

宜昌東陽光長江藥業(1558 HK, HK\$17.28 目標價: HK\$20.80 買入) — 於流感市場快速增長的機遇

- ❖ **首予買入評級。**在公司的抗流感藥物可威的帶動下，我們預期東陽光在 2018-2020 年推出新產品前仍可維持強勁的增長勢頭。我們預測公司 2015-18 年核心淨利潤年均複合增長將達 26.3%。基於東陽光的潛力，我們予以買入評級，20.8 港元的目標價是基於我們折現現金流及預測市盈率模型。公司現價預測 2016/17 市盈率為 18.1 倍/14.2 倍，而我們的目標價相等於 2016/17E 預測市盈率為 21.7 倍/17.1 倍，並有著 20.4% 的增長空間。
- ❖ **於流感市場高速增長的機遇。**磷酸奧司他韋在世界各地被視為治療流感的一線用藥，作為磷酸奧司他韋於中國的龍頭企業，東陽光的可威有著龐大的增長潛力：(1)市場領導地位及價格優勢，(2)為兒童用藥而設，中國獨家的顆粒劑，(3)擴大分銷網絡，及(4)取代療效較低的抗流感藥物。因此，我們預期可威的收入於 2015-18 年間將以年均 42.8% 的速度增長。可威於 2016/17 年將佔公司總收入的 77.1%/81.5%。
- ❖ **在研的重磅藥物。**雖然東陽光的增長在未來 2-3 年將主要由可威所支持，但我們不能輕視公司幾款在研的藥物：(1) 磷酸依米他韋，主治丙肝的國家 1.1 類新藥；(2) 主治糖尿病的胰島素產品線。東陽光計劃在 2018-2020 年間逐步推出這些產品，為公司帶來新的增長點。
- ❖ **充足資源收購新產品。**公司於 2016 年 10 月 30 日宣佈將與太景醫藥成立一合營公司，東陽光因而可獲得伏拉瑞韋(一款在研用於丙肝的抗病毒藥物)於中國地區的專利及其非專利技術。我們相信公司於 2015 年底上市後，擁有充足的資金繼續收購具潛力的在研藥物。
- ❖ **我們預測核心淨利於 2016/17 年將增長 29.0%/27.1%。**我們預期公司收入於 2016/17 年將增長 44.4%/28.7%，而核心淨利將而增長 29.0%/27.1% 至 3.77 億/4.79 億人民幣。雖然我們預期毛利率將於 2016/17 年維持於 75.6%/75.7%，但由於推廣活動的增加及擴展銷售網絡的影響，預期經營利潤率將由 2015 年的 52.5% 下降至 2016/17 年的 44.7%/44.3%。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額 (港元百萬)	441	693	1,000	1,287	1,577
核心淨利潤 (港元百萬)	135	292	377	479	588
核心每股收益 (港元)	0.45	0.87	0.84	1.06	1.30
核心每股收益變動 (%)	N/A	93.1	(4.0)	27.1	22.8
市盈率(x)	33.5	17.3	18.1	14.2	11.6
市帳率(x)	24.6	3.2	2.8	2.4	2.0
股息率 (%)	0.0	1.0	0.8	1.1	1.3
權益收益率 (%)	48.8	12.4	15.4	16.7	17.3
淨財務槓桿率 (%)	118.5	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司, 招銀國際預測

吳永泰, CFA
(852) 3761 8780
cyusng@cmbi.com.hk

東陽光藥(1558 HK)

評級	買入
收市價	HK\$17.28
目標價	HK\$20.80
市值 (港幣百萬)	7,808
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	3.1
52 周高/低 (港幣)	18.42/11.80
發行股數 (百萬)	450.7
主要股東	東陽光藥業(49.91%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-5.3%	-1.0%
3 月	-2.5%	-3.9%
6 月	9.8%	-3.0%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

利潤表

年結:12月31日 (百萬人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	440.9	692.9	1,000.3	1,287.2	1,577.1
可威	194.5	453.8	771.4	1,049.2	1,321.7
爾同舒	30.0	36.5	42.9	49.7	57.0
其他	216.4	202.6	185.9	188.3	198.5
銷售成本	(119.8)	(178.3)	(243.8)	(312.2)	(385.0)
毛利	321.1	514.6	756.5	974.9	1,192.1
其他收益	33.5	20.3	7.0	9.0	11.0
銷售費用	(60.1)	(77.3)	(197.6)	(266.1)	(323.5)
行政費用	(36.7)	(41.3)	(49.1)	(57.2)	(70.1)
研發開支	(73.6)	(52.3)	(70.0)	(90.1)	(110.4)
息稅前收益	184.1	364.0	446.8	570.6	699.3
淨財務收入 / (支出)	(21.0)	(22.7)	13.1	13.8	18.2
非經常性收入	0.0	(26.6)	0.0	0.0	0.0
稅前利潤	163.1	314.7	459.8	584.4	717.5
所得稅	(27.8)	(49.0)	(82.8)	(105.2)	(129.1)
非控制股東權益	-	-	-	-	-
淨利潤	135.3	265.8	377.1	479.2	588.3
核心淨利潤	135.3	292.3	377.1	479.2	588.3
息稅折攤前收益	216.1	363.2	477.0	612.0	748.4

來源：公司、招銀國際預測

資產負債表

年結:12月31日 (百萬人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流動資產	471.3	767.5	884.7	1,035.9	1,086.8
物業、廠房及設備	463.6	462.5	755.4	951.7	1,050.1
預付款	1.8	294.6	118.9	73.8	26.3
其他非流動資產	5.8	10.4	10.4	10.4	10.4
流動資產	478.2	1,809.9	1,885.7	2,098.5	2,470.9
現金及現金等值物	86.6	1,353.7	1,371.4	1,465.7	1,719.7
應收貿易款項	166.4	260.6	347.2	447.6	549.1
存貨	200.3	154.6	159.0	177.1	194.1
其他流動資產	25.0	41.1	8.1	8.1	8.1
流動負債	446.0	271.2	315.2	317.5	319.2
銀行貸款	270.0	105.0	134.9	142.3	149.2
應付貿易賬款	162.7	156.0	170.1	165.0	159.8
其他流動負債	13.3	10.2	10.2	10.2	10.2
非流動負債	226.3	163.4	183.8	189.8	195.5
銀行貸款	145.0	90.0	110.4	116.4	122.1
其他非流動負債	81.3	73.4	73.4	73.4	73.4
淨資產總值	277.3	2,142.8	2,271.4	2,627.1	3,043.0
少數股東權益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股東權益	277.3	2,142.8	2,452.3	2,875.0	3,391.4

來源：公司、招銀國際預測

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬港元)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
息稅前收益	184.1	364.0	446.8	570.6	699.3
折攤和攤銷	31.9	25.7	30.2	41.5	49.2
營運資金變動	(72.0)	(51.0)	98.8	(78.6)	(76.1)
稅務開支	(17.0)	(56.6)	(82.8)	(105.2)	(129.1)
其他	2.8	5.3	0.0	(0.0)	(0.0)
經營活動所得現金淨額	129.9	287.4	493.1	428.3	543.2
資本開支	(35.5)	(28.0)	(323.1)	(237.8)	(147.6)
其他	(2.9)	(315.6)	61.5	31.8	37.6
投資活動所得現金淨額	(38.3)	(343.6)	(261.6)	(206.0)	(109.9)
債務變化	5.3	(250.1)	50.2	13.5	12.6
上市所得淨額	0.0	1,598.6	0.0	0.0	0.0
派息	0.0	0.0	(67.6)	(56.6)	(71.9)
利息開支	(42.6)	(25.2)	(15.4)	(18.0)	(19.4)
融資活動所得現金淨額	(37.4)	1,323.3	(32.8)	(61.0)	(78.7)
現金淨變動	54.2	1,267.1	198.7	161.3	354.5
年初現金及現金等值物	32.4	86.6	1,353.7	1,371.4	1,465.7
匯兌差額	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等值物	86.6	1,353.7	1,552.3	1,532.7	1,820.2

來源: 公司、招銀國際預測

主要比率

年結: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
銷售組合 (%)					
可威	44.1	65.5	77.1	81.5	83.8
爾同舒	6.8	5.3	4.3	3.9	3.6
其他	49.1	29.2	18.6	14.6	12.6
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	72.8	74.3	75.6	75.7	75.6
息稅折攤前利潤率	49.0	52.4	47.7	47.5	47.5
稅前利率	37.0	45.4	46.0	45.4	45.5
淨利潤率	30.7	38.4	37.7	37.2	37.3
核心淨利潤率	30.7	42.2	37.7	37.2	37.3
有效稅率	17.0	15.6	18.0	18.0	18.0
增長 (%)					
收入	39.3	57.2	44.4	28.7	22.5
毛利	60.2	60.3	47.0	28.9	22.3
息稅折攤前利潤	71.3	68.1	31.3	28.3	22.3
經營利潤	90.7	97.7	22.7	27.7	22.6
淨利潤	134.2	96.4	41.9	27.1	22.8
核心淨利潤	134.2	116.0	29.0	27.1	22.8
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.1	6.7	6.0	6.6	7.7
平均應收賬款周轉天數	74.2	93.3	107.9	113.5	116.0
平均應付賬款周轉天數	135.1	88.5	56.8	49.0	38.5
平均存貨周轉天數	176.2	93.5	57.2	47.7	43.0
淨負債/ 權益比率 (%)	118.5	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	48.8	12.4	15.4	16.7	17.3
資產回報率	14.3	10.3	13.6	15.3	16.5
每股數據					
每股盈利 (人民幣)	0.45	0.79	0.84	1.06	1.30
核心每股盈利 (人民幣)	0.45	0.87	0.84	1.06	1.30
每股股息 (港元)	0.00	0.15	0.13	0.16	0.20
每股帳面值 (人民幣)	0.6	4.8	5.4	6.4	7.5

來源: 公司、招銀國際預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。