

# 石藥集團 (1093 HK)

## 王者歸來

石藥集團公布上半年業績。19年上半年總收入/淨利潤同比增長 27.6%/ 24.8%，達到我們全年預測的 49.5%/ 48.3%，業績符合預期。我們將 FY19 / 20 收入預測上調 5.8%/ 2.0%，以反映創新藥物銷售強勁。維持買入，12 個月新目標價為 20.62 港元。

- **1H19 業績符合預測。**1H19/ 2Q 收入同比增長 27.6%/ 29.6%。1H19 創新藥物/仿製藥/原料藥分別同比增長 55.4%/ 6.8%/ 2.5%。1H19 毛利率上升 6 個百分點至 69.9%，主要由於高毛利創新藥物增速較快，1H19 研發成本同比增長 68%至 9.42 億人民幣，同期淨利潤同比增長 24.8%至 18.78 億人民幣。上半年收入和淨利潤達到我們全年預測的 49.5%/ 48.3%和市場預期的 48.6%/ 46%。
- **創新藥強勁。**創新藥物在 19 年上半年同比增長 55.4%，二季度同比增長 56.3%，其中恩必普上半年同比增長 35.9%，並且由於渠道下沉滲透到縣區級醫院，預計 19 年保持約 30%的增長。上半年腫瘤藥物同比大幅增長 194.2%，其中多美素和津優力同比增長超過 100%，克艾力持續進行學術營銷活動，銷售額達到 6.3 億人民幣，好於預期。
- **帶量採購政策好於預期。**全國擴面帶量採購規則好於市場預期，允許三個企業同時中標，分瓜市場，預計價格競爭溫和。
- **上半年研發管線進展顯著。**石藥上半年提交了 9 個臨床申請 IND，目標是在 2019 年提交 15 個 IND。預計管線上 10 個產品在 2020 年底進入臨床試驗 3 期。抗 CD20 單克隆抗體完成了 3 期試驗，並將很快提交 NDA。Duvelisib (PI3K 抑制劑) 正處於 3 期試驗階段，目標是在 2020 年向藥監局遞交申請。注射用兩性黴素 B 膽固醇硫酸鹽複合物將於 2020 年推出，預計銷售峰值將超 10 億人民幣。2019 年研發費用預計約為 20 億人民幣。
- **估值吸引，重申買入，目標價 20.62 港元。**我們看好石藥的創新藥業務，並將 FY19 / 20 收入預測上調 5.8%/ 2%。我們還提高了銷售費用和研發成本。我們將 FY19 / 20 淨利潤預測上調 4.1%/ 1.4%。我們預計 FY19 / 20E 的收入同比增長 26.6%/ 18.2%，淨利潤同比增長 23%/ 20.6%。石藥目前市盈率為 17.9 倍，與同業平均 19.6 倍的市盈率相比，估值很有吸引力。
- **催化劑：**1) 產品納入醫保目錄，2) 新產品推出早於預期，3) 產品銷售強於預期。

### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬元人民幣)	13,298	18,085	22,567	27,673	33,656
同比增長 (%)	8	36	25	23	22
淨收入(百萬元人民幣)	2,396	3,156	3,891	4,821	5,692
每股盈利(元人民幣)	0.38	0.51	0.62	0.77	0.91
每股盈利變動 (%)	8.9	31.7	23.3	23.9	18.1
市盈率(倍)	31.0	23.5	19.1	15.4	13.1
市帳率(倍)	5.6	5.0	4.2	3.5	2.9
股息率 (%)	1.1	1.4	1.8	2.2	2.6
權益收益率 (%)	18.1	21.4	21.9	22.6	22.3
淨負債率 (%)	現金	現金	現金	現金	現金

資料來源：公司及招銀國際證券預測；注意：港幣兌換人民幣以 0.897 計價

### 買入 (維持)

目標價	HK\$20.62
(此前目標價)	HK\$20.80
當前股價	HK\$12.96
潛在升幅	+59.1%

### 中國醫藥行業

#### 葛晶晶

(852) 3761 8778  
amyge@cmbi.com.hk

#### 武煜, CFA

(852) 3900 0842  
jillwu@cmbi.com.hk

### 公司數據

市值(百萬港元)	80,823
3 月平均流通量(百萬港元)	400.5
52 周內股價高/低(港元)	21.20/ 9.90
總股本(百萬)	6,236.3

資料來源：彭博

### 股東結構

管理層	29.94%
花旗	5.87%
黑石	4.75%
流通股	59.44%

資料來源：港交所

### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-6.7%	3.1%
3-月	-11.4%	-3.8%
6-月	-11.5%	-2.5%

資料來源：彭博

### 股份表現



資料來源：彭博

### 審計師：德勤

### 近期報告

1. 增速維持，盈利改善-2019 年 5 月 22 日
2. 創新藥保持強勁 仿製藥暫未受降價影響-2019 年 3 月 19 日

## 財務分析

### 利潤表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	13,409	18,865	23,878	28,216	32,465
創新藥	5,708	9,280	13,563	17,145	20,582
普藥	4,156	5,570	6,127	6,740	7,414
原料藥	3,545	4,015	4,188	4,332	4,469
銷售成本	(5,304)	(6,384)	(7,980)	(9,820)	(11,019)
毛利	8,105	12,481	15,898	18,396	21,446
其他收益	104	311	149	172	187
銷售費用	(3,794)	(6,574)	(8,262)	(9,232)	(10,445)
行政費用	(591)	(700)	(699)	(971)	(1,130)
研發開支	(707)	(1,420)	(2,035)	(2,229)	(2,470)
其他開支	(98)	(28)	-	-	-
息稅前收益	3,019	4,071	5,051	6,136	7,588
應佔聯營公司利潤	9	46	33	37	40
淨財務收入/(支出)	(23)	(79)	(26)	(27)	(29)
稅前利潤	3,005	4,038	5,059	6,145	7,600
所得稅	(594)	(783)	(981)	(1,229)	(1,520)
非控制股東權益	(8)	24	(27)	(29)	(32)
淨利潤	2,403	3,279	4,051	4,887	6,048

### 現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息稅前收益	3,019	4,071	5,051	6,136	7,588
折攤和攤銷	621	669	970	1,040	1,111
營運資金變動	(504)	2,611	(4,730)	(701)	(196)
稅務開支	(499)	-	-	-	-
其他	213	(1,494)	2,428	281	(16)
經營活動所得現金淨額	2,851	5,857	3,720	6,756	8,487
資本開支	(1,381)	(1,557)	(889)	(917)	(938)
存放結構性銀行存款	(1,164)	-	-	-	-
其他	(305)	(1,501)	69	115	122
投資活動所得現金淨額	(2,851)	(3,059)	(820)	(802)	(816)
債務變化	27	72	50	29	51
派息	(650)	(795)	(840)	(1,296)	(1,564)
融資活動所得現金淨額	1,415	(2,221)	966	(1,326)	(1,571)
現金淨變動	1,415	577	3,865	4,628	6,101
年初現金及現金等值物	2,805	4,699	4,420	8,285	12,913
匯兌差額	257	-	-	-	-
存放時到期期限超過三個月之銀行	65	-	-	-	-
年末現金及現金等值物	4,542	5,276	8,285	12,913	19,014

### 資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19A	FY20A	FY21A
非流動資產	6,858	9,596	9,548	9,461	9,327
物業、廠房及設備	5,778	6,822	6,864	6,863	6,812
商譽	106	143	143	143	143
無形資產	89	823	716	611	505
其他非流動資產	885	1,808	1,824	1,844	1,867
流動資產	11,824	14,072	17,254	23,083	29,928
現金及現金等值物	4,542	4,420	8,285	12,913	19,014
應收貿易款項	3,365	3,982	5,305	5,987	6,480
存貨	2,516	3,104	2,881	3,368	3,590
其他流動資產	1,401	2,566	784	816	845
流動負債	4,995	7,388	6,883	8,581	10,367
銀行貸款	804	72	731	717	764
應付貿易賬款	3,966	6,314	5,129	5,918	6,518
其他流動負債	225	1,001	1,024	1,945	3,085
非流動負債	326	449	851	1,274	1,683
銀行貸款	52	-	127	190	188
其他非流動負債	274	449	723	1,084	1,495
淨資產總值	13,361	15,831	19,069	22,689	27,205
少數股東權益	74	487	513	542	574
股東權益	13,288	15,345	18,556	22,147	26,631

### 主要比率

年結:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合(%)					
創新藥	42.6	49.2	56.8	60.8	63.4
普藥	31.0	29.5	25.7	23.9	22.8
原料藥	26.4	21.3	17.5	15.4	13.8
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率(%)					
毛利率	60.4	66.2	66.6	65.2	66.1
息稅折攤前利潤率	27.2	25.1	25.2	25.4	26.8
稅前利率	22.4	21.4	21.2	21.8	23.4
淨利潤率	17.9	17.4	17.0	17.3	18.6
核心淨利潤率	18.0	17.5	17.0	17.3	18.6
有效稅率	19.8	19.4	19.4	20.0	20.0
資產負債比率					
流動比率(x)	2.4	1.9	2.5	2.7	2.9
平均應收賬款周轉天數	42	40	37	34	31
平均應付賬款周轉天數	83	87	84	84	88
平均存貨周轉天數	153	172	145	122	122
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	18.1	21.4	21.8	22.1	22.7
資產回報率	12.9	13.9	15.1	15.0	15.4
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.38	0.53	0.65	0.78	0.97
核心每股盈利(人民幣)	0.39	0.53	0.65	0.78	0.97
每股股息(人民幣)	0.13	0.18	0.22	0.26	0.33

資料來源: 公司及招銀國際證券預測; 注意: 港幣兌換人民幣匯率以 0.86 計價

## 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。

### 招銀國際證券投資評級

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	: 招銀國際并未給予投資評級

### 招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

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。報告所載數據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，並可能會受目標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。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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投資銀行相關業務聯繫。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信息，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士。