

石药集团(1093 HK)

业绩符合预期；创新药保持强劲 仿制药暂未受降价影响

- ❖ **18 财年业绩符合预期。**18 财年整体收入增长 36%至 210 亿港元，主要由创新药及仿制药强劲增长带动。因创新药品毛率较高，整体毛利率上升 5.7 个百分点至 66.2%。然而，毛利率提升被销售成本和研发费用增加所抵消。因此，净利润率下滑 0.5 个百分点至 17.4%，净利润增长 31.9%至 36.5 亿港元。收入和净利润分别较我们预期高 3%和 1.7%。
- ❖ **创新药品保持强劲增长。**创新药品增长 57.2%至 103 亿元，占 18 财年总销售额 49.2%（17 财年：42.6%）。恩必普在 18 财年增长了 37%，预计在 2018 至 2021 年间可保持 30%左右的复合年增长率，原因包括 1）未来拓展县级医院和社区医疗中心等低级别医疗市场，以及 2）新适应拓展。多美素、津优力、欧来宁和玄宁分别录得 81.8%、102.8%、54.1%及 71.2%的强劲增长。此外，白蛋白紫杉醇录得销售额 4.3 亿港元，高于先前估计的 3 亿元销售额，显示出石药集团强大的商业化能力。
- ❖ **仿制药暂未受到集采降价影响。**仿制药增长 29.6%至 62 亿港元。石药集团退出了第一批带量集采的招标，目前受采购影响较小。石药集团拥有约 700 个仿制药批文和约 150 种仿制药在销，公司可借其丰富的仿制药产品，来抵御和减少未来某些仿制药降价所带来的影响。
- ❖ **丰富的产品管线。**石药集团拥有逾 300 个在研项目，其中大分子生物新药有 30 个，小分子新药 40 个。公司持续加大生物新药及化学新药的投入，及高端剂型的开发。石药集团透过内部研发及并购丰富其产品管线。在并购方面，公司偏好较低风险的常见适应症晚期临床产品（II-III 期），以及具有突破性治疗的早期产品。未来几年，石药集团将陆续推出十多个产品，这些产品的销售峰值都有望超过 10 亿人民币。
- ❖ **上调 2019-20 年净利润预测 3.1%/5.8%。**我们将 2019-20 年收入预测上调 3.7%/5.7%，并提高净利润预测 3.1%/5.8%。受惠于其创新药品增长，我们预计公司在 2018-21 年的收入及净利润复合年增长率分别为 23%及 22%。
- ❖ **维持买入，目标价 20.80 港元。**由于目前创新药品强劲以及产品管线丰富，预计石药集团将保持增长势头。公司目前的市盈率为 19.3 倍，低于其三年历史平均的 23 倍。基于最新的 DCF 模型，我们维持买入评级，新目标价定于 20.80 港元，相当于 28 倍 2019 年预测市盈率。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额(百万港元)	15,463	21,029	26,240	32,178	39,135
核心净利润(百万港元)	2,787	3,670	4,524	5,606	6,618
核心 EPS (港元)	0.45	0.59	0.72	0.90	1.06
EPS 变动 (%)	26.6	31.7	23.3	23.9	18.1
市盈率 (x)	31.3	23.7	19.3	15.5	13.2
市帐率 (x)	5.7	5.1	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\$20.80
(前目标价)	HK\$18.80)
潜在升幅	+49%
当前股价	HK\$13.96

葛晶晶

电话：(852) 3761 8778

邮件：amyge@cmbi.com.hk

医药行业

市值(百万港元)	87,059
3 个月平均流通(百万)	522.3
52 周内高/低(港元)	26.75/ 9.9
总股本(百万)	6,236.3

资料来源：彭博

股东结构

蔡东晨等管理层	29.94%
花旗	6.96%
黑石	5.12%
流通股	57.98%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	-4.9%	-6.8%
3 月	16.6%	4.9%
6 月	-20.1%	-24.8%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师: Deloitte

公司网站: www.e-cspc.com

图1：18财年业绩

	1H17	1H18	按年增长	2H17	2H18	按年增长	FY17	FY18	YoY Change
				百萬港元	百萬港元		HK\$mn	HK\$mn	
創新藥	2,949	4,874	65.3%	3,633	5,470	50.5%	6,582	10,344	57.2%
普藥	2,325	3,307	42.3%	2,468	2,902	17.6%	4,792	6,209	29.6%
抗生素	620	772	24.6%	595	526	-11.6%	1,215	1,298	6.8%
維C	760	1,295	70.3%	1,093	837	-23.5%	1,854	2,131	15.0%
咖啡因及其他	548	539	-1.6%	471	507	7.6%	1,019	1,046	2.6%
原料藥	1,928	2,606	35.1%	2,160	1,870	-13.4%	4,088	4,476	9.5%
總收入	7,202	10,787	49.8%	8,261	10,241	24.0%	15,463	21,029	36.0%
銷售成本	(3,077)	(3,896)	26.6%	(3,040)	(3,220)	5.9%	(6,117)	(7,116)	16.3%
毛利	4,125	6,891	67.1%	5,221	7,022	34.5%	9,346	13,913	48.9%
其他收益及虧損	48	83	72.7%	73	265	264.0%	120	347	188.1%
銷售費用	(1,859)	(3,598)	93.6%	(2,516)	(3,730)	48.3%	(4,375)	(7,328)	67.5%
行政開支	(306)	(405)	32.3%	(376)	(375)	-0.2%	(682)	(780)	14.4%
其他費用	(333)	(648)	94.9%	(596)	(966)	62.2%	(928)	(1,614)	73.9%
經營利潤	1,676	2,323	38.6%	1,806	2,215	22.6%	3,482	4,538	30.3%
財務費用	(15)	(36)	133.3%	(11)	(51)	361.5%	(27)	(88)	228.8%
聯營公司收入	5	24	385.7%	5	28	414.0%	10	51	400.6%
稅前利潤	1,665	2,311	38.8%	1,800	2,191	21.7%	3,465	4,502	29.9%
所得稅	(347)	(469)	35.3%	(339)	(404)	19.3%	(685)	(873)	27.4%
非控股權益	(6)	11	-300.9%	(4)	15	-490.7%	(10)	26	-376.8%
淨利潤	1,313	1,853	41.1%	1,458	1,802	23.6%	2,771	3,655	31.9%
毛利率	57.3%	63.9%	6.6%	63.2%	68.6%	5.4%	60.4%	66.2%	5.7%
經營利潤率	23.3%	21.5%	-1.7%	21.9%	21.6%	-0.2%	22.5%	21.6%	-0.9%
淨利率	18.2%	17.2%	-1.1%	17.6%	17.6%	-0.1%	17.9%	17.4%	-0.5%

数据源：公司，招银国际预测

图2：预测更变

	2019			2020		
	Old	New	Change	Old	New	Change
恩必普	6,166	6,166	0.0%	7,695	7,695	0.0%
歐來寧	2,190	2,190	0.0%	2,542	2,542	0.0%
玄寧	1,603	1,703	6.2%	2,220	2,409	8.5%
抗腫瘤產品	2,640	3,177	20.3%	3,842	5,036	31.1%
創新藥	13,534	14,371	6.2%	17,716	19,219	8.5%
普藥	6,830	7,201	5.4%	7,610	8,131	6.8%
抗生素	1,340	1,363	1.7%	1,366	1,390	1.7%
維C	2,530	2,238	-11.6%	2,657	2,350	-11.6%
咖啡因及其他	1,061	1,067	0.6%	1,082	1,088	0.6%
原料藥	4,930	4,668	-5.3%	5,105	4,828	-5.4%
總收入	25,295	26,240	3.7%	30,431	32,178	5.7%
銷售成本	(9,268)	(9,438)	1.8%	(11,016)	(11,389)	3.4%
毛利	16,026	16,802	4.8%	19,415	20,789	7.1%
其他收益及虧損	139	140	0.9%	160	171	6.8%
銷售費用	(7,592)	(8,021)	5.7%	(8,949)	(9,640)	7.7%
行政開支	(1,166)	(1,224)	5.0%	(1,491)	(1,587)	6.5%
其他費用	(1,895)	(2,012)	6.2%	(2,480)	(2,691)	8.5%
經營利潤	5,513	5,686	3.1%	6,655	7,041	5.8%
非核心業務	0	1	N/A	0	1	N/A
財務費用	(29)	(29)	-0.7%	(31)	(31)	0.5%
聯營公司收入	37	37	0.0%	41	41	0.0%
稅前利潤	5,521	5,694	3.1%	6,665	7,052	5.8%
所得稅	(1,104)	(1,139)	3.1%	(1,333)	(1,410)	5.8%
非控股權益	(30)	(31)	5.4%	(33)	(35)	6.8%
淨利潤	4,387	4,524	3.1%	5,299	5,606	5.8%
毛利率	63.4%	64.0%	0.7 ppt	63.8%	64.6%	0.8 ppt
經營利潤率	21.8%	21.7%	-0.1 ppt	21.9%	21.9%	0 ppt
淨利率	17.3%	17.2%	-0.1 ppt	17.4%	17.4%	0 ppt

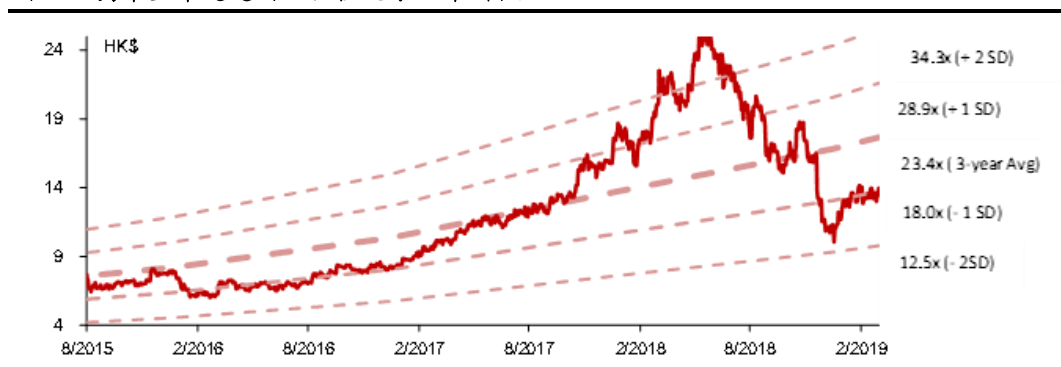
数据源：公司，招银国际预测

图 3: 同业估值

公司	代码	股價 HK\$	市值 HK\$mn	PER(x)			PBR(x)			EV/EBITDA (x)			ROE(%)		
				FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E
石药集团	1093	13.96	87,059	34.7	23.9	19.2	6.4	4.8	4.1	22.5	15.4	12.0	21.8	21.7	23.0
复星医药	2196	28.75	87,881	35.0	21.3	18.0	4.4	2.2	2.0	31.0	30.1	24.5	13.2	10.1	10.7
中国生物制药	1177	7.02	88,370	39.4	25.4	23.0	9.3	5.0	4.2	22.6	13.5	11.4	25.4	25.9	22.7
白云山	874	35.35	73,865	15.1	13.5	15.8	1.7	2.2	2.0	9.5	17.8	16.7	11.4	16.0	13.5
丽珠集团	1513	28.75	27,739	8.2	15.8	13.9	3.4	1.6	1.4	17.2	12.4	10.6	51.3	9.7	10.4
三生制药	1530	14.80	37,503	34.5	28.4	22.4	4.4	3.9	3.3	22.5	19.4	15.4	13.4	14.3	15.7
绿叶制药	2186	6.03	19,748	17.1	12.6	11.0	2.5	2.1	1.8	11.9	11.4	9.2	14.9	16.9	17.1
复旦张江	1349	7.48	6,904	47.4	45.7	33.7	4.1	N/A	N/A	27.1	N/A	N/A	8.8	N/A	N/A
平均				28.1	23.3	19.7	4.2	2.8	2.5	20.3	17.4	14.6	19.8	15.5	15.0

数据源：彭博，招银国际预测

图 4: 石药市盈率通道图，估值处于三年新低



数据源：wind，招银国际预测

财务报表

利润表

年结：12月31日（百万港元）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	15,462.5	21,028.9	26,240.1	32,178.2	39,135.1
创新药	6,582.2	10,344.2	14,370.8	19,219.1	25,164.8
普药	4,792.2	6,209.1	7,201.3	8,130.7	8,988.6
原料药	4,088.1	4,475.6	4,668.0	4,828.5	4,981.6
销售成本	(6,116.6)	(7,116.1)	(9,437.8)	(11,389.4)	(13,258.0)
毛利	9,346.0	13,912.8	16,802.3	20,788.9	25,877.1
其他收益	120.5	347.1	140.1	170.9	219.2
销售费用	(4,374.6)	(7,328.3)	(8,021.2)	(9,640.2)	(12,320.5)
行政费用	(682.0)	(779.9)	(1,223.7)	(1,587.5)	(1,944.3)
研发开支	(815.3)	(1,583.2)	(2,011.9)	(2,690.7)	(3,523.1)
其他开支					
息税前收益	3,481.6	4,537.7	5,685.5	7,041.4	8,308.5
应占联营公司利润	10.3	51.4	37.3	41.0	45.1
净财务收入 / (支出)	(26.6)	(87.6)	(28.8)	(30.7)	(32.0)
税前利润	3,465.3	4,501.6	5,694.0	7,051.7	8,321.6
所得税	(685.2)	(873.0)	(1,138.8)	(1,410.3)	(1,664.3)
非控制股东权益	(9.5)	26.4	(31.2)	(35.2)	(39.0)
净利润	2,770.5	3,655.0	4,524.0	5,606.2	6,618.3
核心净利润	2,786.5	3,670.2	4,524.0	5,606.2	6,618.3
息税折摊前收益	4,198.2	5,283.2	6,767.3	8,200.8	9,547.4

数据源：公司，招银国际预测

资产负债表

年结：12月31日（百万港元）	FY17A	FY18A	FY19A	FY20A	FY21A
非流动资产	7,908.0	10,697.0	10,643.2	10,546.1	10,397.9
物业、厂房及设备	6,662.5	7,604.8	7,651.4	7,650.4	7,593.8
商誉	121.7	159.9	159.9	159.9	159.9
无形资产	103.2	917.0	798.6	680.7	563.4
其他非流动资产	1,020.5	2,015.2	2,033.3	2,055.0	2,080.8
流动资产	13,634.7	15,685.8	19,395.0	26,111.6	33,821.8
现金及现金等值物	5,238.0	4,926.8	9,251.8	14,464.2	20,779.8
应收贸易款项	3,880.8	4,438.4	5,862.5	6,827.8	7,781.0
存货	2,900.8	3,460.6	3,407.1	3,906.0	4,319.5
其他流动资产	1,615.1	2,859.9	873.7	913.6	941.5
流动负债	5,759.9	8,235.2	7,885.8	9,896.5	12,142.7
银行贷款	927.3	80.2	863.0	899.2	947.1
应付贸易账款	4,573.2	7,038.7	5,848.0	6,764.7	7,714.8
其他流动负债	259.4	1,116.3	1,174.9	2,232.6	3,480.9
非流动负债	375.4	500.3	886.4	1,301.3	1,753.5
银行贷款	59.8	-	94.0	119.2	114.3
其他非流动负债	315.6	500.3	792.4	1,182.1	1,639.3
净资产总值	15,407.4	17,647.3	21,266.0	25,459.9	30,323.5
少数股东权益	85.0	542.4	573.6	608.9	647.8
股东权益	15,322.4	17,104.8	20,692.4	24,851.0	29,675.6

数据源：公司，招银国际预测

现金流量表

年結：12月31日（百万港元）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息税前收益	3,481.6	4,537.7	5,685.5	7,041.4	8,308.5
折摊和摊销	716.5	745.4	1,081.8	1,159.4	1,238.9
营运资金变动	(269.7)	1,376.2	(2,532.2)	(516.7)	(384.7)
税务开支	(575.1)	-	-	-	-
其他	(65.2)	(131.0)	(72.7)	(99.5)	(131.0)
经营活动所得现金净额	3,288.1	6,528.3	4,162.5	7,584.6	9,031.7
资本开支	(1,592.4)	(1,736.0)	(991.3)	(1,021.9)	(1,046.4)
存放结构性银行存款	(1,342.7)	-	-	-	-
其他	(352.3)	(1,673.7)	51.6	106.5	141.0
投资活动所得现金净额	(3,287.3)	(3,409.7)	(939.7)	(915.5)	(905.4)
债务变化	30.7	81.2	81.2	61.4	42.9
派息	(750.0)	(886.3)	(936.5)	(1,447.5)	(1,793.7)
融资活动所得现金净额	1,631.4	(2,475.3)	1,102.1	(1,456.7)	(1,810.7)
现金净变动	1,632.2	643.3	4,324.9	5,212.4	6,315.6
年初现金及现金等值物	3,234.7	5,238.0	4,926.8	9,251.8	14,464.2
汇兑差额	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	5,238.0	5,881.3	9,251.8	14,464.2	20,779.8

数据来源：公司，招银国际预测

主要比率

年結：12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
创新药	42.6	49.2	54.8	59.7	64.3
普药	31.0	29.5	27.4	25.3	23.0
原料药	26.4	21.3	17.8	15.0	12.7
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	60.4	66.2	64.0	64.6	66.1
息税折摊前利润率	27.2	25.1	25.8	25.5	24.4
税前利率	22.4	21.4	21.7	21.9	21.3
净利率	17.9	17.4	17.2	17.4	16.9
核心净利率	18.0	17.5	17.2	17.4	16.9
有效税率	19.8	19.4	20.0	20.0	20.0
增长 (%)					
收入	25.0	36.0	24.8	22.6	21.6
毛利	48.1	48.9	20.8	23.7	24.5
息税折摊前利润	29.7	25.8	28.1	21.2	16.4
经营利润	31.4	30.3	25.3	23.8	18.0
净利润	31.9	31.9	23.8	23.9	18.1
核心净利润	32.6	31.7	23.3	23.9	18.1
资产负债比率					
流动比率 (x)	2.4	1.9	2.5	2.6	2.8
平均应收账款周转天数	39.3	37.9	35.8	31.3	28.1
平均应付账款周转天数	77.6	82.4	77.7	81.0	82.4
平均存货周转天数	144.2	163.1	132.8	117.2	113.2
净负债/权益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回报率 (%)					
资本回报率	18.1	21.4	21.9	22.6	22.3
资产回报率	12.9	13.9	15.1	15.3	15.0
每股数据					
每股盈利(港元)	0.44	0.59	0.72	0.90	1.06
核心每股盈利(港元)	0.45	0.59	0.72	0.90	1.06
每股股息(港元)	0.15	0.20	0.24	0.30	0.36
每股账面值(港元)	2.46	2.74	3.32	3.98	4.76

数据来源：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之分析员，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。