

石四藥集團(2005 HK)

業績復蘇持續，科倫收購期望太高

- ❖ **中國第三大靜脈輸液製造商。**石四藥是中國第三大靜脈輸液製造商，排名緊次于科倫（002422 CH, 未評級）和雙鶴藥業（600062 CH, 未評級）。靜脈注射是國內臨床領域常見的一種治療方式，將治療液直接輸入靜脈中。在中國，靜脈輸液人均每年使用量超過7瓶。中國靜脈注射治療人均使用量遠超西方國家。因此政府開始出臺政策限制靜脈注射的使用量，如部分三級醫院門診病人禁止使用靜脈注射療法。同時，靜脈注射包裝形式從原來低端的玻璃瓶和聚丙烯塑料瓶轉變為軟袋及直立式軟袋。自2015年以來，靜脈注射行業由于產品平均售價下降和市場的整合，整個行業增速放緩，小企業逐步被淘汰，行業龍頭搶占市場份額。石四藥管理層認為隨著產品平均售價的逐步穩定，行業整合已基本完成。
- ❖ **2017年1季度業績顯著反彈。**2016年由于產品平均售價和毛利率的改善，石四藥業績顯露復蘇信號。2017年1季度公司業績改善依然持續，剔除人民幣兌港幣匯率貶值的影響（6.2%），1季度石四藥收入同比增長22.6%，毛利率提高了5.7個百分點到53.5%。靜脈輸液業務中，非PVC軟袋和直立式軟袋收入同比增長32%，占靜脈輸液收入的69.4%。聚丙烯塑料瓶和玻璃瓶的收入同比增長7.3%，增速較為緩慢。我們相信高毛利的軟袋和直立式軟袋將繼續推動石四藥的增長。
- ❖ **2017年公司目標銷售量增長16%。**公司2017年目標銷售13億瓶靜脈輸液，其中非PVC軟袋目標銷售量為4.4億個，直立式軟袋為2.2億個。全年的目標銷售量同比增長16%。若2017年產品平均售價保持穩定，我們預計公司2017年收入增長為低至中雙位數。
- ❖ **新產品預計2017年下半年上市。**石四藥不是一個強研發的製藥公司（公司于2015/2016年在研發上僅投入收入的1.7%/1.8%）。儘管如此，公司未來兩年仍有一些仿製藥會陸續上市。2017年，石四藥計劃申請11項原料藥的生產許可證，包括平衡鹽溶液（3類化學藥，用于外科手術和細胞沖洗）和羥乙基澱粉注射液（4類化學藥，容量擴容為循環系統提供容量）。

財務資料

(截至12月31日)	FY14A	FY15A	FY16A
營業額(百萬港元)	2,092	2,222	2,361
核心淨利潤(百萬港元)	488.5	403	487.8
核心EPS(港元)	0.17	0.14	0.17
EPS變動(%)	31.9	-16.4	24.1
市盈率(x)	21.3	14.5	14.3
市帳率(x)	1.9	2.3	2.6
股息率(%)	2.58	6.35	1.77
權益收益率(%)	19.7	14.3	19.3
淨財務杠杆率(%)	16.8	61.6	41.8

數據來源：公司及招銀國際研究

未評級

當前股價 HK\$3.10

吳永泰, CFA

電話：(852) 3761 8780

郵件：cyrusng@cmbi.com.hk

醫藥行業

市值(百萬港元)	8,804
3個月平均流通(百萬)	11.82
52周內高/低(港元)	3.22/2.38
總股本(百萬)	2,840.0

數據源：彭博

股東結構

Qu Jiguang	35.6%
四川科倫	17.0%
流通股	51.7%

數據源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1月	1.0%	-3.6%
3月	13.0%	2.2%
6月	17.7%	3.3%

數據源：彭博

股價表現



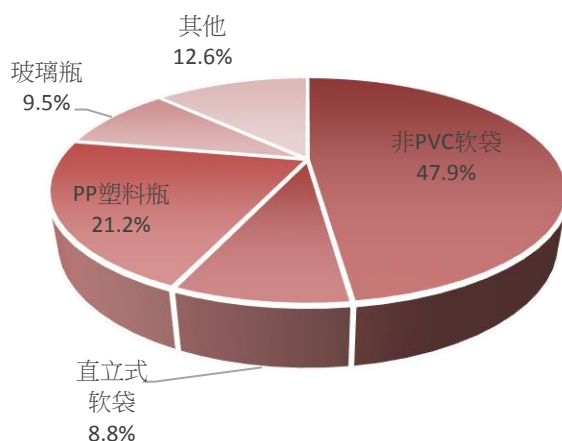
數據源：彭博

審計師：Pricewaterhouse Coopers

公司網站：www.ssygroup.com.hk

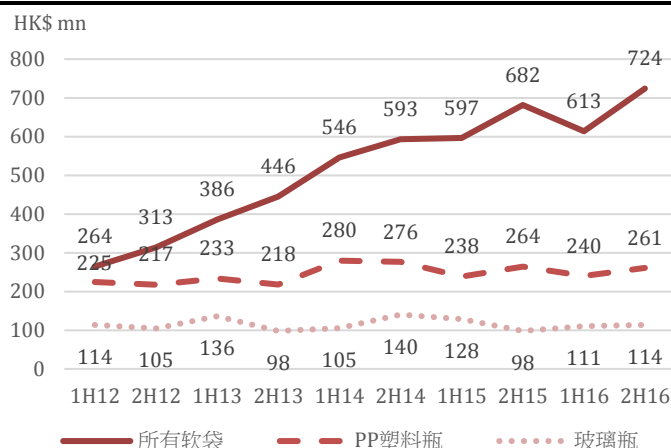
- ❖ **科倫加快收購步伐？未必如此。**2012 年科倫公開披露計劃向公司兩個主要股東收購公司 12.29% 的股份或 1.8 億股，對價為每股 2.92 港元。科倫同時表示將增持公司股份到 30%。然而，此單收購相信由于港交所的反對而中斷。儘管第一次收購行動失敗，科倫通過公司前主要股東 Prime United 的配股行動獲得公司 4.96% 的股份，配售價格為每股 2.79 港元。此後，科倫通過二級市場持續買入公司股票，目前持有石四藥 17% 的股份。市場上比較關心的問題是科倫什麼時候會收購石四藥。據我們的瞭解，科倫並沒有就收購一事與石四藥正式洽談。科倫 2016 年末淨資產負債率是 54%，我們認為科倫現時財務狀況並不穩健，發行新債或發新股進行籌資也比較困難，所以我們不認為科倫短期內會對石四藥進行全面收購。
- ❖ **業績復蘇已反映在股價中。**年初至今石四藥的股價已上浮 25.5%，且自 3 月底 2016 年業績公告至今股價上漲 13.1%。根據彭博的預測，2017 年石四藥收入和淨利潤預計分別增長 11.8% 和 21.4%。公司目前估值為 2017/18 年預測市盈率的 14.76 倍/12.65 倍。我們認為近期公司股價的上漲已反映公司核心業務的復蘇，相信需要其他催化劑帶動股價繼續上揚。
- ❖ **催化劑：**（1）科倫在公開市場上繼續增持。（2）2017 年 2 季度公司收入增長動力持續。
- ❖ **風險：**（1）產品平均售價壓力高于預測。（2）政府更加嚴格管控靜脈注射使用量。

圖 1: 2016 收入分類



資料來源：公司

圖 2: 靜脈注射收入分類



資料來源：公司

圖 3: 收入

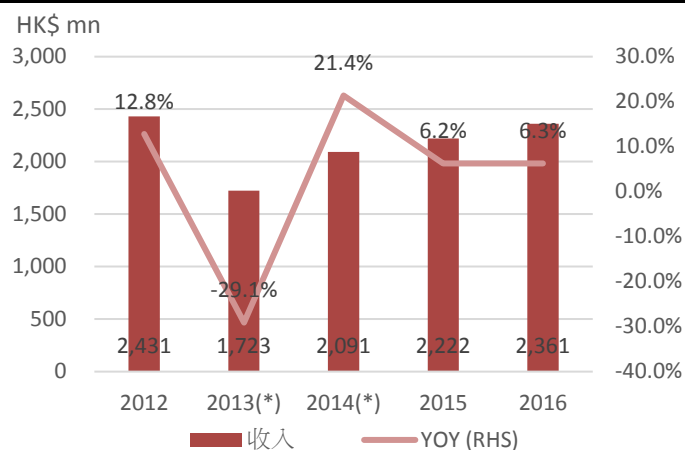
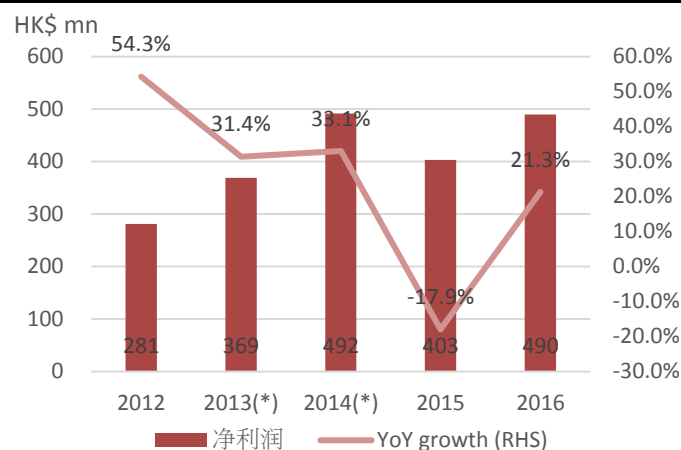


圖 4: 淨利潤



(*) 重申: SSY 于 2014 年剝離了抗生素業務

資料來源: 公司

(*) 重申: SSY 于 2014 年剝離了抗生素業務

資料來源: 公司

圖 5: 同業估值

公司	代碼	股價	市值	PER(x)			PBR(x)			EV/EBITDA (x)			ROE(%)		
		HK\$	HK\$mn	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
石四藥	2005	3.1	8,804	14.3	14.8	12.7	2.6	2.9	2.5	9.2	N/A	N/A	19.3	20.2	20.3
復興醫藥	2196	32.85	92,134	19.1	21	18.1	2.5	2.8	2.5	20.1	30.9	25.6	13.9	14	14.8
石藥集團	1093	11.84	71,680	23.5	26.3	21	5	5.9	5	14.9	17.1	13.6	22.3	23.8	25.3
中國生物製	1177	7.16	53,071	21.2	24.8	21.6	4.6	4.7	4	10.7	13.3	11.5	23	21.6	20.4
白雲山	874	22.4	51,463	16.7	20	18.3	1.7	1.7	1.6	12.3	19.6	18.7	11.7	8.7	9.1
麗珠醫藥	1513	53.95	28,758	30.1	21.4	18.1	3.8	2.9	2.3	19.5	15.1	12.9	14.5	14.2	13.6
綠葉製藥	2186	4.55	15,111	15.3	12.4	10.9	2.1	1.8	1.6	11.9	9.3	7.9	14.7	15	15
聯邦製藥	3933	5.18	8,427	N/A	20.4	16.6	1.4	1.3	1.2	13.1	5.8	4.8	-4.9	6.1	7
康臣藥業	1681	5.66	4,687	10.8	11.3	9.3	1.9	2.2	1.8	6.8	6.4	5	18.1	22.6	24.5
東瑞製藥	2348	4.4	3,528	12.6	8.7	7.3	2	1.7	1.4	7.3	4	3.3	17.1	N/A	N/A
平均				18.7	18.5	15.7	2.8	2.8	2.4	13	13.5	11.5	14.5	15.7	16.2

資料來源: 彭博, CMBIS

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）發表于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并無直接或間接關係。

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	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 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，并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，并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。

本報告基于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并不時自行及/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，任何機構或個人于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。接收本報告之行爲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。