURCES: COMPANY DATA

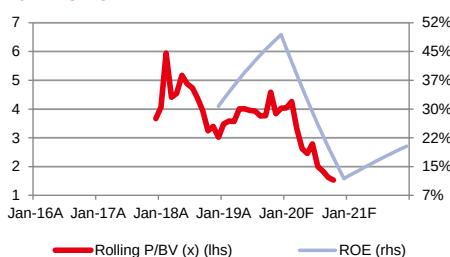
Figure 2: Earnings revision table

	FY20F			FY21F			FY22F		
Rmbm	old	new	Change	old	new	Change	old	new	Change
Revenue	5,034	2,749	-45.4%	5,757	3,904	-32.2%	3,727	3,666	-1.7%
Net profit	1,497	529	-64.7%	1,703	1,047	-38.5%	1,242	1,016	-18.2%
EPS(Rmb)	1.67	0.59	-64.7%	1.90	1.17	-38.5%	1.38	1.13	-18.2%

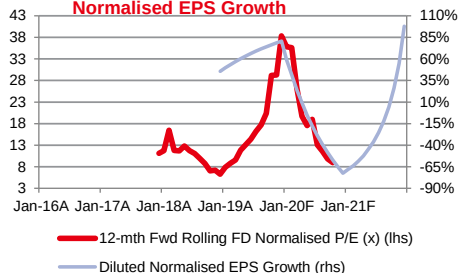
SOURCES: CGIS RESEARCH

BY THE NUMBERS

P/BV vs ROE



12-mth Fwd FD Normalised P/E vs FD Normalised EPS Growth



Profit & Loss

(Rmbm)	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20F	Dec-21F	Dec-22F
Total Net Revenues	2,510	6,224	2,749	3,904	3,666
Gross Profit	2,112	5,302	2,263	3,272	2,892
Operating EBITDA	1,165	2,580	981	1,637	1,613
Depreciation And Amortisation	-61	-106	-130	-142	-154
Operating EBIT	1,104	2,474	850	1,495	1,459
Financial Income/(Expense)	-1	-205	-138	-84	-85
Pretax Income/(Loss) from Assoc.	0	0	0	0	0
Non-Operating Income/(Expense)	0	0	0	0	0
Profit Before Tax (pre-EI)	1,102	2,269	712	1,411	1,374
Exceptional Items					
Pre-tax Profit	1,102	2,269	712	1,411	1,374
Taxation	-201	-362	-178	-353	-343
Exceptional Income - post-tax					
Profit After Tax	901	1,907	534	1,058	1,030
Minority Interests	41	12	-5	-12	-15
Preferred Dividends					
FX Gain/(Loss) - post tax					
Other Adjustments - post-tax					
Preference Dividends (Australia)					
Net Profit	943	1,919	529	1,047	1,016

Cash Flow

(Rmbm)	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20F	Dec-21F	Dec-22F
EBITDA	1,165	2,580	981	1,637	1,613
Cash Flow from Inv. & Assoc.					
Change In Working Capital	-230	-148	381	-229	366
(Incr)/Decr in Total Provisions					
Other Non-Cash (Income)/Expense					
Other Operating Cashflow	-8	-296	-111	20	15
Net Interest (Paid)/Received	-1	-205	-138	-84	-85
Tax Paid	-211	-341	-178	-353	-343
Cashflow From Operations	714	1,590	934	991	1,564
Capex	-620	-654	-500	-400	-400
Disposals Of FAs/subsidiaries					
Acq. Of Subsidiaries/investments					
Other Investing Cashflow	-108	-1,056	-376	-70	-75
Cash Flow From Investing	-729	-1,710	-876	-470	-475
Debt Raised/(repaid)	33	129	-183	0	0
Proceeds From Issue Of Shares	1	0	0	0	0
Shares Repurchased					
Dividends Paid	-316	-452	-584	-159	-314
Preferred Dividends					
Other Financing Cashflow	-3	2,423	-138	-84	-85
Cash Flow From Financing	-284	2,100	-905	-243	-399
Total Cash Generated	-299	1,979	-846	279	691
Free Cashflow To Equity	19	9	-124	522	1,090
Free Cashflow To Firm	-13	84	197	606	1,175

SOURCES: CGIS RESEARCH, COMPANY DATA, BLOOMBERG

BY THE NUMBERS... cont'd

Balance Sheet

(Rmbm)	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20F	Dec-21F	Dec-22F
Total Cash And Equivalents	594	2,779	1,926	2,144	2,936
Total Debtors	1,027	2,359	1,182	1,679	1,576
Inventories	164	192	122	158	193
Total Other Current Assets	0	0	0	0	0
Total Current Assets	1,785	5,331	3,230	3,981	4,706
Fixed Assets	1,351	2,026	2,263	2,491	2,710
Total Investments	0	0	0	0	0
Intangible Assets	575	904	937	967	994
Total Other Non-Current Assets	850	1,652	2,875	2,965	3,065
Total Non-current Assets	2,776	4,582	6,074	6,422	6,769
Short-term Debt	53	133	0	0	0
Current Portion of Long-Term Debt					
Total Creditors	676	1,888	1,022	1,326	1,625
Other Current Liabilities	83	291	291	291	291
Total Current Liabilities	813	2,312	1,313	1,617	1,916
Total Long-term Debt	0	50	0	0	0
Hybrid Debt - Debt Component	0	2,853	2,760	2,800	2,840
Total Other Non-Current Liabilities	69	75	75	75	75
Total Non-current Liabilities	69	2,978	2,835	2,875	2,915
Total Provisions	0	0	0	0	0
Total Liabilities	882	5,289	4,148	4,492	4,831
Shareholders' Equity	3,434	4,409	4,921	5,654	6,365
Minority Interests	245	215	236	258	279
Total Equity	3,679	4,623	5,157	5,911	6,644

Key Ratios

	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20F	Dec-21F	Dec-22F
Revenue Growth	57%	148%	(56%)	42%	(6%)
Operating EBITDA Growth	46%	121%	(62%)	67%	(1%)
Operating EBITDA Margin	46.4%	41.5%	35.7%	41.9%	44.0%
Net Cash Per Share (Rmb)	0.60	-0.29	-0.93	-0.73	0.11
BVPS (Rmb)	3.80	4.91	5.48	6.29	7.08
Gross Interest Cover	778.4	12.1	6.2	17.8	17.1
Effective Tax Rate	18.2%	15.9%	25.0%	25.0%	25.0%
Net Dividend Payout Ratio	48.0%	30.4%	30.0%	30.0%	30.0%
Accounts Receivables Days	129.0	99.3	235.7	133.7	162.0
Inventory Days	115.4	70.6	118.1	80.8	82.9
Accounts Payables Days	561	508	1,094	679	696
ROIC (%)	48.9%	77.1%	17.2%	24.6%	22.0%
ROCE (%)	32.4%	43.4%	10.9%	18.0%	16.0%
Return On Average Assets	21.7%	29.2%	7.0%	11.6%	10.2%

SOURCES: CGIS RESEARCH, COMPANY DATA, BLOOMBERG

免责声明

此研究报告并非针对或意图被居于或位于某些司法管辖范围之任何人士或市民或实体作派发或使用，而在该等司法管辖范围内分发、发布、提供或使用将会违反当地适用的法律或条例或会导致中国银河国际证券(香港)有限公司(“银河国际证券”)及/或其集团成员需在该司法管辖范围内作出注册或领照之要求。

银河国际证券(中国银河国际金融控股有限公司附属公司之一)发行此报告(包括任何附载资料)予机构客户，并相信其资料来源都是可靠的，但不会对其准确性、正确性或完整性作出(明示或默示)陈述或保证。

此报告不应被视为是一种报价、邀请或邀约购入或出售任何文中引述之证券。过往的表现不应被视为对未来的表现的一种指示或保证，及没有陈述或保证，明示或默示，是为针对未来的表现而作出的。收取此报告之人士应明白及了解其投资目的及相关风险，投资前应咨询其独立的财务顾问。

报告中任何部份之资料、意见、预测只反映负责预备本报告的分析员的个人意见及观点，该观点及意见未必与中国银河国际金融控股有限公司、其子公司及附属公司(“中国银河国际”)、董事、行政人员、代理及雇员(“相关人士”)之投资决定相符。

报告中全部的意见和预测均为分析员在报告发表时的判断，日后如有改变，恕不另行通告。中国银河国际及/或相关伙伴特此声明不会就因为本报告及其附件之不准确、不正确及不完整或遗漏负上直接或间接上所产生的任何责任。因此，读者在阅读本报告时，应连同此声明一并考虑，并必须小心留意此声明内容。

利益披露

中国银河证券(6881.HK; 601881.CH)乃中国银河国际金融控股有限公司、其子公司及附属公司之直接或间接控股公司。

中国银河国际可能持有目标公司的财务权益，而本报告所评论的是涉及该目标公司的证券，除特别注明外，该等权益的合计总额相等或低于该目标公司的市场资本值的1%。

一位或多位中国银河国际的董事、行政人员及/或雇员可能是目标公司的董事或高级人员。

中国银河国际及其相关伙伴可能，在法律许可的情况下，不时参与或投资在本报告里提及的证券的金融交易，为该等公司履行服务或兜揽生意及/或对该等证券或期权或其他相关的投资持有重大的利益或影响交易。

银河国际证券可能曾任本报告提及的任何或全部的机构所公开发售证券的经理人或联席经理人，或现正涉及其发行的主要庄家活动，或在过去12个月内，曾向本报告提及的证券发行人提供有关的投资或一种相关的投资或投资银行服务的重要意见或投资服务。

再者，银河国际证券可能在过去12个月内就投资银行服务收取补偿或受委托和可能现正寻求目标公司投资银行委托。

中国银河国际已设置相关制度，以消除、避免和管理与研究报告编制相关的任何潜在利益冲突。负责本报告的研究分析师作为独立团队的一部分，与银河国际证券投资银行职能是独立运作，相关制度亦能确保研究或投资银行职能所持有的机密信息得到适当处理。

分析员保证

主要负责撰写本报告的分析员确认 (a) 本报告所表达的意

见都准确地反映他或他们对任何和全部目标证券或发行人的个人观点；及 (b) 他或他们过往，现在或将来，直接或间接，所收取之报酬没有任何部份是与他或他们在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

此外，分析员确认分析员本人及其有联系者(根据香港证监会持牌人操守准则定义)均没有(1) 在研究报告发出前30 日内曾交易报告内所述的股票；(2) 在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的股票；(3) 担任报告内涵盖的上市公司的行政人员；(4) 持有报告内涵盖的上市公司的财务权益。

我们的评级机制将由「买入、沽出、持有」更改为「增持、减持、持有」。请参阅以下所列的评级定义。

评级指标

- 增持 : 预计股份未来12个月的总回报超过10%
- 减持 : 预计股份未来12个月的总回报为0%或以下
- 持有 : 预计股份未来12个月的总回报为0%至10%

版权所有

中文本与英文本如有歧义，概以英文本为准。

本题材的任何部份不可在未经中国银河国际证券(香港)有限公司的书面批准下以任何形式被复制或发布。

中国银河国际证券(香港)有限公司 (中央编号: AXM459) 香港上环干诺道中111号永安中心20楼 电话: 3698-6888