

石药集团 (1093 HK)

王者归来

石药集团公布上半年业绩。19年上半年总收入/净利润同比增长27.6%/24.8%，达到我们全年预测的49.5%/48.3%，业绩符合预期。我们将FY19/20收入预测上调5.8%/2.0%，以反映创新药物销售强劲。维持买入，12个月新目标价为20.62港元。

- **1H19 业绩符合预测。**1H19/2Q收入同比增长27.6%/29.6%。1H19创新药物/仿制药/原料药分别同比增长55.4%/6.8%/2.5%。1H19毛利率上升6个百分点至69.9%，主要由于高毛利创新药物增速较快，1H19研发成本同比增长68%至9.42亿人民币，同期净利润同比增长24.8%至18.78亿人民币。上半年收入和净利润达到我们全年预测的49.5%/48.3%和市场预期的48.6%/46%。
- **创新药强劲。**创新药物在19年上半年同比增长55.4%，二季度同比增长56.3%，其中恩必普上半年同比增长35.9%，并且由于渠道下沉渗透到县区级医院，预计19年保持约30%的增长。上半年肿瘤药物同比大幅增长194.2%，其中多美素和津优力同比增长超过100%，克艾力持续进行学术营销活动，销售额达到6.3亿人民币，好于预期。
- **带量采购政策好于预期。**全国扩面带量采购规则好于市场预期，允许三个企业同时中标，分瓜市场，预计价格竞争温和。
- **上半年研发管线进展显著。**石药上半年提交了9个临床申请IND，目标是在2019年提交15个IND。预计管线上10个产品在2020年底进入临床试验3期。抗CD20单克隆抗体完成了3期试验，并将很快提交NDA。Duvelisib（PI3K抑制剂）正处于3期试验阶段，目标是在2020年向药监局递交申请。注射用两性霉素B胆固醇硫酸盐复合物将于2020年推出，预计销售峰值将超10亿人民币。2019年研发费用预计约为20亿人民币。
- **估值吸引，重申买入，目标价20.62港元。**我们看好石药的创新药业务，并将FY19/20收入预测上调5.8%/2%。我们还提高了销售费用和研发成本。我们将FY19/20净利润预测上调4.1%/1.4%。我们预计FY19/20E的收入同比增长26.6%/18.2%，净利润同比增长23%/20.6%。石药目前市盈率为17.9倍，与同业平均19.6倍的市盈率相比，估值很有吸引力。
- **催化剂：**1) 产品纳入医保目录，2) 新产品推出早于预期，3) 产品销售强于预期。

财务资料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	13,298	18,085	22,567	27,673	33,656
同比增长(%)	8	36	25	23	22
净收入(百万元人民币)	2,396	3,156	3,891	4,821	5,692
每股盈利(元人民币)	0.38	0.51	0.62	0.77	0.91
每股盈利变动(%)	8.9	31.7	23.3	23.9	18.1
市盈率(倍)	31.0	23.5	19.1	15.4	13.1
市帐率(倍)	5.6	5.0	4.2	3.5	2.9
股息率(%)	1.1	1.4	1.8	2.2	2.6
权益收益率(%)	18.1	21.4	21.9	22.6	22.3
净负债率(%)	现金	现金	现金	现金	现金

资料来源：公司及招银国际证券预测；注意：港币兑换人民币以0.897计价

买入 (维持)

目标价	HK\$20.62
(此前目标价)	HK\$20.80
当前股价	HK\$12.96
潜在升幅	+59.1%

中国医药行业

葛晶晶

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

武煜, CFA

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

公司数据

市值(百万港元)	80,823
3月平均流通量(百万港元)	400.5
52周内股价高/低(港元)	21.20/9.90
总股本(百万)	6,236.3

资料来源：彭博

股东结构

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

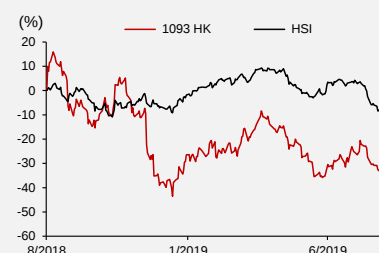
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-6.7%	3.1%
3-月	-11.4%	-3.8%
6-月	-11.5%	-2.5%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

近期报告

1. 增速维持，盈利改善-2019年5月22日
2. 创新药保持强劲 仿制药暂未受降价影响-2019年3月19日

财务分析

利润表

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

现金流量表

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)
存放结构性銀行存款	(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

资产负债表

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

资料来源: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。

招银国际证券投资评级

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

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

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投资银行相关业务联系。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。