

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

中国生物制药 (1177 HK)

非小细胞肺癌临床数据利好, 伴随市场盈利预测下调结束, 已具备估值提升空间

- 安罗替尼三线治疗非小细胞肺癌的III期临床结果(ALTER-0303实验)显示, 安罗替尼组在药效上明显优于安慰剂组和其他VEGFR TKI竞品, 我们相信这有利于安罗替尼未来的审批和销售前景
- 随着市场近期下调对公司的盈利预测, 我们认为市场对公司17年的盈利预测不再过高, 同时近期正面的招标结果也有助于目前的市场预期企稳
- 我们认为中国生物制药有较大的估值提升空间, 不仅是来自安罗替尼, 其多项在研项目在17年下半年也将成为催化剂。维持买入评级, 12个月目标价7.55港元

安罗替尼 (ALTER-0303实验) 临床结果显示疗效和安全性良好

中国生物制药的安罗替尼是一种口服VEGFR TKI, 在III期临床结果(ALTER-0303实验)中显示, 作为三线疗法治疗非小细胞肺癌有明显疗效和安全性。实验结果表明, 安罗替尼组的数据优于安慰剂组, 其中中位总生存期多3.3个月、中位PFS多近4个月、DCR和ORR方面也有显著优势。我们同时横向比较了恒瑞的阿帕替尼的临床数据, 发现安罗替尼中位PFS和DCR都要优于阿帕替尼。我们认为这些数据应有利于安罗替尼未来的审批(预计在17年下半年)和商业化(我们目前估计2018年的销售额为1-2亿元人民币)。

市场下调盈利预测导致的获利回吐已经结束

自从我们在3月15日提醒投资者应获利了结, 目前市场共识已接近我们的盈利预测(之前17/18年的市场预测比我们高6%/4%, 现在高3%/1%, 见图5)。我们还留意到近期部分省市的招标结果(北京、江苏), 均有利于中生制药维护其主要产品的价格, 包括润众、天丁和凯纷。因此短期内, 我们认为市场的盈利预测应该企稳。

下半年多项在研或成催化剂, 估值上调前景乐观

我们仍然预期安罗替尼和替诺福韦将在2017年下半年会获批, 数个重磅仿药(卡泊芬净、布地奈德和福莫特罗、以及硼替佐米)也有望在2018年获批。中国生物制药目前的估值对应20倍的2018年预测市盈率, 低于公司21倍的历史平均中值, 相当于行业目前的平均水平。我们相信现在是买入良机。

盈利预测及估值

百万港元	2014	2015	2016	2017E	2018E
收入	12,378	14,550	15,825	16,684	19,187
增长 (%)	25%	18%	9%	5%	15%
调整后的净利润*	1,469	1,747	1,910	2,074	2,424
增长 (%)	47%	19%	9%	9%	17%
每股盈利 (港元)	0.20	0.24	0.26	0.28	0.33
市盈率 (x)	22.7	23.3	23.3	23.1	19.8
市净率 (x)	5.0	5.3	5.0	4.5	3.8
股息率 (%)	0.9	0.8	1.0	1.1	1.2

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

注: *根据扣除非经常性项目后的报告净利润。

此为2017年5月19日“Sino Biopharm (1177 HK) - Positive NSCLC data, end of consensus downgrades should make a re-rating case”的中文摘要

张魁

(852) 3189 6357

suzhang@cmschina.com.hk

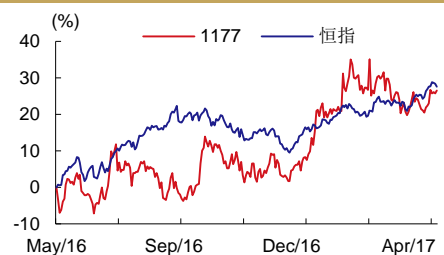
最新变动

N/A

买入

前次评级	买入
股价	HK\$6.53
12个月目标价 (潜在上涨空间)	HK\$7.55 (+16%)
前次目标价	HK\$7.55

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
1177 HK	3.2	20.6	22.7
HSI	4.3	13.6	25.7

行业: 医药保健

恒生指数	25,294
国企指数	10,383

重要数据

52周股价区间 (港元)	4.61-7.15
港股市值 (百万港元)	48105
日均成交量 (百万)	18.73
每股净资产 (港元)	1.18

主要股东

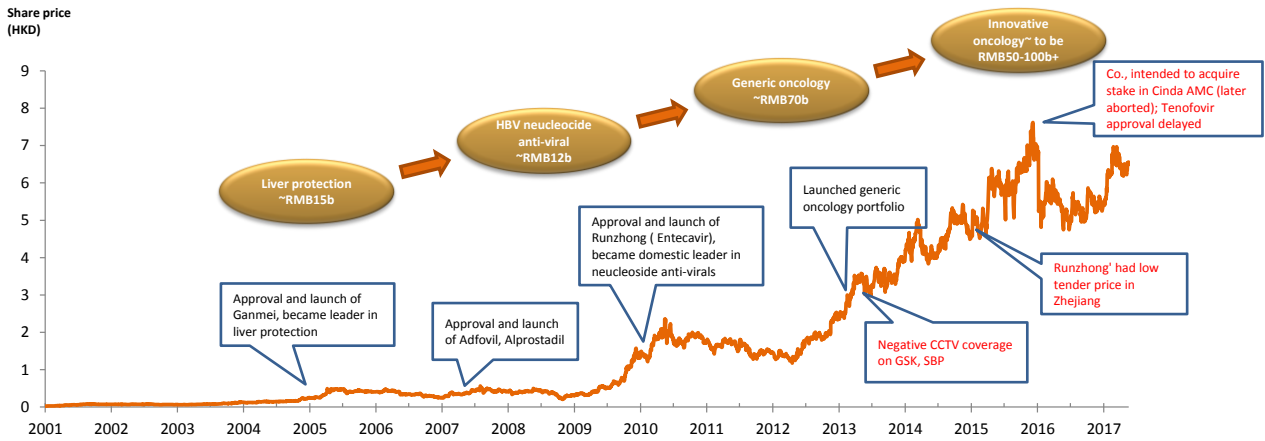
谢炳	26.6%
郑翔玲	15.0%
自由流通量	58.4%

相关报告

China Pharmaceutical & Healthcare - Prescriptions for Change, 2017年2月17日
中国生物制药 (1177 HK) - 穿透迷雾, 2017年3月15日

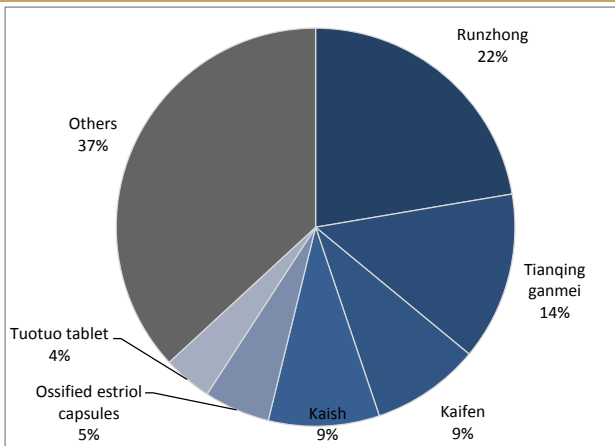
重点图表

图1: 1177的历史股价表现



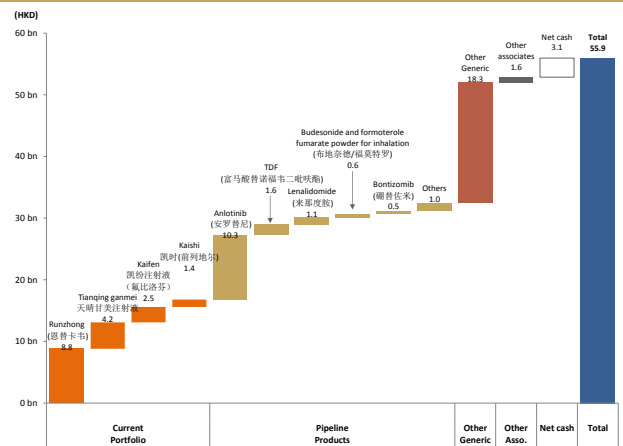
资料来源: 彭博、招商证券(香港)

图2: 2016年制药业产品收入分布(重列)



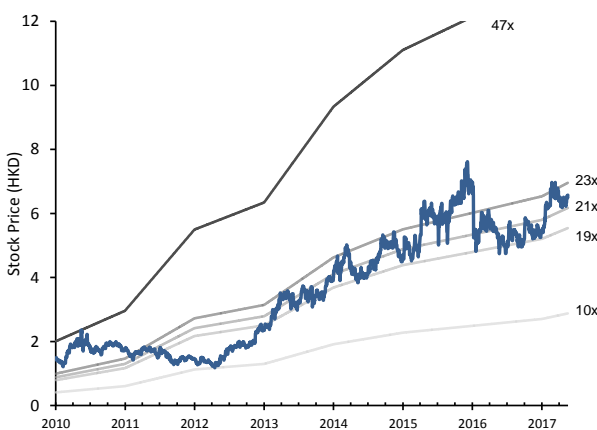
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图3: 2017年预测资产净值分布



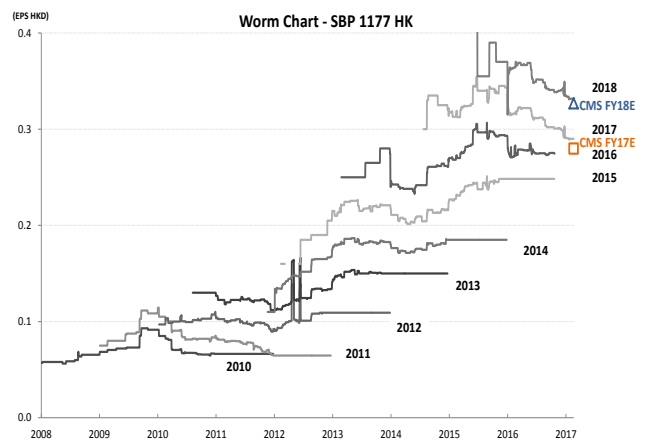
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图4: 中国生物制药的1年动态市盈率区间



资料来源: 彭博、招商证券(香港)

图5: 市场预期变化(按每股盈利预测)



资料来源: 彭博、招商证券(香港)

财务预测表

资产负债表

百万港元	2014	2015	2016	2017E	2018E
非流动资产	5,983	6,547	6,328	6,842	7,285
物业、厂房及设备	2,340	3,186	3,000	3,118	3,130
土地使用权的租赁预付款	339	334	519	537	554
无形资产	162	199	204	211	218
投资性房地产	-	497	470	470	470
递延所得税资产	108	215	403	403	403
联营公司权益	1,361	1,258	999	1,371	1,777
非流动资产	8,181	9,936	14,212	16,340	18,841
库存	902	950	999	1,064	1,223
贸易应收款项	1,890	1,866	2,228	2,349	2,701
预付款项和其他应收款	373	1,528	3,567	3,567	3,567
关联方应付款项	18	-	390	390	390
现金及现金等价物合计	4,468	2,711	4,204	6,147	8,135
总资产	14,164	16,483	20,540	23,182	26,126
流动负债	3,861	5,524	6,314	6,373	6,520
贸易应付款项	775	768	923	982	1,130
其他应付款项	2,478	3,079	3,647	3,647	3,647
应付所得税	173	257	215	215	215
短期银行债务	435	1,420	1,529	1,529	1,529
非流动负债	196	209	414	414	414
递延政府补助	119	142	225	225	225
递延税项负债	77	68	189	189	189
长期银行贷款	1,289	306	1,874	1,874	1,874
股东资金	6,611	7,756	8,885	10,609	12,475
少数股东权益	2,208	2,687	3,053	3,912	4,842
负债及权益合计	14,164	16,483	20,539	23,182	26,126

现金流量表

百万港元	2014	2015	2016	2017E	2018E
经营活动现金流	2,256	2,211	3,360	3,504	3,560
税前盈利	2,801	3,444	3,743	4,319	4,675
流动资金变动前营业利润	2,600	3,304	3,914	4,431	4,779
净流动资金变化	30	(445)	90	(126)	(364)
已付所得税	(331)	(568)	(555)	(648)	(701)
已付利息	(43)	(80)	(90)	(153)	(153)
投资活动现金流	(2,789)	(1,833)	(912)	(473)	(394)
购买物业、厂房及设备	(447)	(1,265)	(500)	(550)	(500)
购买土地使用权	(163)	(17)	(17)	(17)	(17)
购买无形资产	(29)	(54)	(20)	(20)	(20)
购买/出售合资和合营公司	-	(127)	-	-	-
短期投资净额	(1,493)	(1,249)	-	-	-
收取利息	114	269	45	114	143
其他投资	(815)	740	-	-	-
筹资活动现金流	888	(808)	(955)	(1,088)	(1,177)
股息	(321)	(296)	(445)	(515)	(557)
银行借款净额	1,637	2	-	-	-
其他	8	44	-	-	-
融资金净额	888	(808)	(955)	(1,088)	(1,177)
期初现金	2,890	3,167	2,531	4,024	5,967
外汇	(79)	(206)	-	-	-
期末现金	3,167	2,531	4,024	5,967	7,955

资料来源: 公司报表、招商证券(香港)预测

利润表

百万港元	2014	2015	2016	2017E	2018E
合并收入	12,378	14,550	15,825	16,684	19,187
销售成本	(2,921)	(3,250)	(3,291)	(3,504)	(4,029)
毛利	9,458	11,301	12,534	13,180	15,157
(-) 销售及市场推广开支合计	(5,908)	(6,802)	(7,218)	(7,446)	(8,652)
行政开支	(566)	(905)	(846)	(773)	(881)
销售及分销成本	(5,343)	(5,897)	(6,372)	(6,674)	(7,771)
EBITDA	3,550	4,499	5,316	5,734	6,506
折旧和摊销合计	(259)	(329)	(368)	(445)	(500)
EBIT	3,290	4,169	4,948	5,289	6,005
(+/-) 财务收入/(开支)净额	70	13	(44)	(39)	(10)
(+/-) 摊占合营及联营盈利	337	325	348	372	406
(+/-) 其他收入/开支	(896)	(1,064)	(1,508)	(1,303)	(1,727)
税前利润	2,801	3,444	3,743	4,319	4,675
(-) 税项	(440)	(533)	(555)	(648)	(701)
净利润	2,361	2,911	3,188	3,671	3,973
(-/+) 少数股东权益	(848)	(1,132)	(1,275)	(1,432)	(1,550)
股东应占净利润	1,513	1,779	1,913	2,239	2,424
调整后净利润	1,469	1,747	1,910	2,074	2,424
全面摊薄每股盈利(港元)	0.20	0.24	0.26	0.28	0.33
每股股息(港元)	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08

主要财务比率

	2014	2015	2016	2017E	2018E
年成长率(%)					
合并收入	25%	18%	9%	5%	15%
毛利	23%	19%	11%	5%	15%
调整后净利润	47%	19%	9%	9%	17%
获利能力(%)					
毛利率(%)	76.4%	77.7%	79.2%	79.0%	79.0%
调整后净利率(%)	11.9%	12.0%	12.1%	12.4%	12.6%
ROE(年末)	22.2%	22.5%	21.5%	19.6%	19.4%
ROA	10.7%	10.8%	9.3%	9.7%	9.3%
营运能力					
库存周转日数	107	104	108	107	104
应收账款周转日数	51	47	47	50	48
应付账款周转日数	78	87	94	99	96
现金周转日数	80	64	62	58	56
偿债能力					
自由现金流(百万港元)	1,731	1,143	2,868	3,031	3,166
资产负债率(%)	-31.1	-9.4	-6.7	-18.9	-27.3

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cms/hk/qb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券（香港）有限公司提供。招商证券（香港）现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券（香港）目前的经营范围包括第1类（证券交易）、第2类（期货合约交易）、第4类（就证券提供意见）、第6类（就机构融资提供意见）和第9类（提供资产管理）。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券（香港）有限公司提供。招商证券（香港）现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券（香港）目前的经营范围包括第1类（证券交易）、第2类（期货合约交易）、第4类（就证券提供意见）、第6类（就机构融资提供意见）和第9类（提供资产管理）。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券（香港）并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外，招商证券（香港）的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券（香港）认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券（香港）可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券（香港）认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券（香港）可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券（香港）或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券（香港）或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
 香港中环交易广场一期 48 楼
 电话: +852 3189 6888
 传真: +852 3101 0828