

石药集团(1093 HK)

三季度业绩符合预期；净利受销售及研发费用拖累

❖ **三季度收入符合预期，净利增速稍慢。**三季度收入及净利分别同比增长26.3%/20.5%至50.6亿/8.8亿人民币。成药方面，创新药物及普药分别增长56.4%及25.6%。至于原料药，由于平均销售价格下调及市场供应上升，维生素C下跌33%，咖啡因及抗生素则分别下跌2%及7.1%。因毛利率较高的创新药占比增加（销售比例由2017年三季度的42.6%上升至2018年三季度的52.7%），整体毛利率上升7.3个百分点至67.8%。分销费用增长58.6%，其他费用（研发费用为主）增加68.2%。因此，营业利润率下降1.1个百分点至21.5%，净利润率下降0.8个百分点至17.4%。2018年首三个季度的收入和净利润分别达到我们/市场全年预测的77.6%/74.9%和75.7%/74.6%。

❖ **创新药物稳定增长。**恩必普于三季度增长30.6%至12亿港元，管理层期望于2018年全年达到50亿港元销售额。欧来宁和玄宁分别增长65.6%及66.1%至5.3亿/2.79亿港元，主要归因于1)持续学术营销活动推出，2)更多直接销售。抗肿瘤药物增长127.6%至6.35亿港元，其中多美素增长85.2%，津优力激增121%，克艾力于2018年首三个季度录得1.91亿港元销售额，单是第三季度则录得1.05亿港元的销售额。克艾力已覆盖大约300至400家医院，并已被纳入五个省级医保目录（湖北、宁夏，江苏，湖南和山东）。我们预计克艾力将在18财年实现2.5亿港元销售额。创新药物仍将会是石药的增长动力，我们预计该业务在17-20财年的复合年增长率为43.4%，主要归因于基层药物市场的开拓，持续学术营销活动推出和对病患者的教育。

❖ **试点城市集采影响有限。**由于石药新推出的克艾力并未纳入国家医保目录，该产品已被排除在招标列表之外。根据米内网，其他三种受影响的药物，盐酸曲马多片，卡托普利片和阿奇霉素片在市场只占据极少份额，于2017年样本城市公立医院分别只占0%/0%/0.4%市场份额。由于之前销量微薄，石药不受太大影响。相反，从招标中胜出的药物销量将从无到有，并以最低的销售成本获得市场份额。

❖ **维持买入，目标价维持24.0港元不变。**管理层仍期望未来三年公司达到20-30%的净利润复合年增长率。考虑到创新药物和丰厚的研发管线，以及每年大量普药及创新药物的推出，我们相信石药将保持强劲增长。由于集采过剩和市场情绪低迷，股价下滑不少。石药目前18/19财年的预测市盈率为29.6x/23.8x。我们维持买入评级，目标价仍定在24.0港元不变，对应18/19财年41x/33x预测市盈率。

❖ **风险：带量集中采购扩展至其他城市，集采目录扩大。**

财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万港元)	12,369	15,463	20,413	26,545	33,431
核心净利润(百万港元)	2,101	2,787	3,610	4,490	5,612
核心EPS(港元)	0.35	0.46	0.58	0.72	0.90
EPS变动(%)	24.1	29.6	26.6	24.4	25.0
市盈率(x)	48.5	37.4	29.6	23.8	19.0
市帐率(x)	10.6	7.0	5.9	5.0	4.2
股息率(%)	0.7	0.9	1.1	1.4	1.7
权益收益率(%)	20.8	18.1	20.0	21.0	21.9
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

数据来源：公司及招银国际预测

买入（维持）

目标价	HK\$24.00
(前目标价)	HK\$24.00)
潜在升幅	+40.4%
当前股价	HK\$17.10

葛晶晶

电话：(852) 3761 8778

邮件：amyge@cmbi.com.hk

医药行业

市值(百万港元)	106,676
3个月平均流通(百万)	622.7
52周内高/低(港元)	26.75/14.56
总股本(百万)	6,243

数据来源：彭博

股东结构

蔡东晨等管理层	31.3%
花旗	6.3%
瑞银集团	4.97%
流通股	57.47%

数据来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1月	7.0%	4.0%
3月	-1.2%	2.6%
6月	-26.7%	-13.1%

数据来源：彭博

股价表现



数据来源：彭博

审计师: Deloitte

公司网站: www.e-cspc.com

图 1：3Q18 利润表

	1Q17	1Q18	按年增长	2Q17	2Q18	按年增长
	百万港元	百万港元		百万港元	百万港元	
创新药	1,706	2,669	56.4%	4,655	7,543	62.1%
普药	1,197	1,504	25.6%	3,521	4,811	36.6%
抗生素	295	274	-7.1%	914	1,046	14.4%
维C	574	385	-33.0%	1,334	1,679	25.9%
咖啡因及其他	235	230	-2.0%	783	770	-1.7%
原料药	1,104	889	-19.5%	3,032	3,495	15.3%
总收入	4,006	5,061	26.3%	11,208	15,849	41.4%
销售成本	(1,579)	(1,627)	3.0%	(4,656)	(5,524)	18.6%
毛利	2,427	3,434	41.5%	6,552	10,325	57.6%
其他收益及亏损	43	52	22.0%	90	135	48.8%
销售费用	(1,147)	(1,819)	58.6%	(3,005)	(5,416)	80.2%
行政开支	(186)	(197)	6.0%	(491)	(601)	22.4%
其他费用	(213)	(358)	68.2%	(546)	(1,007)	84.5%
经营利润	924	1,112	20.3%	2,600	3,435	32.1%
财务费用	(8)	(24)	194.0%	(24)	(60)	154.5%
联营公司收入	(3)	12	-444.8%	1	35	2331.6%
税前利润	913	1,100	20.5%	2,578	3,410	32.3%
所得税	(179)	(223)	24.7%	(526)	(692)	31.7%
非控股权益	(2)	5	-285.5%	(8)	16	-296.2%
净利润	731	881	20.5%	2,044	2,734	33.8%
毛利率	60.6%	67.8%	7.3%	58.5%	65.1%	6.7%
经营利润率	23.1%	22.0%	-1.1%	23.2%	21.7%	-1.5%
净利率	18.2%	17.4%	-0.8%	18.2%	17.2%	-1.0%

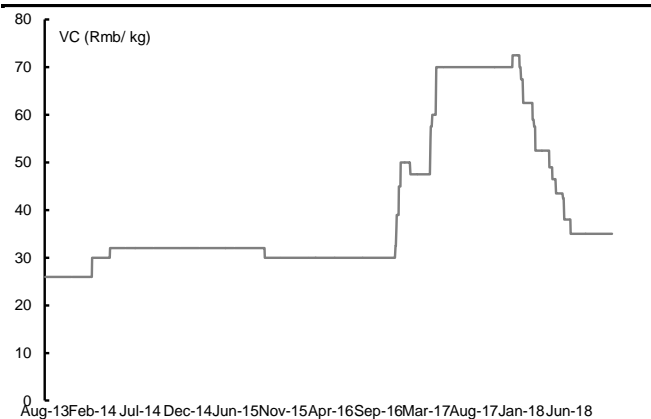
数据来源：公司，招银国际预测

图 2：同业估值

公司	代码	股价 HK\$	市值 HK\$mn	PER(x)			PBR(x)			EV/EBITDA (x)			ROE(%)		
				FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
石药集团	1093	17.10	106,676	34.7	28.9	22.6	6.4	5.9	5.0	22.5	19.4	14.7	21.8	21.7	23.5
复星医药	2196	28.35	80,813	35.0	21.5	17.9	4.4	2.2	2.1	31.0	25.7	22.0	13.2	10.6	11.5
中国生物制药	1177	7.51	94,910	39.4	28.3	23.7	9.3	5.5	4.5	22.6	15.0	11.5	25.4	25.4	24.1
白云山	874	31.20	66,464	15.1	13.3	15.2	1.7	2.0	1.9	9.5	19.3	14.8	11.4	16.2	14.0
丽珠集团	1513	27.60	24,369	8.2	15.9	13.9	3.4	1.6	1.4	17.2	10.7	9.1	51.3	9.8	10.4
三生制药	1530	12.38	31,491	34.5	24.8	19.4	4.4	3.4	2.9	22.5	16.6	13.0	13.4	14.6	16.1
绿叶制药	2186	6.45	21,124	17.1	14.4	12.2	2.5	2.1	1.8	11.9	11.9	10.2	14.9	16.5	16.5
复旦张江	1349	4.12	3,803	47.4	30.4	22.8	4.1	N/A	N/A	27.1	N/A	N/A	8.8	N/A	N/A
			平均	28.1	21.2	17.9	4.2	2.8	2.4	20.3	16.6	13.4	19.8	15.5	15.4

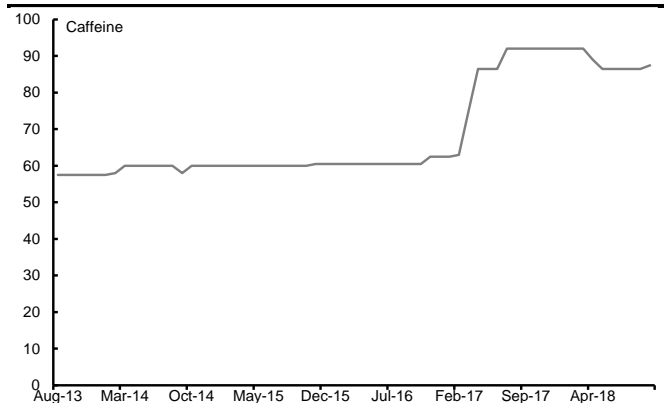
数据来源：彭博，招银国际预测

图 3：维生素 C 价格回落



数据来源：万得、招银国际研究预测

图 4：咖啡因价格稳定



数据来源：万得、招银国际研究预测

财务报表

利润表

年结：12月31日（百万港元）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	12,369.0	15,462.5	20,413.2	26,545.3	33,430.8
创新药	4,774.0	6,582.2	9,697.6	14,127.4	19,404.8
普药	4,193.0	4,792.2	5,990.3	7,246.4	8,529.5
原料药	3,402.0	4,088.1	4,725.4	5,171.4	5,496.6
销售成本	(6,060.2)	(6,116.6)	(7,784.2)	(9,875.2)	(11,884.1)
毛利	6,308.8	9,346.0	12,629.0	16,670.1	21,546.7
其他收益	107.0	120.5	145.9	136.5	153.6
销售费用	(2,788.2)	(4,374.6)	(6,049.2)	(7,953.7)	(10,286.3)
行政费用	(553.7)	(682.0)	(974.6)	(1,231.2)	(1,645.6)
研发开支	(403.1)	(815.3)	(1,212.2)	(1,977.8)	(2,716.7)
其他开支					
息税前收益	2,649.5	3,481.6	4,538.8	5,643.9	7,051.7
应占联营公司利润	27.6	10.3	33.9	37.3	41.0
净财务收入 / (支出)	(41.7)	(26.6)	(27.4)	(29.2)	(31.1)
税前利润	2,635.3	3,465.3	4,545.3	5,652.0	7,061.7
所得税	(522.1)	(685.2)	(909.1)	(1,130.4)	(1,412.3)
非控制股东权益	(12.4)	(9.5)	(26.0)	(31.4)	(37.0)
净利润	2,100.8	2,770.5	3,610.3	4,490.2	5,612.4
核心净利润	2,100.8	2,786.5	3,610.3	4,490.2	5,612.4
息税折摊前收益	3,237.2	4,198.2	5,479.5	6,654.8	8,135.2

来源：公司，招银国际预测

资产负债表

年结：12月31日（百万港元）	FY16A	FY17A	FY18A	FY19A	FY20A
非流动资产	6,332.6	7,908.0	8,947.4	8,898.5	8,809.7
物业、厂房及设备	5,415.0	6,662.5	6,742.9	6,786.3	6,785.5
商誉	111.8	121.7	121.7	121.7	121.7
无形资产	79.2	103.2	755.4	643.9	533.1
其他非流动资产	726.5	1,020.5	1,327.3	1,346.5	1,369.4
流动资产	8,427.6	13,634.7	16,105.9	20,204.9	25,611.1
现金及现金等值物	3,234.7	5,238.0	11,606.2	9,776.2	13,489.3
应收贸易款项	3,124.0	3,880.8	638.1	5,937.6	7,079.6
存货	1,933.1	2,900.8	2,958.0	3,564.9	4,075.7
其他流动资产	135.8	1,615.1	903.7	926.2	966.5
流动负债	4,084.7	5,759.9	6,428.1	7,090.2	8,114.6
银行贷款	897.8	927.3	784.5	874.5	911.0
应付贸易账款	3,038.5	4,573.2	5,384.2	5,956.3	6,944.1
其他流动负债	148.4	259.4	259.4	259.4	259.4
非流动负债	484.2	375.4	467.8	463.0	510.5
银行贷款	240.4	59.8	123.4	95.3	120.8
其他非流动负债	243.8	315.6	344.5	367.7	389.7
净资产总值	10,191.3	15,407.4	18,157.3	21,550.2	25,795.8
少数股东权益	83.7	85.0	111.0	142.4	179.3
股东权益	10,107.6	15,322.4	18,046.4	21,407.8	25,616.4

来源：公司，招银国际预测

现金流量表

年结：12月31日 (百万港元)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	2,649.5	3,481.6	4,538.8	5,643.9	7,051.7
折摊和摊销	587.7	716.5	940.7	1,010.9	1,083.4
营运资金变动	218.8	(269.7)	4,025.4	(5,311.1)	(643.0)
税务开支	(479.2)	(575.1)	(909.1)	(1,130.4)	(1,412.3)
其他	(60.6)	(65.2)	(82.5)	(75.6)	(95.2)
经营活动所得现金净额	2,916.3	3,288.1	8,513.3	137.7	5,984.7
资本开支	(1,131.0)	(1,592.4)	(1,677.1)	(925.4)	(954.2)
发行股本	-	(1,342.7)	-	-	-
其他	(196.3)	(352.3)	497.5	24.4	24.4
投资活动所得现金净额	(1,327.4)	(3,287.3)	(1,179.6)	(901.0)	(929.8)
债务变化	(365.4)	30.7	(79.2)	61.9	62.1
派息	(654.5)	(750.0)	(886.3)	(1,128.7)	(1,403.8)
融资活动所得现金净额	(456.7)	1,631.4	(965.5)	(1,066.8)	(1,341.7)
现金净变动	1,132.3	1,632.2	6,368.2	(1,830.0)	3,713.1
年初现金及现金等值物	2,313.0	3,234.7	5,238.0	11,606.2	9,776.2
汇兑差额	(210.6)	296.4	-	-	-
存放时到期期限超过三个月之银行存款		74.7			
年末现金及现金等值物	3,234.7	5,238.0	11,606.2	9,776.2	13,489.3

来源：公司，招银国际预测

主要比率

年结：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
创新药	38.6	42.6	47.5	53.2	58.0
普药	33.9	31.0	29.3	27.3	25.5
原料药	27.5	26.4	23.1	19.5	16.4
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	51.0	60.4	61.9	62.8	64.5
息税折摊前利润率	26.2	27.2	26.8	25.1	24.3
税前利率	21.3	22.4	22.3	21.3	21.1
净利率	17.0	17.9	17.7	16.9	16.8
核心净利率	17.0	18.0	17.7	16.9	16.8
有效税率	19.8	19.8	20.0	20.0	20.0
增长 (%)					
收入	8.6	25.0	32.0	30.0	25.9
毛利	20.8	48.1	35.1	32.0	29.3
息税折摊前利润	16.8	29.7	30.5	21.4	22.2
经营利润	22.3	31.4	30.4	24.3	24.9
净利润	26.2	31.9	30.3	24.4	25.0
核心净利润	25.2	32.6	29.6	24.4	25.0
资产负债比率					
流动比率 (x)	2.1	2.4	2.5	2.8	3.2
平均应收账款周转天数	44.9	39.3	(1.7)	4.2	30.9
平均应付账款周转天数	56.2	77.6	79.1	79.3	81.1
平均存货周转天数	113.0	144.2	137.4	120.5	117.3
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	20.8	18.1	20.0	21.0	21.9
资产回报率	14.2	12.9	14.4	15.4	16.3
每股数据					
每股盈利(港元)	0.35	0.45	0.58	0.72	0.90
核心每股盈利(港元)	0.35	0.46	0.58	0.72	0.90
每股股息(港元)	0.12	0.15	0.19	0.24	0.30
每股账面值(港元)	1.62	2.45	2.89	3.43	4.10

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的分析员，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于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 个月的潜在涨幅在-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: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

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作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上责任。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士。