

石药集团 (1093HK, HK\$7.28, 目标价: HK\$9.50, 买入) — 2016 三季度报: 增长势头持续

- ❖ **2016 年第三季核心净利润按年升 25.0%，势头持续。**2016 年首 9 月收入按年升 8.8% 至 92.5 亿港元，核心纯利按年升 25.4% 至 15.68 亿港元。按三个主要业务分类，创新药收入按年升 28.5%，普药按年升 3.7%，而原料药则按年跌 5.2%。第三季收入按年升 12% 至 31.05 亿港元，而核心纯利则升 25.0% 至 5.35 亿港元。
- ❖ **创新药：恩必普升势持续，但欧来宁及玄宁则令人失望。**恩必普 2016 年三季度收入按年升 43.3%，高于上半年的 39.8%。但欧来宁及玄宁的收入增长速度则由 2016 上半年的 13.0% 及 14.8% 下滑至第三季度的 7.9% 及 8.9%。抗肿瘤药品的增长则由 2016 上半年的 42.2% 稍为回落至 38.1%。总括而言，创新药收入在第三季度按年升 29.0%，较上半年的 28.3% 为高。展望 2017 年，公司管理层预算恩必普及抗肿瘤药品的增长势头可持续，而玄宁及欧来宁则保持现水平的增长速度。
- ❖ **咖啡因于第三季度增长加快，维生素 C 大致平稳，抗生素维持弱势。**咖啡因及维生素 C 的收入增长由 2016 上半年的 3.5% 及 11.3% 加快至第三季度的 34.5% 及 14.2%。抗生素收入减少速度由 2016 上半年的 25.2% 稍为放缓至第三季的 21.1%。管理层预计咖啡因及维生素 C 业务可维持健康增长，而抗生素业务的收入将大致维持于现水平。
- ❖ **毛利率继续上升，但效应被分销及研发开支稍弱。**毛利率由 2016 上半年的 50.2% 改善至第三季度的 51.7%，我们相信主要由于高毛利率创新药收入占比的上升。核心净利润只由 2016 上半年的 16.9% 改善至第三季的 17.2%，相信由于分销及研发成本上升所致。
- ❖ **管理层对未来 3 年增长维持乐观。**公司管理层相信拥有强大研发能力的大形企业可受惠于政策方向。以公司现有的产品线及在研新产品，管理层对公司未来的发展充满信心，并预期可于未来 3 年维持净利润 20-30% 的增长。
- ❖ **暂未停产，并预期影响可控。**石家庄政府要求制药企业停产以解决污染问题，管理层指公司已与政府取得共识指停产不包括：(1) 出口药品、(2) 急需的制剂产品，及 (3) 生产过程中不会产生严重空气污染的产品。总括而言，管理层预期政府的要求对公司影响轻微，情况可控。
- ❖ **为药品一致性评价预留额外研发开支。**为达政府要求，石药的 77 款产品需要在 2018 年底前完成药品一致性评价。公司按市场潜力从中挑选出 39 款产品，预期 2016/17/18 年需要额外 4,800 万/1 亿/1 亿人民币以进行测试。
- ❖ **维持买入评级，上调目标价至 9.50 港元。**公司强劲的业绩印证我们观点，其创新药产品可继续推动公司增长。我们对石药维持买入评级，由于估值模型转到 2017 年，目标价由 8.30 港元上调至 9.50 港元。目标价代表 27.6x/22.4x/18.1x 的 2016/17/18 年预测市盈率。

吴永泰, CFA

(852) 3761 8780

cyusng@cmbi.com.hk

石药集团 (1093HK)

评级	买入
收市价	HK\$7.84
目标价	HK\$9.50
市值 (港币百万)	47,452
过去 3 月平均交易 (港币百万)	92.9
52 周高/低 (港币)	8.59/5.92
发行股数 (百万)	6,052.5
主要股东	蔡东晨及管理层(31.3%)
来源: 彭博	

股价表现

	绝对	相对
1 月	-3.6%	-0.6%
3 月	7.8%	8.4%
6 月	18.4%	3.5%

来源: 彭博

过去一年股价

来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额 (百万港元)	10,955	11,394	12,675	14,174	15,936
核心净利润 (百万港元)	1,265	1,678	2,033	2,509	3,097
每股核心收益 (港元)	0.21	0.28	0.34	0.42	0.52
每股核心收益变动 (%)	38.6	32.6	21.1	23.4	23.4
市盈率 (x)	36.6	27.6	22.8	18.5	15.0
市帐率 (x)	5.7	5.3	4.6	3.9	3.3
股息率 (%)	1.3	1.4	1.8	2.2	2.7
权益收益率 (%)	15.7	19.1	20.1	21.2	22.3
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司、招银国际证券预测

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	515.9	663.9	829.8	1,029.6	1,249.3
骨科	236.8	284.0	346.6	431.3	531.7
整形美容及创面护理	56.8	122.3	195.7	278.0	360.0
止血防粘连	155.3	179.0	201.5	224.9	251.2
销售成本	(65.9)	(105.1)	(123.1)	(148.1)	(177.8)
毛利	450.1	558.8	706.7	881.5	1,071.4
其他收益	26.7	31.7	36.2	44.8	53.9
销售费用	(187.2)	(242.1)	(305.4)	(380.4)	(464.5)
行政费用	(49.0)	(58.9)	(74.3)	(92.5)	(113.0)
其他开支	(2.3)	(0.9)	(1.8)	(1.7)	(1.5)
息税前收益	211.9	253.4	318.1	397.5	480.9
净财务收入	3.7	38.3	40.2	38.1	35.8
联营公司	0.0	0.3	0.3	0.3	0.4
非经常性收入	0.0	28.7	0.0	0.0	0.0
税前利润	215.6	320.6	358.6	435.9	517.1
所得税	(32.0)	(47.3)	(53.8)	(65.4)	(77.6)
非控制股东权益	0.0	0.2	0.1	0.1	(0.1)
净利润	183.6	273.5	304.9	370.5	439.5
核心净利润	183.6	249.1	304.9	370.5	439.5
息税折摊前收益	234.8	316.5	359.4	447.9	542.2

来源: 公司、招银国际预测

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流动资产	404.5	449.9	534.6	625.4	745.4
物业、厂房及设备	352.0	396.6	482.6	574.6	695.8
长期租赁押金	32.4	31.6	30.9	30.2	29.4
无形资产	4.1	3.3	2.5	1.7	0.9
联营公司	0.0	11.2	11.5	11.8	12.2
其他	16.1	7.2	7.2	7.2	7.2
流动资产	347.4	2,372.1	2,526.6	2,743.0	2,981.8
现金及现金等值物	181.3	2,177.8	2,295.5	2,461.3	2,641.2
应收贸易款项	62.4	91.3	110.4	136.9	166.2
存货	76.4	78.1	98.5	118.5	142.3
预付款	18.6	24.9	22.3	26.3	32.2
其他	8.6	0.0	0.0	0.0	0.0
流动负债	139.2	141.0	139.6	152.4	164.3
备债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付贸易账款	134.3	117.1	120.5	126.3	133.0
其他	5.0	23.9	19.0	26.2	31.3
非流动负债	18.5	15.5	15.5	15.5	15.5
供债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
递延税项	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
递延收入	17.7	14.9	14.9	14.9	14.9
净资产总值	594.2	2,665.4	2,906.2	3,200.5	3,547.4
少数股东权益	0.0	3.5	3.4	3.3	3.4
股东权益	594.2	2,661.9	2,902.8	3,197.2	3,544.0

来源: 公司、招银国际预测

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
息税前收益	211.9	253.4	318.1	397.5	480.9
折摊和摊销	22.8	34.0	41.0	50.0	60.9
营运资金变动	(53.9)	(16.9)	(33.4)	(44.8)	(52.1)
税务开支	(38.0)	(24.7)	(58.7)	(58.3)	(72.4)
其他	(0.8)	22.6	(0.0)	0.0	0.0
经营活动所得现金净额	142.0	268.5	266.9	344.4	417.4
资本开支	(93.6)	(66.9)	(125.4)	(140.4)	(180.6)
联营公司	0.0	(7.7)	0.0	0.0	0.0
其他	5.5	(71.4)	40.2	38.1	35.8
投资活动所得现金净额	(88.2)	(146.1)	(85.2)	(102.3)	(144.8)
债务变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
派息	(70.3)	(49.7)	(64.0)	(76.2)	(92.6)
融资活动所得现金净额	(70.3)	1,754.6	(64.0)	(76.2)	(92.6)
现金净变动	(16.5)	1,877.0	117.7	165.8	179.9
年初现金及现金等值物	176.5	160.0	2,177.8	2,295.5	2,461.3
汇兑差额	0.0	4.0	0.0	0.0	0.0
年末现金及现金等值物	160.0	2,041.0	2,295.5	2,461.3	2,641.2

来源: 公司、招银国际预测

主要比率

年结: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
销售组合 (%)					
骨科	45.9	42.8	41.8	41.9	42.6
整形美容及创面护理	11.0	18.4	23.6	27.0	28.8
止血防粘连	30.1	27.0	24.3	21.8	20.1
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	87.2	84.2	85.2	85.6	85.8
息税折摊前利润率	45.5	47.7	43.3	43.5	43.4
税前利率	41.8	48.3	43.2	42.3	41.4
净利率	35.6	41.2	36.7	36.0	35.2
核心净利率	35.6	37.5	36.7	36.0	35.2
有效税率	14.9	14.8	15.0	15.0	15.0

增长 (%)

收入	28.6	28.7	25.0	24.1	21.3
毛利	30.0	24.2	26.5	24.7	21.5
息税折摊前利润	33.9	34.8	13.6	24.6	21.1
经营利润	30.3	19.6	25.5	25.0	21.0
净利润	29.7	49.0	11.5	21.5	18.6
核心净利润	29.7	35.7	22.4	21.5	18.6

资产负债比率

流动比率 (x)	2.5	16.8	18.1	18.0	18.1
平均应收账款周转天数	37.9	44.2	46.7	46.1	46.6
平均应付账款周转天数	19.6	18.1	20.3	20.9	20.9
平均存货周转天数	329.5	268.2	261.7	267.4	267.6
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	30.9	10.3	10.5	11.6	12.4
资产回报率	24.4	9.7	10.0	11.0	11.8

每股数据

每股盈利 (人民币)	1.5	1.9	1.9	2.3	2.7
核心每股盈利 (人民币)	1.5	1.7	1.9	2.3	2.7
每股股息 (港元)	0.0	0.4	0.5	0.6	0.7
每股账面值 (人民币)	3.7	16.6	18.1	20.0	22.1

来源: 公司、招银国际预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。