

石藥集團 (1093HK, HK\$7.28, 目標價: HK\$9.50, 買入) — 2016 三季報: 增長勢頭持續

- ❖ **2016年第三季核心淨利潤按年升 25.0%，勢頭持續。**2016年首9月收入按年升 8.8%至 92.5 億港元，核心純利按年升 25.4%至 15.68 億港元。按三個主要業務分類，創新藥收入按年升 28.5%，普藥按年升 3.7%，而原料藥則按年跌 5.2%。第三季收入按年升 12%至 31.05 億港元，而核心純利則升 25.0%至 5.35 億港元。
- ❖ **創新藥：恩必普升勢持續，但歐來寧及玄寧則令人失望。**恩必普 2016 年第三季度收入按年升 43.3%，高於上半年的 39.8%。但歐來寧及玄寧的收入增長速度則由 2016 上半年的 13.0%及 14.8%下滑至第三季度的 7.9%及 8.9%。抗腫瘤藥品的增長則由 2016 上半年的 42.2%稍為回落至 38.1%。總括而言，創新藥收入在第三季度按年升 29.0%，較上半年的 28.3%為高。展望 2017 年，公司管理層預算恩必普及抗腫瘤藥品的增長勢頭可持續，而玄寧及歐來寧則保持現水平的增長速度。
- ❖ **咖啡因於第三季度增長加快，維生素 C 大致平穩，抗生素維持弱勢。**咖啡因及維生素 C 的收入增長由 2016 上半年的 3.5%及 11.3%加快至第三季度的 34.5%及 14.2%。抗生素收入減少速度由 2016 上半年的 25.2%稍為放緩至第三季的 21.1%。管理層預計咖啡因及維生素 C 業務可維持健康增長，而抗生素業務的收入將大致維持於現水平。
- ❖ **毛利率繼續上升，但效應被分銷及研發開支稍弱。**毛利率由 2016 上半年的 50.2%改善至第三季度的 51.7%，我們相信主要由於高毛利率創新藥收入佔比的上升。核心淨利潤只由 2016 上半年的 16.9%改善至第三季的 17.2%，相信由於分銷及研發成本上升所致。
- ❖ **管理層對未來 3 年增長維持樂觀。**公司管理層相信擁有強大研發能力的大形企業可受惠於政策方向。以公司現有的產品線及在研新產品，管理層對公司未來的發展充滿信心，並預期可於未來 3 年維持淨利潤 20-30%的增長。
- ❖ **暫未停產，並預期影響可控。**石家莊政府要求製藥企業停產以解決污染問題，管理層指公司已與政府取得共識指停產不包括：(1)出口藥品、(2)急需的制劑產品，及(3)生產過程中不會產生嚴重空氣污染的產品。總括而言，管理層預期政府的要求對公司影響輕微，情況可控。
- ❖ **為藥品一致性評價預留額外研發開支。**為達政府要求，石藥的 77 款產品需要在 2018 年底前完成藥品一致性評價。公司按市場潛力從中挑選出 39 款產品，預期 2016/17/18 年需要額外 4,800 萬/1 億/1 億人民幣以進行測試。
- ❖ **維持買入評級，上調目標價至 9.50 港元。**公司強勁的業績印證我們觀點，其創新藥產品可繼續推動公司增長。我們對石藥維持買入評級，由於估值模型轉到 2017 年，目標價由 8.30 港元上調至 9.50 港元。目標價代表 27.6x/22.4x/18.1x 的 2016/17/18 年預測市盈率。

吳永泰, CFA
 (852) 3761 8780
 cyrusng@cmbi.com.hk

石藥集團 (1093HK)

評級	買入
收市價	HK\$7.84
目標價	HK\$9.50
市值 (港幣百萬)	47,452
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	92.9
52 周高/低 (港幣)	8.59/5.92
發行股數 (百萬)	6,052.5
主要股東	蔡東晨及管理層(31.3%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-3.6%	-0.6%
3 月	7.8%	8.4%
6 月	18.4%	3.5%

來源: 彭博

過去一年股價

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額 (百萬港元)	10,955	11,394	12,675	14,174	15,936
核心淨利潤 (百萬港元)	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
每股核心收益變動 (%)	38.6	32.6	21.1	23.4	23.4
市盈率(x)	36.6	27.6	22.8	18.5	15.0
市帳率(x)	5.7	5.3	4.6	3.9	3.3
股息率 (%)	1.3	1.4	1.8	2.2	2.7
權益收益率 (%)	15.7	19.1	20.1	21.2	22.3
淨財務槓杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司、招銀國際證券預測

利潤表

年結:12月31日(百萬港元)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	10,955.1	11,393.7	12,675.4	14,173.8	15,936.3
創新藥	2,784.0	3,775.0	4,792.6	6,004.4	7,469.4
普藥	3,933.0	4,019.0	4,133.5	4,257.5	4,385.3
原料藥	4,238.1	3,599.7	3,749.2	3,911.8	4,081.6
銷售成本	(6,767.7)	(6,172.8)	(6,557.7)	(6,979.1)	(7,429.4)
毛利	4,187.4	5,220.9	6,117.7	7,194.7	8,506.9
其他收益	134.6	86.6	82.2	99.5	120.8
銷售費用	(1,788.0)	(2,267.0)	(2,536.6)	(2,848.0)	(3,218.1)
行政費用	(551.7)	(534.9)	(580.9)	(620.3)	(661.4)
其他開支	(307.8)	(339.1)	(431.3)	(570.4)	(746.9)
息稅前收益	1,674.4	2,166.5	2,651.1	3,255.5	4,001.2
淨財務收入	(54.4)	(56.3)	(67.2)	(69.0)	(72.2)
聯營公司	1.0	10.8	12.2	13.4	14.7
非經常性收入	0.5	(8.9)	0.0	0.0	0.0
稅前利潤	1,621.5	2,112.0	2,596.1	3,199.9	3,943.8
所得稅	(337.2)	(432.4)	(545.2)	(672.0)	(828.2)
非控制股東權益	(15.9)	(14.4)	(17.9)	(18.4)	(19.0)
淨利潤	1,268.4	1,665.3	2,033.0	2,509.5	3,096.6
核心淨利潤	1,265.3	1,677.6	2,033.0	2,509.5	3,096.6
息稅折攤前收益	2,284.6	2,771.7	3,382.0	4,058.4	4,888.2

來源:公司、招銀國際預測

資產負債表

年結:12月31日(百萬港元)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流動資產	5,895.5	5,892.3	5,893.1	5,876.2	5,907.3
物業、廠房及設備	5,049.1	5,142.8	5,052.7	4,995.8	4,983.6
長期租賃押金	498.5	467.8	453.0	438.2	423.4
無形資產	111.3	96.1	136.2	177.5	221.0
聯營公司	74.9	27.6	96.9	110.3	125.1
其他	161.7	158.1	154.3	154.3	154.3
流動資產	6,605.7	7,647.5	8,939.4	11,083.1	13,516.0
現金及現金等值物	1,468.4	2,299.5	3,060.4	4,539.2	6,372.0
應收貿易款項	3,086.1	3,267.1	3,742.7	4,304.7	4,768.1
存貨	1,805.7	1,819.2	1,841.2	1,959.5	2,085.9
其他應收款項	168.9	237.4	237.4	237.4	237.4
其他	76.6	24.3	57.8	42.4	52.6
流動負債	3,602.5	3,484.3	3,350.5	3,633.2	3,903.9
備償	624.1	452.0	536.2	530.6	572.4
應付貿易賬款	2,556.9	2,881.5	2,640.5	2,914.3	3,146.3
其他應付款項	305.0	5.8	5.8	5.8	5.8
其他	116.6	145.1	168.0	182.5	179.4
非流動負債	747.2	1,243.0	1,268.4	1,397.5	1,478.7
供債	601.8	1,010.9	995.8	1,079.8	1,112.5
遞延稅項	29.6	46.3	54.0	58.8	57.8
政府補貼	115.8	185.7	218.6	258.9	308.4
淨資產總值	8,151.5	8,812.6	10,213.6	11,928.6	14,040.8
少數股東權益	72.4	74.6	92.5	110.9	129.9
股東權益	8,079.2	8,738.1	10,121.1	11,817.7	13,910.9

來源:公司、招銀國際預測

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬港元)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
息稅前收益	1,674.4	2,166.5	2,651.1	3,255.5	4,001.2
折攤和攤銷	610.2	605.3	730.9	802.8	887.0
營運資金變動	(84.9)	(46.1)	(705.6)	(366.2)	(308.4)
稅務開支	(293.2)	(385.9)	(514.6)	(652.6)	(832.4)
其他	(100.0)	(89.2)	(78.5)	(85.8)	(95.7)
經營活動所得現金淨額	1,806.5	2,250.6	2,083.3	2,953.9	3,651.8
資本開支	(813.5)	(823.5)	(666.1)	(772.5)	(903.4)
聯營公司	(6.2)	(12.2)	0.0	0.0	0.0
其他	74.5	123.4	(75.5)	32.1	13.3
投資活動所得現金淨額	(745.2)	(712.3)	(741.6)	(740.4)	(890.1)
債務變化	(253.9)	(10.6)	69.1	78.3	74.5
派息	(493.0)	(594.1)	(650.0)	(812.9)	(1,003.4)
融資活動所得現金淨額	(746.8)	(604.6)	(580.8)	(734.6)	(928.9)
現金淨變動	314.4	933.7	760.9	1,478.9	1,832.8
年初現金及現金等值物	1,187.8	1,468.4	2,299.5	3,060.4	4,539.2
匯兌差額	(33.7)	(102.6)	(0.0)	0.0	0.0
年末現金及現金等值物	1,468.4	2,299.5	3,060.4	4,539.2	6,372.0

來源: 公司、招銀國際預測

主要比率

年結: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
銷售組合 (%)					
創新藥	25.4	33.1	37.8	42.4	46.9
普藥	35.9	35.3	32.6	30.0	27.5
原料藥	38.7	31.6	29.6	27.6	25.6
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	38.2	45.8	48.3	50.8	53.4
息稅折攤前利潤率	20.9	24.3	26.7	28.6	30.7
稅前利率	14.8	18.5	20.5	22.6	24.7
淨利潤率	11.6	14.6	16.0	17.7	19.4
核心淨利潤率	11.6	14.7	16.0	17.7	19.4
有效稅率	20.8	20.5	21.0	21.0	21.0
增長 (%)					
收入	10.1	4.0	11.2	11.8	12.4
毛利	33.7	24.7	17.2	17.6	18.2
息稅折攤前利潤	24.4	21.3	22.0	20.0	20.4
經營利潤	41.9	29.4	22.4	22.8	22.9
淨利潤	30.4	31.3	22.1	23.4	23.4
核心淨利潤	47.2	32.6	21.2	23.4	23.4
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.8	2.2	2.7	3.1	3.5
平均應收賬款周轉天數	57.0	52.2	51.7	56.2	56.9
平均應付帳款周轉天數	191.1	171.3	166.3	178.0	178.0
平均存貨周轉天數	98.7	107.2	103.8	99.4	99.4
淨負債/權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	15.7	19.1	20.1	21.2	22.3
資產回報率	10.1	12.3	13.7	14.8	15.9
每股數據					
每股盈利 (人民幣)	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5
核心每股盈利 (人民幣)	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5
每股股息 (港元)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
每股帳面值 (人民幣)	1.4	1.5	1.7	2.0	2.4

來源: 公司、招銀國際預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。