睿智投資

宜昌東陽光長江藥業(1558 HK, HK$15.80 目標價: HK$20.80 買入）—2016 業績回顧：業績符合預期，新增醫保目錄加速增長

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

- **2016 年業績增長符預期。**2016 年收入按年升 35.9%至 9.42 億人民幣，期內核心淨利按年升 30.2%至 3.81 億人民幣，分別較我們預測低 5.8%及高 1.1%。公司業績基本符合我們及市場的預期。由於產品組合的改變，毛利率按年升 3.0 個百份點至 77.2%，但由於市場推廣及分銷成本按年大升 134%，經營利潤率按年跌 4.5 個百份點至 48.0%，核心淨利率亦按年跌 1.8 個百份點至 40.4%。

- **可威將繼續高速增長。**可威顆粒及膠囊於 2016 下半年分別按年增長 56.3%及 28.6%，低於上半年分別增長 79.9%及 51.7%，主要由於流感的季節性效應所影響。由兒童用藥可威顆粒所帶動，管理層預期可威可繼續保持高速增長，東陽光藥於 2016 年售出 1,400 萬盒可威，以每病人用量兩盒計算，共有 700 萬名流感病人使用可威顆粒，按中國兒童人口約 2.4 億人、流感發病率 10-15%計算，中國每年有 2,400-3,600 萬兒童流感病人，可威顆粒的使用率還是低於 30%，管理層因而相信可威顆粒依然有著巨大的市場潛力。我們相信(1)逐步開拓廣東省以外的市場，(2)被納入新版醫保目錄將有助開拓中低端市場，(3)二胎政策等因素都會支持可威的增長。管理層為可威於 2017 年定下增長 40%的目標。

- **心血管藥物目標在 2017 年回復增長。**公司兩款抗高血壓藥物，歐美寧及欣海寧的收入在 2016 年分別按年下跌 13.7%及 5.0%，管理層解釋主要由於公司在 2016 年策略性的集中資原在推廣可威之上。展望將來，公司認為心血管藥物產品線在 2017 年可回復增長。

- **維持買入評級，目標價不變。**我們相信公司 2016 年強勁的增長支持我們對公司前景的看法，可威有望成為東陽光的一款重磅級產品，而可威在未來兩三年將繼續支持公司的增長。我們對東陽光維持買入的評級，目標價維持在 20.80 港元，我們的目標價 2017/18/19 年的預測市盈率為 17.1 倍/13.9 倍及 12.0 倍，並有著 31.6%的升值空間。

東陽光藥 (1558HK)

評級	買入
收市價	HK$15.80
目標價	HK$20.80
市值 (港幣百萬)	7,142
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	5.0
52 周高/低 (港幣)	18.42/12.60
發行股數 (百萬)	225.8
主要股東	東陽光藥業(50.04%)

來源:彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-3.8%	-5.7%
3 月	11.8%	-0.8%
6 月	-10.9%	-14.4%

來源:彭博

過去一年股價

來源:彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬港元)	693	942	1,287	1,577	1,816
核心淨利潤 (百萬港元)	292	381	479	588	685
每股核心收益 (港元)	0.87	0.84	1.06	1.30	1.52
每股核心收益變動 (%)	93.1	-3.1	25.9	22.8	16.4
市盈率(x)	15.9	16.4	13.0	10.6	9.1
市帳率 (x)	2.9	2.5	2.2	1.8	1.6
股息率 (%)	1.1	2.2	1.2	1.4	1.6
權益收益率 (%)	12.4	15.5	16.7	17.3	17.2
淨財務槓杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司

利潤表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	692.9	941.5	1,287.2	1,577.1	1,816.3
可威	453.8	736.3	1,049.2	1,321.7	1,537.5
尔同舒	36.5	44.6	49.7	57.0	65.0
其他	202.6	160.6	188.3	198.5	213.8
销售成本	(178.3)	(214.2)	(312.2)	(385.0)	(449.1)
毛利	514.6	727.3	974.9	1,192.1	1,367.2
其他收益	20.3	38.5	9.0	11.0	12.7
销售费用	(77.3)	(180.9)	(266.1)	(323.5)	(363.7)
行政费用	(41.3)	(68.5)	(57.2)	(70.1)	(80.4)
研发开支	(52.3)	(64.2)	(90.1)	(110.4)	(127.1)
息税前收益	364.0	452.2	570.6	699.3	808.7
净财务收入 / (支出)	(22.7)	0.9	13.8	18.2	26.3
非经常性收入	(26.6)	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利润	314.7	453.1	584.4	717.5	835.1
所得税	(49.0)	(72.5)	(105.2)	(129.1)	(150.3)
非控制股东权益	-	-	-	-	-
净利润	265.8	380.6	479.2	588.3	684.8
核心净利润	292.3	380.6	479.2	588.3	684.8
息税折摊前收益	363.2	479.6	612.0	748.4	861.9

來源：公司、招銀國際預測

資產負債表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	767.5	929.6	1,283.8	1,435.2	1,434.5
物业、厂房及设备	462.5	495.7	951.7	1,050.1	1,049.5
预付款	294.6	422.5	73.8	26.3	26.2
其他非流动资产	10.4	11.4	258.3	358.8	358.8
流动资产	1,809.9	1,901.5	2,098.5	2,470.9	3,066.7
现金及现金等值物	1,353.7	1,212.1	1,465.7	1,719.7	2,258.0
应收贸易款项	260.6	337.1	447.6	549.1	596.5
存货	154.6	110.6	177.1	194.1	204.1
其他流动资产	41.1	241.6	8.1	8.1	8.1
流动负债	271.2	284.3	317.5	319.2	314.2
银行贷款	105.0	70.0	142.3	149.2	153.5
应付贸易账款	156.0	182.4	165.0	159.8	150.5
其他流动负债	10.2	31.9	10.2	10.2	10.2
非流动负债	163.4	89.0	189.8	195.5	199.0
银行贷款	90.0	20.0	116.4	122.1	125.6
其他非流动负债	73.4	69.0	73.4	73.4	73.4
净资产总值	2,142.8	2,457.8	2,875.0	3,391.4	3,987.9
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益	2,142.8	2,457.8	2,875.0	3,391.4	3,987.9

來源：公司、招銀國際預測

现金流量表

年结:12月31日 (百万港元)	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	364.0	452.2	570.6	699.3	808.7
折摊和摊销	25.7	27.4	41.5	49.2	53.2
营运资金变动	(51.0)	(134.1)	(78.6)	(76.1)	(66.7)
税务开支	(56.6)	(72.5)	(105.2)	(129.1)	(150.3)
其他	5.3	0.1	(0.0)	(0.0)	(0.0)
经营活动所得现金净额	287.4	273.2	428.3	543.2	644.9
资本开支	(28.0)	(276.1)	(237.8)	(147.6)	(52.5)
其他	(315.6)	41.1	(35.2)	(62.9)	46.9
投资活动所得现金净额	(343.6)	(235.0)	(273.0)	(210.4)	(5.6)
债务变化	(250.1)	(105.0)	13.5	12.6	7.8
上市所得净额	1,598.6	0.0	0.0	0.0	0.0
派息	0.0	(67.6)	(56.6)	(71.9)	(88.2)
利息开支	(25.2)	(7.2)	(18.0)	(19.4)	(20.5)
融资活动所得现金净额	1,323.3	(179.8)	(61.0)	(78.7)	(100.9)
现金净变动	1,267.1	(141.6)	94.3	254.0	538.3
年初现金及现金等值物	86.6	1,353.7	1,371.4	1,465.7	1,719.7
汇兑差额	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
年末现金及现金等值物	1,353.7	1,212.1	1,465.7	1,719.7	2,258.0

來源：公司、招銀國際預測

主要比率

年结: 12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
可威	65.5	78.2	81.5	83.8	84.7
尔同舒	5.3	4.7	3.9	3.6	3.6
其他	29.2	17.1	14.6	12.6	11.8
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	74.3	77.2	75.7	75.6	75.3
息税折摊前利润率	52.4	50.9	47.5	47.5	47.5
税前利率	45.4	48.1	45.4	45.5	46.0
净利润率	38.4	40.4	37.2	37.3	37.7
核心净利润率	42.2	40.4	37.2	37.3	37.7
有效税率	15.6	16.0	18.0	18.0	18.0
增长 (%)					
收入	57.2	35.9	36.7	22.5	15.2
毛利	60.3	41.3	34.1	22.3	14.7
息税折摊前利润	68.1	32.1	27.6	22.3	15.2
经营利润	97.7	24.2	26.2	22.6	15.7
净利润	96.4	43.2	25.9	22.8	16.4
核心净利润	116.0	30.2	25.9	22.8	16.4
资产负债比率					
流动比率 (x)	6.7	6.7	6.6	7.7	9.8
平均应收账款周转天数	93.3	102.2	104.4	116.0	115.7
平均应付帐款周转天数	88.5	47.1	36.9	38.5	31.5
平均存货周转天数	93.5	51.4	40.8	43.0	40.0
净负债/ 权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	12.4	15.5	16.7	17.3	17.2
资产回报率	10.3	13.4	14.2	15.1	15.2
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.79	0.84	1.06	1.30	1.52
核心每股盈利(人民币)	0.87	0.84	1.06	1.30	1.52
每股股息(港元)	0.15	0.30	0.16	0.20	0.23
每股账面值(人民币)	4.8	5.5	6.4	7.5	8.8

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，並可能會受標的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。