

买入 (维持)

01177.HK 中国生物制药

港股通 (沪、深)

目标价: 13.0 港元

现价: 10.18

秋寒独俏, 待春暖花开

2019年12月03日

预期升幅: 27.7%

主要财务指标

市场数据

日期 2019.12.03

收盘价(港元)	10.18
总股本(百万股)	12588
流通股本(百万股)	12588
总市值(亿港元)	1281.5
流通市值(亿港元)	1281.5
净资产(亿元)	305.8
总资产(亿元)	537.7
每股净资产(元)	2.43

数据来源: Wind

相关报告

《安罗上市开启首个收入提速季度》2018-08-29

《利国利民利企, 安罗替尼获纳入医保》2018-10-12

《安罗首季告捷, 肿瘤强者崛起》2018-11-27

《集采影响边际递减, 创新领先驱动成长》2019-04-03

《迷雾渐散, 势不可挡》2019-05-08

《全布局, 争领先, 占高地》2019-09-13

海外医药研究

分析师:

张忆东

兴业证券经济与金融研究院副院长

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

蔡莹琛

caiyingchen@xyzq.com.cn

SFC: BLT552

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业额(百万元)	20,889	25,321	29,669	34,703
同比增长(%)	41.0%	21.2%	17.2%	17.0%
归母净利润(百万元)	9,046	3,076	3,796	4,628
同比增长(%)	316.7%	-66.0%	23.4%	21.9%
毛利率(%)	79.9%	80.5%	80.6%	80.7%
净利润率(%)	51.4%	19.6%	20.6%	21.5%
净资产收益率(%)	31.3%	9.8%	11.1%	12.3%
每股收益(元)	0.72	0.24	0.30	0.37
市盈率(倍)	12.8	37.5	30.4	24.9

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **业绩符合预期, 18年第三季度基数高:** 收入和利润均符合我们预期。分季度看, 18年三季度因为安罗替尼新上市首个季度即贡献了非常靓丽的增量收入和利润, 高基数效应下19年三季度增速放缓符合逻辑。分板块看, 前三季度的业绩不乏亮点。在4+7首批实施两个季度后, 肝病板块未见明显下滑, Q2-Q3同比增速分别为-0.5%及0.7%, 主要得益于甘平及甘美二三季度增速提升, 老产品焕发新机。另一个受影响的是镇痛板块, 前三季度增速分别为-29.1%、-18.6%、-8.6%, 环比趋势向好的原因是新产品帕瑞昔布钠放量及得百安贴剂快速增长迅速调整了板块产品结构。
- **谈判结果符合预期, 医保打开产品市场空间:** 公司利多卡因凝胶贴膏、注射用雷替曲塞成功分别降价77.6%及55.0%获纳入医保, 产品降价后纳入医保大幅提升了患者的支付能力, 有利于产品的上量。另外, 公司管线中有10个仿制药或类似物此次原研品种也进入医保, 有利于之后产品上市后快速切入市场。
- **后续集采边际影响递减, 期待新品更快放量:** 关于网传第三轮集采的35个品种目录, 公司涉及的已有一定销售的品种共4个, 新上市品种3个。按前三季度销售额计, 前四者销售额共占比约为2.2%, 影响很小。后三者目前销售额和份额仍较小, 集采利大于弊, 最终影响视中标情况而定。
- **盈利预测和估值:** 我们认为新产品销售情况超预期, 考虑到产品降价和纳入医保, 提升19-21年收入预测至253.2、296.7、347.0亿人民币, 提升幅度为4.0%、5.3%、2.2%。降低归母净利润预测至30.8、38.0、46.3亿人民币, 幅度为-3.3%、-2.6%、-4.1%, 还原摊销后对应19-21年归母净利润为35.0、42.2、50.5亿人民币。维持目标价13.0港币, 对应19-20年预测市盈率分别为47.9倍与38.8倍, 还原泰德无形资产摊销后为42.1倍和34.9倍, 以还原摊销后核心利润计算, 该目标价对应19PEG=1.93, 20PEG=1.73。相比可比的核心资产龙头公司还是有较高的性价比, 维持买入评级。

风险提示: 在研产品上市进度不及预期; 重点品种降幅超预期; 竞争加剧。



报告正文

事件

- 公司公布 2019 年三季度业绩，共实现收入约人民币 193.2 亿元，较去年同期增长约 22.8%；计入 1) 权益投资和金融资产未实现公允价值利润及亏损 2) 收购北京泰德新增资产摊销费用前，归属于母公司持有者应占盈利约人民币 26.0 亿元，较去年同期增长约 15.7%；**归属于母公司持有者之每股基本盈利约人民币 20.65 分，较去年同期增长约 14.0%**；计入 1) 权益投资和金融资产未实现公允价值利润及亏损 2) 收购北京泰德新增资产摊销费用后，归属于母公司持有者应占盈利约人民币 22.6 亿元，较去年同期增长约 2.5%；归属于母公司持有者之每股基本盈利约人民币 17.92 分，较去年同期增长约 1.0%；截至 2019 年 9 月 30 日，**公司现金及银行结余约人民币 61.4 亿元**。建议派发末期股息每股 2 港仙，前三季度共每股 6 港仙。

点评

- **业绩符合预期，18 年第三季度基数高**

收入和利润均符合我们前期预期。分季度看，2018 年 Q1-Q4 收入分别为 46.5、50.7、60.0、51.6 亿人民币，2019 年 Q1-Q3 分别为 62.1、63.2、67.9 亿人民币。不考虑泰德摊销及权益投资损益，2018 年 Q1-Q4 归母净利润分别为 8.0、5.9、8.6、5.9 亿人民币，2019 年 Q1-Q3 归母利润分别为 9.8、7.0、9.3 亿人民币。18 年三季度因为安罗替尼新上市首个季度立即贡献了非常靓丽的增量收入和利润，高基数效应下 19 年三季度单季度增速下降符合正常逻辑。

表 1. 2018-2019Q3 分季度收入和利润情况

	一季度	二季度	三季度	四季度
收入(亿人民币)				
2018 年	46.5	50.7	60.0	51.6
2019 年	62.1	63.2	67.9	
同比增速	33.4%	24.6%	13.1%	
扣除权益投资损益及泰德并购摊销的归母净利润(亿人民币)				
2018 年	8.0	5.9	8.6	5.9
2019 年	9.8	7.0	9.3	
同比增速	22.4%	18.0%	7.9%	

数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

分板块看，前三季度的业绩不乏亮点。在 4+7 首批实施两个季度后，肝病板块未见明显下滑，Q2-Q3 同比增速分别为-0.5%及 0.7%，而恩替卡韦三品种总销售额（润众、甘泽、天丁）Q2-Q3 同比增速分别-8.3%及-16.3%，主要得益于甘平及甘美二三季度增速提升，老产品焕发新机。

另一个受集采影响的是镇痛板块，主要产品氟比洛芬酯大幅降价导致前三季度镇痛板块同比增速分别为-29.1%、-18.6%、-8.6%，环比趋势向好的原因是新产品帕瑞昔布钠放量及得百安贴剂快速增长迅速调整了板块产品结构，我们预计四季度该板块将恢复正增长。

其他亮点主要是新产品销售带来的：17年11月和18年4月分别获批的醋酸钠林格我们预计19年前三季度销售额共超过7000万；18年6月获批的碘克沙醇预计销售额超过2000万；18年7月和9月分别获批的硼替佐米前三季度销售额预计共超过1.6亿；18年10月获批的莫西沙星氯化钠注射液预计销售额超过3500万；18年11月获批的帕瑞昔布钠预计19年前三季度销售已超过5000万；19年1月获批的来那度胺预计已超过1.3亿；7月获批的阿比特龙首季度预计销售额超过5000万；

另外，19年3月份过一致性评价的老品种奥美沙坦酯预计也放量成长，销售额超过5000万；19年4月过一致性评价的老品种福多司坦片实现翻倍增长至1.2亿人民币。18-19年获批的产品陆续开始产生增量贡献，新过评老品种也迅速放量。星星之火，可以燎原，随着新品种及过评品种数量增加，次新品种持续放量，未来结构改善效应将更明显。

● 谈判结果符合预期，医保打开产品市场空间

11月28日，新一轮医保谈判结果出炉，公司利多卡因凝胶贴膏、注射用雷替曲塞成功分别降价77.6%及55.0%获纳入医保，结果符合原先预期。作为公司镇痛板块被寄予厚望的品种，该产品18年6月上市，目前已充分做好市场准入工作。产品在各地的中标价分别为85-91元/贴，单价较高，降价后纳入医保大幅提升了患者的支付能力，有利于产品的上量，疼痛的缓解也能大幅改善患者的生活品质。雷替曲塞在结直肠癌的一、二线治疗中疗效显著，上市十年来也获得大量认可。前三季度销售额约为5.4亿人民币，前期普遍中标价在1487~1505元/瓶，此次降价55.0%纳入医保，同样大幅提升了患者支付能力，更利于产品放量。

另外，公司管线中不少仿制药或类似物此次原研品种也进入医保，有利于之后产品上市后快速切入市场，除了已上市的托法昔布以外，还有帕妥珠单抗、阿达木单抗注射液、马昔腾坦片、乌美溴铵维兰特罗吸入粉雾剂、茚达特罗格隆溴铵吸入粉雾剂用胶囊、恩格列净片、卡格列净片、沙库巴曲缬沙坦片、泊沙康唑口服混悬液等产品。

● 后续集采边际影响递减，期待新品更快放量

关于网传第三轮集采各医院摸底报量的35个品种目录，公司涉及的已有一定销售的品种有阿德福韦酯胶囊（未过评）、奥美沙坦酯片（5家）、二甲双胍缓释片（12家）、福多司坦片（3家），新品种有阿比特龙（4家）、安生立坦片（3家）、他达

拉非片(4家)。按前三季度销售额估计,前四个产品销售额总共占比约为2.2%,影响很小,19年前三季度样本医院市场份额约为36.9%、7.1%、15.0%、40.7%。后三者目前销售额和份额仍较小,集采利大于弊,最终影响视实际中标情况以及中标量。

- **盈利预测和估值:** 我们认为前三季度情况整体符合预期,新产品的销售情况超预期,考虑到产品降价和纳入医保,我们提升19-21年收入预测至253.2、296.7、347.0亿人民币,提升幅度为4.0%、5.3%、2.2%。降低归母净利润预测至30.8、38.0、46.3亿人民币,下降幅度为3.3%、2.6%、4.1%,还原摊销后对应19-21年归母净利润为35.0、42.2、50.5亿人民币。维持目标价13.0港币,对应19-20年预测市盈率分别为47.9倍与38.8倍,还原泰德无形资产摊销后为42.1倍和34.9倍,以还原摊销后核心利润计算,该目标价对应19PEG=1.93, 20PEG=1.73。相比可比的核心资产龙头公司还是有较高的性价比,维持买入评级。
- **风险提示:** 在研产品上市进度不及预期;重点品种价格降幅超预期;竞争加剧。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	18538	23328	29356	36931
现金及现金等价物	6676	13683	20341	27700
交易用投资	2001	1986	1973	1961
应收款项	2924	3545	4153	4858
其他应收款	5728	2864	1432	716
存货	1209	1250	1457	1696
非流动资产	31242	31042	30656	30101
可供出售投资	0	0	0	0
联营和共同控制实体的投资	326	326	332	338
投资物业	368	345	322	299
固定资产	5804	6171	6423	6565
商誉	13897	13897	13897	13897
土地使用权	1222	1419	1493	1507
其他	9625	8884	8190	7495
总资产	49780	54370	60013	67032
流动负债	9669	9904	10339	10975
短期借款	2906	2324	1860	1488
应付款项	1832	2156	2513	2924
预收账款	4684	5153	5668	6235
其他	246	271	298	328
非流动负债	2562	2560	2598	2674
长期借款	507	406	325	260
其他	2055	2154	2273	2414
负债合计	12231	12464	12937	13649
股本	279	279	279	279
储备	37271	41628	46797	53104
母公司股东应占权益	28934	31406	34245	37715
非控制性股东权益	8337	10222	12552	15389
总权益	37550	41907	47076	53383
总负债和总权益	49780	54370	60013	67032

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
除所得税后溢利	11429	6051	7443	9049
折旧和摊销	1210	1433	1521	1602
营运资本的变动	-911	2956	1454	720
其他经营活动	-6696	-804	-1139	-1486
经营活动产生现金流量	5032	9635	9279	9884
资本性支出	-1176	-1265	-1110	-1016
其他投资活动	-22481	89	74	102
投资活动产生现金流量	-23657	-1176	-1036	-914
借款变动	308	-847	-628	-453
发行股份	-348	0	0	0
其他融资活动	21153	-604	-957	-1158
融资活动产生现金流量	21112	-1452	-1585	-1611
现金净变动	2488	7007	6658	7359
现金的期初余额	3692	6180	13187	19845
现金的期末余额	6676	13683	20341	27700

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业额	20889	25321	29669	34703
销售成本	-4197	-4938	-5756	-6698
毛利	16692	20384	23913	28006
其他收入	7443	681	754	798
销售费用	-8079	-9793	-11393	-13222
管理费用	-2190	-2532	-2819	-3123
其他费用	-2344	-2532	-2937	-3401
经营溢利	11522	6208	7518	9058
财务费用	-153	-165	-82	-16
应占子公司溢利	60	8	8	8
除所得税前溢利	11429	6051	7443	9049
所得税开支	-696	-1089	-1317	-1584
除所得税后溢利	10733	4961	6126	7465
少数股东权益	1686	1885	2330	2837
归属母公司净利润	9046	3076	3796	4628
EPS(人民币元)	0.72	0.24	0.30	0.37

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长性				
营业额增长率	41.0%	21.2%	17.2%	17.0%
净利润增长率	316.7%	-66.0%	23.4%	21.9%
盈利能力				
EBITDA/营业额	56.7%	26.0%	26.6%	26.8%
毛利率	79.9%	80.5%	80.6%	80.7%
净利率	51.4%	19.6%	20.6%	21.5%
ROE	31.3%	9.8%	11.1%	12.3%
偿债能力				
资产负债率	24.6%	22.9%	21.6%	20.4%
流动比率	1.96	1.92	2.36	2.84
速动比率	1.79	2.23	2.70	3.21
营运能力				
资产周转率	0.59	0.49	0.52	0.55
应收帐款周转率	8.40	7.83	7.71	7.70
应付账款周转率	3.04	2.48	2.47	2.46
存货周转率	3.94	4.02	4.25	4.25
每股资料				
每股收益	0.72	0.24	0.30	0.37
每股经营现金流	0.40	0.77	0.74	0.79
每股净资产	2.32	2.52	2.74	3.02
估值比率(倍)				
PE	13.28	37.49	30.38	24.92
PB	3.95	3.64	3.34	3.04

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyqz.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。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 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。本人确认并没有在发表报告之前 30 日内交易或买卖该等证券。本人及本人之有联系者并不是任职该等上市公司之高级职员。本人及本人之有联系者并没有持有本报告覆盖之证券之任何权益。

【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兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、天美(控股)有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司和四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司有投资银行业务关系。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

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。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyqz.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

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本公司违反当地的法律或法规或可致使本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)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司及/或兴证国际证券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/或兴证国际证券有限公司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。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

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。