

公司报告

招商证券(香港)有限公司

泰邦生物 (CBPO US)

2015年第二季业绩乐观;重申买入评级, 新目标价140美元

- 2015年第二季盈利胜过预期。
- 小幅上调盈利预测及目标价。
- 目前估值相对同业仍然具有吸引力。

2015年第二季盈利强劲, 好于预期

2015年第二季营收7,910万美元, 比14年第二季增长32%。这主要归因于白蛋白和静脉注射免疫球蛋白产品销量上升, 加上增值税降低和销售的努力, 平均售价略微上升(白蛋白和免疫球蛋白约升3%)。由于营养补贴费用的增加, 2015年第二季毛利率收窄270个基点至65.8%。我们预计15年第三季毛利收窄的趋势将会持续, 最主要受到一次性从新疆德源购买的143吨血浆所致。净利润率同比扩大100个基点至33.8%, 原因包括: 1) 新产品提升单位经济效益; 2) 先进的血浆提取技术带来产量的提高; 3) 产品组合的优化。

多项催化剂支持未来长期增长

1) 现有中心收集量持续增长和扩张新采集中心; 2) 增加血浆类产品的种类; 3) 提升血浆提取技术; 4) 15年下半年平均售价可能上升; 5) 潜在的兼并收购交易。

我们预计2015-17年快速稳定增长

我们略微上调2015/16/17年(非一般公认会计原则)每股盈利预测0.8%/0.6%/0.7%以反映公司近期强劲的发展。支持的原因包括: 1) 主要产品稳定增长; 2) 胎盘多肽产量增加; 3) 新厂房将提高8因子和凝血酶原复合物的产量。

目标价由135.0美元上调至140.0美元

这意味目前股价有14%的上升空间, 对应2016年预测市盈率为30倍, 16年动态市盈率1.0倍。风险因素包括: 1) 政府政策限制; 2) 新站开张延迟; 3) 原材料供应短缺和销售成本增加。

盈利预测及估值

百万美元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业额	203	243	293	357	434
同比增长(%)	10.0%	19.6%	20.5%	21.9%	21.6%
净利润(非通用会计准则)	59	76	96	122	154
同比增长(%)	22.9%	28.1%	27.0%	27.0%	26.0%
每股盈利(非通用会计准则, 美)	2.14	2.89	3.63	4.61	5.81
每股股息(美元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市盈率(核心净利润)(X)	57.3	42.4	33.8	26.6	21.1
市净率(X)	11.1	11.4	7.0	5.3	4.0
净资产收益率(%)	19.4%	27.4%	20.8%	19.9%	19.1%

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

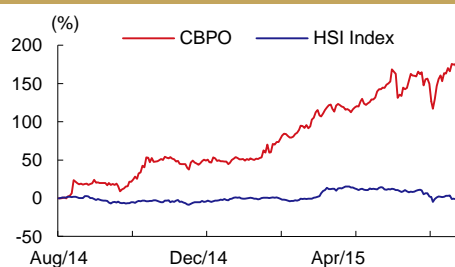
刘一贺 (852) 3189 6711
 张皓渊 (852) 3189 6754
 miloliu@cmschina.com.hk haydenzhang@cmschina.com.hk

上调盈利预期及目标价

买入

前次评级	买入
股价	US\$122.6
12个月目标价 (上涨空间)	US\$140.0 (+14.2%)
前次目标价:	US\$135.0

股价表现



资料来源: Bigdata

%	1月	6月	12月
泰邦生物	15.4	92.4	182.9
纳斯达克指数	(3.2)	16.9	15.2

医药行业

纳斯达克指数	5,056.4
恒生指数	24,375

重要数据

52周股价区间(美元)	44.5-128.0
港股市值(百万美元)	3,062.9
日均成交量(百万股)	5.1
每股净资产(美元) 2014年末	10.7

主要股东:

华平资本	32.46%
德福资本	6.24%
陈小玲	4.22%

流通股

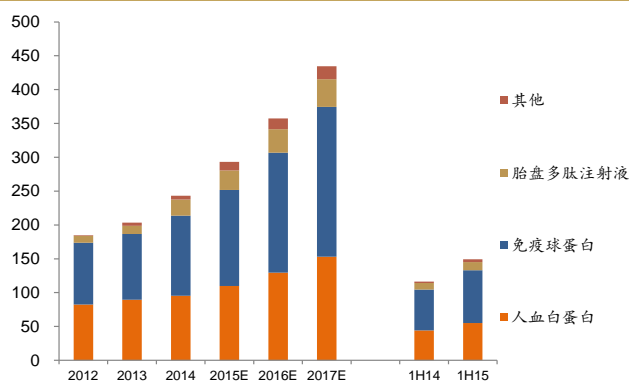
流通股	57.8%
-----	-------

相关报告

泰邦生物 (CBPO US) - 新生市场中崛起的巨人: 首次覆盖给予买入评级

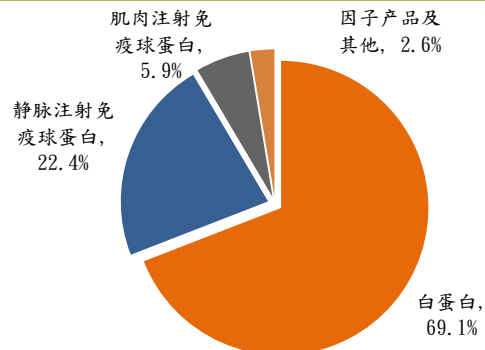
重点图表

图1：泰邦生物的总销售额明细（百万美元）



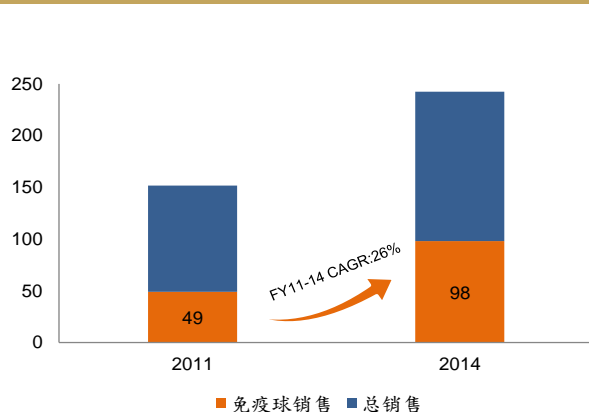
资料来源：公司资料、招商证券（香港）

图2：中国血浆市场2014年明细



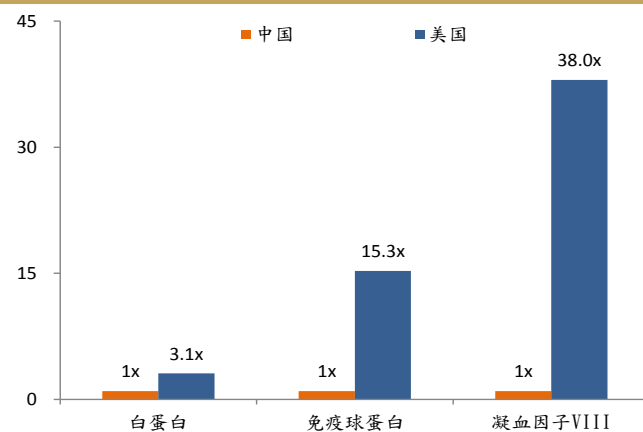
资料来源：公司资料、招商证券（香港）

图3：泰邦生物是第二大静脉注射免疫球蛋白生产公司，近年来快速增长.....（百万美元）



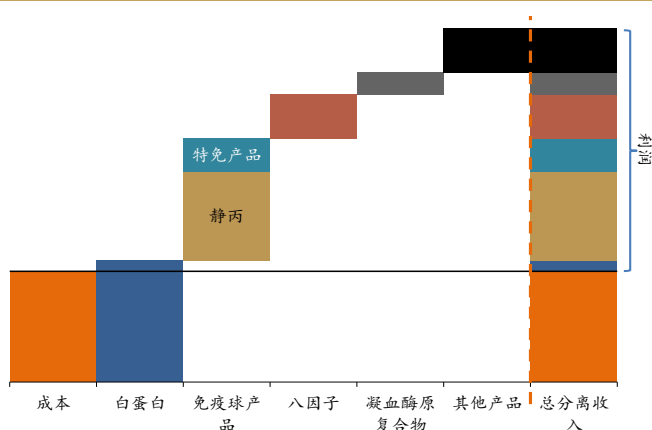
资料来源：公司资料、招商证券（香港）

图4：.....但仍明显落后成熟市场（美国 / 中国人均使用率）



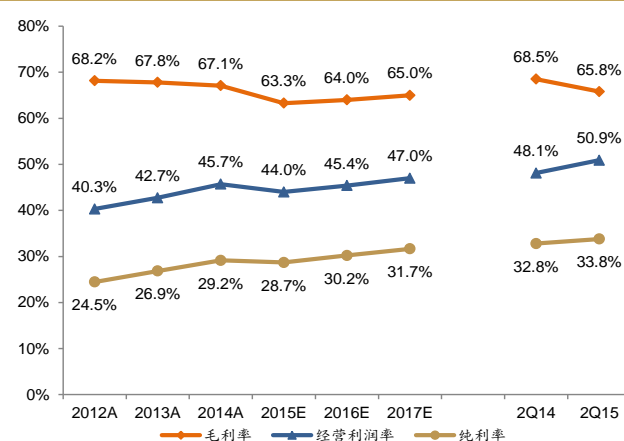
资料来源：公司资料、招商证券（香港）

图5：2014年每公升血浆的指示性收益



资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图6：盈利预测



资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

财务预测表

资产负债表

单位：百万美元	FY13	FY14	2015E	2016E	2017E
现金及短期投资	151	144	221	384	453
存货	89	101	194	159	258
其他流动资产	8	15	15	15	15
流动资产总计	264	280	454	586	762
物业、厂房及设备	73	80	91	105	122
其他资产	47	56	56	56	56
其他无形资产	3	3	3	3	3
非流动资产总计	139	167	178	192	208
资产总计	404	447	632	778	971
应付账款	4	5	8	7	10
短期银行贷款	10	58	58	58	58
应付所得税	4	8	10	12	15
其他流动负债	45	50	50	50	50
流动负债合计	63	121	125	127	133
长期债务	30	40	34	29	23
递延税项	3	3	3	3	3
其他负债	3	8	8	8	8
非流动负债合计	36	51	45	40	34
负债合计	100	172	170	167	167
少数股东权益	66	63	91	127	174
优先股	0	0	0	0	0
普通股权益	238	212	371	484	630
权益合计	304	275	461	611	804
每股账面值(美元)	11.0	10.7	17.5	23.1	30.4

现金流量表

单位：百万美元	FY13	FY14	2015E	2016E	2017E
税前利润	92	123	134	179	229
折旧摊销	7	8	10	12	14
营运资金变动前经营利润	87	108	122	162	207
其他经营活动现金流	-13	-15	-93	32	-100
经营活动现金流	74	94	29	194	106
资本支出	-20	-17	-21	-25	-31
已收利息	0	0	0	0	0
投资活动现金流	-26	-13	-21	-25	-31
长期借贷	30	40	34	29	23
普通股股息(现金)	0	0	0	0	0
优先股息(现金)	0	0	0	0	0
其他来源—融资	3	0	0	0	0
筹资活动现金流	-39	-143	68	-6	-6
汇率变动影响	4	-1	0	0	0
现金净增加额	10	-63	76	163	70
净现金—年末余额	130	144	81	157	320

资料来源：公司资料、招商证券(香港)预测

利润表

单位：百万美元	FY13	FY14	2015E	2016E	2017E
营业收入	203	243	293	357	434
收入成本	-65	-80	-108	-129	-152
毛利	138	163	186	229	282
销售、一般及行政开支	-47	-43	-51	-59	-70
研发开支	-4	-4	-4	-5	-7
经营利润	87	111	130	164	206
利息收入	4	7	7	14	21
利息开支	-1	-4	-5	-5	-5
税前利润	92	123	134	179	229
所得税	-16	-27	-21	-29	-37
少数股东权益	-22	-25	-27	-37	-47
净利润(GAAP)	55	71	85	113	146
净利润(非GAAP)	59	76	96	122	154
每股盈利(美元)—摊薄(GAAP)	1.96	2.71	3.22	4.29	5.51
每股盈利(美元)—摊薄(非GAAP)	2.14	2.89	3.63	4.61	5.81
每股股息(美元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

主要财务比率

	FY13	FY14	2015E	2016E	2017E
年成长率					
营业收入	10.0%	19.6%	20.5%	21.9%	21.6%
毛利	9.4%	18.4%	13.7%	23.2%	23.5%
经营利润	16.7%	27.9%	17.4%	25.7%	25.8%
净利润(非GAAP)	22.9%	28.1%	27.0%	27.0%	26.0%
摊薄每股盈利(非GAAP)	19.6%	35.1%	25.7%	27.0%	26.0%
获利能力					
毛利率	67.8%	67.1%	63.3%	64.0%	65.0%
EBITDA 利润率	47.5%	56.1%	48.3%	50.6%	52.2%
经营利润率	42.7%	45.7%	44.5%	45.9%	47.5%
净利率	26.9%	29.2%	29.0%	31.7%	33.5%
营运能力					
存货日数	458	433	500	500	500
应收贸易账款日数	26	28	28	28	28
应付账款日数	20	21	21	21	21
财务比率					
流动比率(x)	4.2	2.3	3.6	4.6	5.7
速动比率(x)	2.6	1.4	2.0	3.2	3.7
物业、厂房及设备折旧(%)	9.9%	9.1%	9.0%	9.0%	9.0%
ROA	14.6%	16.9%	15.2%	15.7%	15.8%
ROE	19.4%	27.4%	20.8%	19.9%	19.1%
估值比率					
市净率(x)	11.1	11.4	7.0	5.3	4.0
市盈率(x)	57.3	42.4	33.8	26.6	21.1

投资评级定义

投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升或下跌 10% 或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月较市场指数下跌 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关。

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/gb/disclosure.html>。

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