

0512.HK 远大医药

未评级

内生外延双驱动，细分领域整合者

2016年09月03日

市场数据

报告日期	2016.09.03
收盘价(港元)	1.61
总股本(亿股)	21.29
总市值(亿港元)	34.28
股东净资产(亿港元)	12.21
总资产(亿港元)	66.09
每股净资产(港元)	0.57

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2012A	2013A	2014A	2015A
营业收入(百万港元)	2,059	2,658	3,122	3,246
增长率(%)	24.99%	29.09%	17.45%	3.95%
股东净利润(百万港元)	105	105	176	200
增长率(%)	20.81%	0.55%	66.90%	14.05%
毛利率	31.33%	33.35%	38.23%	41.61%
净利率	5.08%	3.96%	5.63%	6.17%
每股收益(港仙/股)	3.46	5.08	8.93	9.22

数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

相关报告**海外医药研究**

高级分析师: 鲁衡军
注册国际投资分析师 CIIA
luhj@xyzq.com.hk
SFC: AZF126
SAC: S0190515010004

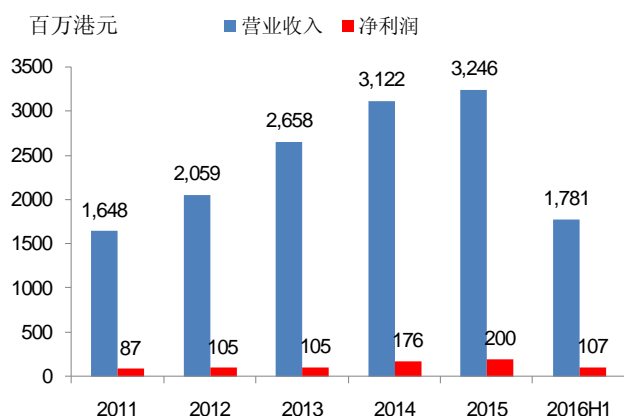
投资要点

- **并购九和医药提升中期业绩。**远大医药(0512.HK)8月29日公告2016年中期经营业绩: 营业收入同比增长13.0%至17.81亿港元; 毛利润同比增长23.5%至7.62亿港元; 毛利率水平从去年同期39.1%提升至42.8%; 净利润同比增加33.0%至1.07亿港元, 每股收益为5.65港仙。上半年营收增长主要来自去年7月并购九和医药的1.5亿收入, 约占10个百分点贡献。净利润增速高于营收增速主要是毛利率提升和费用开支方面的控制。
- **五官科药物成为新的业绩增长点。**公司的五官科产品2016年上半年营业额为人民币2.8亿元, 同比增长133.2%。通过整合新收购的九和公司, 带来的营业额增长1.5亿元, 并且九和的产品“切诺”为独家产品, 主要用于治疗急慢性鼻窦炎及呼吸疾病, 成为公司新的业绩增长点。
- **研发收购相结合, 内生外延双轮驱动。**公司一方面坚持大力投资产品研发和生产工艺改造及环境改良等项目; 另一方面非常重视国内外医药市场企业和产品的整合重组, 陆续收购了九和、西安碑林和Cardionovum GmbH, 成功扩充了公司主要产品组合。
- **我们的观点:**远大医药已由一家医药原料药和普药生产企业转型为一家在眼科、耳鼻喉和心脑血管急救治疗等细分领域的专业整合者和市场领导者。发展策略方面, 公司一方面加强研发, 提高自身产品竞争力, 一方面积极寻求优质并购, 扩充产品组合, 同时通过内生性和外延式方式快速发展。公司引入鼎晖投资、国开熔华基金和德福资本等机构投资的加盟, 拓宽了公司资金和候选项目来源。当前公司股价对应2016年业绩PE估值约为15倍左右, 建议投资者密切关注。
- **风险提示:**收购整合不及预期; 医改政策变化。

报告正文

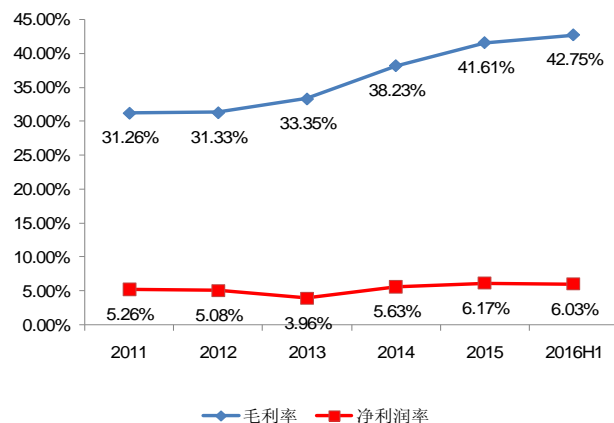
- **并购九和医药提升中期业绩。**远大医药(0512.HK)8月29日公告2016年中期经营业绩：营业收入同比增长13.0%至17.81亿港元；毛利润同比增长23.5%至7.62亿港元；毛利率水平从去年同期39.1%提升至42.8%；净利润同比增加33.0%至1.07亿港元，每股收益为5.65港仙。上半年营收增长主要来自去年7月并购九和医药的1.5亿收入，约占10个百分点贡献。净利润增速高于营收增速主要是毛利率提升和费用开支方面的控制。

图 1、公司营业收入和净利润



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 2、综合毛利率和净利率

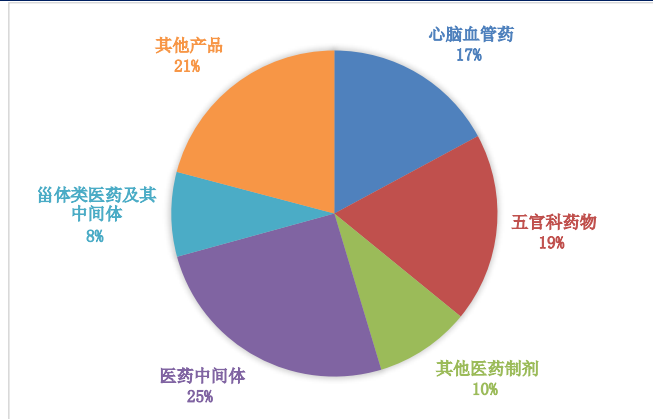


资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **五官科药物成为新的业绩增长点。**公司的五官科产品在本土企业中遥遥领先，产品覆盖眼科、耳鼻喉口腔科及呼吸道等科目，2016年上半年营业额为人民币2.8亿元，同比增长133.2%。通过整合新收购的九和公司，带来的营业额增长1.5亿元，并且九和的产品“切诺”为独家产品，主要用于治疗急慢性鼻窦炎及呼吸疾病，也将成为公司未来积极推广的产品之一，带来新的业绩增长点。
- **研发收购相结合，内生外延双轮驱动。**公司具有长远发展战略眼光，一方面坚持大力投资产品研发和生产工艺改造及环境改良等项目，不断为公司未来发展推出高新技术的医药产品和医疗器械，目前研究院有100多人的研究团队，平均每年有2个新产品的上市，今年3个眼科用药进入快批通道；另一方面，公司非常重视国内外医药市场企业和产品的整合重组，过去两年收购了国内的九和和西安碑林，以及国际市场中拥有世界先进心脑血管介入医疗器械的德国公司Cardionovum GmbH，成功扩充了公司主要产品组合。
- **销售渠道优势明显，收购碑林优势互补。**公司的销售渠道优势明显，拥有建设完善的销售团队，有逾2,100名医药代表覆盖全国，其中心脑血管团队

和五官科团队各有 1,100 名和 1,000 名，富有丰富的学术推广经验，在处方药、OTC 市场都有广阔的推广渠道。同时西安碑林也拥有自己的销售团队，销售网络覆盖 6,500 家医院，迅速推广能力极强。通过两者的互补互助，渠道优势将更加凸显，销售效率也将不断提高。

图 3、2016H1 公司销售收入结构



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

表 1、按产品划分的销售额及变动情况

	人民币：百万元			
	2016H1	2015H1	变动金额	变动比例
心脑血管药	256.8	218.9	37.9	17.30%
五官科药物	281.3	120.6	160.7	133.20%
其他医药制剂	141.7	153.2	(11.5)	-7.50%
医药中间体	380.4	322.7	57.8	17.90%
甾体类医药及其中间体	125.6	112.8	12.9	11.40%
其他产品	313.1	336.4	(23.3)	-6.93%
总计	1,498.9	1,264.6	234.3	18.53%

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **我们的观点：**远大医药已由一家医药原料药和普药生产企业转型为一家在眼科、耳鼻喉和心脑血管急救治疗等细分领域的专业整合者和市场领导者。发展策略方面，公司一方面加强研发，提高自身产品竞争力，一方面积极寻求优质并购，扩充产品组合，同时通过内生性和外延式方式快速发展。公司引入鼎晖投资、国开熔华基金和德福资本等机构投资的加盟，拓宽了公司资金和候选项目来源。当前公司股价对应 2016 年业绩 PE 估值约为 15 倍左右，建议投资者密切关注。
- **风险提示：**收购整合不及预期；医改政策变化。

表 2、远大医药 2016 年中期业绩主要财务指标变动情况

	单位(百万元, 港币)			点评
	2016H1	2015H1	同比变动	
收入	1,781	1,577	13.0%	心脑血管药和医药中间体业务增长较大, 分别为17.3%和17.9%, 此外去年7月收购的九和在期内也带来约1.50亿元的贡献。
销售成本	(1,020)	(960)	6.2%	
毛利	762	617	23.5%	延续产品结构调整战略, 以高毛利制剂产品优先。
毛利率	42.8%	39.1%	9.4%	
其他收入及收益	26	21	23.0%	营业额增加所致。
分销成本	(366)	(297)	23.3%	
行政费用	(193)	(167)	16.0%	公司配合业务增长而扩大规模所致。
其他经营费用	(6)	(7)	-11.5%	
应占联营公司业绩	(5)	(0)	3385.9%	银行贷款及其他融资活动增加以应付公司规模扩展、支付一般营运资金。
财务费用	(86)	(65)	32.9%	
除税前溢利	131	103	27.9%	实际税率有所降低, 由2015年的21.4%降至18.3%。
所得税开支	(24)	(22)	9.4%	
期内溢利	107	81	33.0%	纯利增长速度高于市场平均水平。
公司拥有人应占期间溢利	111	79	40.1%	
非控股权益应占期间溢利	(4)	2	-336.1%	
基本EPS (港仙)	5.65	4.03	40.2%	
摊薄EPS (港仙)	5.37	3.97	35.3%	

资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

业绩发布电话会议 Q&A (2016.09.01)

1、公司未来 5 年的规划如何, 尤其在五官科、心脑血管科、生物技术领域?

远大香港给了较为明确的目标: 五官科方面, 做成国际化的、国内最大的产业集团; 心脑血管科, 注重在急救用药方面做成知名企业; 生物技术领域, 除了现在的生物氨基酸和生物农药外, 希望在生物制药上也有突破的综合性制药企业。未来将会打造出接近 20 个破亿的产品。

重点的产品, 在五官科来讲, 有 4 个重量级产品: 切诺是目前口服的治疗鼻窦炎和祛痰的第一的产品, 未来也会带来比较好的利润回报; 人工泪液瑞珠滴眼液是润眼液前三名的产品, 打造了 7、8 年的时间, 未来有 2-3 个亿的市场空间; 碑林药业的 4 个五官科的产品, 其中金噪系列的销售在 1.7、1.8 亿左右, 未来将打造成 4-5 个亿的产品, 其他眼科产品因为竞争对手的退市, 也将打造成 4-5 个亿的产品。

心血管方面的几个产品目前都是收入破亿, 未来也会带到 3-5 亿的水平上。

2、九和、碑林、Cardionovum 等收购的战略意义和潜力如何?

由于中国市场的特殊性, 市场集中度整合、产品整合、市场整合都在进行, 公司牢牢抓住市场趋势开始起步, 经过尽调、管理、销售, 公司对九和的收购达到 1 亿美金的规模, 德国的项目也是约 1 亿美金的合作项目。

公司的研发一直没有停止, 在各个领域都在进行。

公司的收购具有补强收购的特点，公司在生产管理方面已经有足够的经验，通过和特色产品嫁接、吸收、合作，在销售方面，追求协同效应，越来越高大上。现在五官科建立起了牢牢的壁垒，在香港、大陆包括境外市场中，远大医药异军突起。

未来有机会把现有产品从 1 亿左右推到 2、3 亿以上，从而通过原有企业和公司的融合得到更好的表现。

国内现在整合是一个趋势，但也不容易发现较好的公司，公司现在有专门的 BD 部门和团队，也在国外企业中寻求合作，未来也会有更多斩获。

并购是公司的标签之一，另一个标签就是五官科的重量产品，5 个亿的产品就有 5 个，可以支持 25 个亿的销售，利润率远远高于产品群。使得公司在稳定增长、抵抗要加调整等方面都有很好的准备。

3、公司在研发上取得了比较大的进展，但是市场认为公司在研发上比较弱，公司在研发和 BD 上究竟有什么重大的成果和进展？

公司对研发的投入很大，主要有两方面：一是研究院有 100 多人的团队，有 30 多个产品在排队审批，每年有 2 个新产品的上市，3 个眼科用药今年也进入了快批通道，都是破亿的当红产品；另一个研发的方面，市场可能还没太理解，因为市场准入比较难，公司在获得产品的时候也通过直接并购的方式。和碑林、九和、德国 Cardionovum 的并购合作都是为了获得其产品，公司有一个 2 千多人的销售队伍，在 OTC、处方药方面都能销售，这些产品进入以后可以利用公司的销售优势进行销售。例如九和的销售，在收购前是 1.2 个亿的销售，拿到的第一年是 1.8 个亿，拿到的第二年上半年是 1.5 个亿，我们在销售时也会将并购来的产品当成研发产品一样推广。公司在研发上平均每年是 2.5-3 个亿的投入。

另外，公司和中国一些科学院也做了八个汗腺病药的研发，也有希望在未来进入快批通道；天津也取得了一类新药注射液免临床的批件，取得了壁垒保护。

4、管理层对股权激励有何考虑？

由于历史原因，有一部分的股权激励。随着新企业的加入，对于未来的股权激励措施，公司有一些新的准备，并计划来给高管和销售前线团队激励，共享成果，也会在董事会提出相关方案，使得雇员得到激励。

5、请详细讲一下公司技术、产品方向以及公司的国内地位等方面的状况。

公司在生物技术方面瞄准三个大方向：一是生物农药，收购的科诺是国内做生物

农药的龙头企业，也正在联合美、日一起做好此业务，并且科诺生物也在着手上新三板；二是生物氨基酸，弘元和武汉的生物公司都在做，弘元以前是全世界第二大氨基酸企业，现在生物公司加入后改变了原来的生产方式，由化学的方法生产氨基酸转为生物的方法，全世界有生产生物瓜氨酸这样技术的只有两家，就是我们和德国的瓦克，目前正在逐渐打开市场，获得高端客户如雀巢、IFF 的认证；三是基因工程药、生物药、单克隆抗体药，正在做准备，目前有两个在谈项目正在深入沟通中。

6、今年公司收了科诺的少数部分股权是出于何种考虑？

对于科诺，公司以前占 83% 的股份，另外两个小股东是国有企业，科诺要大发展需要融资和更大的投入，这种情况下经过协商，另外两个股东非常支持我们的发展，但是他们没有太多的资金和精力来发展，所以建议把股权收回来尽量地进行发展，实际上是政府对公司的支持。

7、收购的西安碑林的销售团队如何融合到现有的公司的销售团队中？

碑林公司是非常难得的标的，公司跟踪了 3-5 年的时间，碑林公司的五官科业务 4 个多亿，4 个品种都是中药保护和独家医保产品，大多都是前 3 名的市场地位。碑林自己有 600 人的销售队伍覆盖 6,500 家医院，基础非常好。在这种情况下，公司会规划发挥其现有的 600 人的销售力量，公司研发线上要下来的很好的眼科品种放到其队伍中迅速扩展下去，公司自己的眼科销售队伍会在自己现有的品种上精耕细作，达到两个团队的相互帮助。比如，自己的队伍比较擅长特别好的学术品种的产品，那么新产品、需要重新宣传推广的产品就交给我们的队伍；碑林的队伍作战能力很强，就会把已经宣传开的产品交给他们，利用其良好的关系和对医生的把控进行推广；再比如碑林的一些适合 OTC 的产品，也会由公司的 OTC 队伍来推广销售。这样得到比较好的相互补充，优势互补。

8、舒邦的推广是如何打算的？

舒邦是开拓生物领域时和芬兰的必欧翰公司沟通达成的，经过两年的报批顺利上市了，今年上市的定位是考量下市场对此药的反映。虽然从药学方面的研究来说疗效性很好，但是具体的消费者体验还需要观察。目前收集了近 2,000 人的使用感受，今年公司也会确定其推广方案，坚定地按照设定好的目标进行。目前来看，此品种的效果很好，对于保肝、宿醉解酒方面为消费者带来很好的帮助。

9、对于现在的医药 4.0，公司在生物抗体、数字医疗、精准医疗方面的布局如何？

对于生物一类新药、单抗布局方面，公司和两个国外制药企业沟通，因为他们有两个治疗黄斑、青光眼的生物药，在全球进行报批和合作，取得实质进展的时候会及时和投资者公布。

精准医疗方面，公司在和国外企业做产品引进问题，包括心血管介入超声、五官科的眼底精准释放的产品，BD 部门在加紧跟踪、洽谈。

对于互联网，公司一直重视，比如瑞珠滴眼液产品就在天猫和其他电商网站上排在润眼类前三位，公司也会积极继续寻找合作伙伴，进行更深入的沟通。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【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.xyzq.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。

【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.xyzq.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、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。

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。