

石药集团(1093 HK)

创新药主导增长

❖ **2017 年业绩符合预期。**总收入同比增长 25%至 154.62 亿港元，净利润同比增长 31.9%至 27.7 亿港元。收入分别高于我们及市场预期 5.0%/3.0%，净利润高于我们及市场预期 3.2%/0.7%。创新药业务的强劲增长带动了收入的高增长，其中，恩必普同比增长 34.7%，玄宁同比增长 47.4%，抗肿瘤产品同比增长 72.9%。维 C 和咖啡因的收入分别增长 41.6%和 34.1%。毛利率提高了 9.4 个百分点至 60.4%，主要由高毛利的创新药收入增加所带动。然而，由于营销费用（同比增长 56.9%）和研发费用（同比增长 102.2%）的激增，营业利润率仅提升了 1.1 个百分点至 22.5%。净利润率仅增加了 0.9 个百分点至 17.9%。

❖ **恩必普注射剂继续受益于新医保纳入。**管理层透露，恩必普注射剂自纳入新医保目录以来录得强劲增长，2017 年四季度部分执行新医保省份增速抢眼，如陕西（+260%），内蒙古（+250%），河南（+180%），辽宁（120%），海南（+115%），湖北（109%）和江苏（102%）。此外，恩必普目前大部分收入来自三级医院，管理层期望未来提高二级医院渗透率。管理层有信心在 2018 年恩必普将实现超过 30%的收入增长。

❖ **抗肿瘤产品仍具有较多增长潜力。**虽然近年来抗肿瘤产品已录得较强增长，但管理层认为，医院渗透率方面仍然存在较多增长潜力。主要产品多美素和津优力于 700 家目标医院的渗透率分别为 56%和 51%。公司抗肿瘤产品销售团队从 2016 年底的 460 人增加到 2017 年的 720 人。公司计划将销售队伍增加至约 1200 人，以加速抗肿瘤业务的增长。

❖ **具有价格竞争优势的白蛋白结合紫杉醇迅速占据市场份额。**公司于 2018 年 2 月 11 日获得该产品的生产许可，并于 3 月 2 日开始销售产品。自产品上市以来半个月，该产品于 71 家医院销售收入超过 1000 万元。管理层对产品前景持乐观态度，预计该产品 2018 年实现收入 2-3 亿人民币，2019 年实现收入 10 亿人民币。管理层表示，该产品的价格约原研药的 60%左右，且价格仅略高于绿叶的力朴素（2186 HK，持有）。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万港元)	12,369	15,463	18,877	23,424	28,553
核心净利润(百万港元)	2,101	2,787	3,506	4,450	5,716
核心 EPS (港元)	0.35	0.46	0.56	0.71	0.92
EPS 变动 (%)	24.1	29.6	22.9	26.9	28.5
市盈率 (x)	57.3	44.2	36.0	28.3	22.1
市帐率 (x)	12.5	8.2	7.0	5.9	4.9
股息率 (%)	0.6	0.7	0.9	1.2	1.5
权益收益率 (%)	20.8	18.1	19.5	20.9	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（上调）

目标价	HK\$23.80
(前目标价)	HK\$15.70)
潜在升幅	+17.8%
当前股价	HK\$20.20

吴永泰, CFA

电话：(852) 3761 8780

邮件：cyrusng@cmbi.com.hk

葛晶晶

电话：(852) 3761 8778

邮件：amyge@cmbi.com.hk

医药行业

市值(百万港元)	126,109
3 个月平均流通(百万)	401.4
52 周内高/低(港元)	20.65/ 9.8
总股本(百万)	6,243

数据源：彭博

股东结构

蔡东晨等管理层	31.3%
瑞银集团	6.3%
流通股	51.4%

数据源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	14.6%	13.2%
3 月	30.2%	20.1%
6 月	65.2%	45.8%

数据源：彭博

股价表现



数据源：彭博

审计师：Deloitte

公司网站：www.e-cspc.com

- ❖ **研发开支较重。**研发费用在 2017 年翻了一番，主要用于生物制药发现阶段研究，现有产品一致性评价试验以及在研管线产品的临床试验。由于研发管线项目不断发展，公司会增加研发支出。管理层透露维 C 业务的 6 亿利润将用于研发费用，从而进一步增加 2018 年的研发费用。
- ❖ **目标通过并购获得新产品。**事实上，公司在生物制药方面相对较弱。鉴于此，管理层计划在未来三年内收购两家公司，目标聚焦于拥有新靶点、处于临床后期的生物制药产品，以此补充公司生物制药研发管线。目前公司正在调研几个项目，并可能在 2018 年取得一些进展。
- ❖ **分别上调 2018 / 19 年核心净利润 3.9% / 8.6%。**我们分别上调 2018 / 19 年收入预测 12.1% / 20.5%，以反映抗肿瘤科产品、玄宁、仿制药和白蛋白结合紫杉醇的增长潜力。我们上调了营销费用，以反映推广产品所需的额外资源。研发费用也进行了上调，以反映公司激进的支出计划。因此，2018 / 19 年核心纯利上调 3.9% / 8.6%。在我们的新预测中，我们预计 2017-2020 年核心净利润复合年增长率为 27.1%。
- ❖ **上调评级至买入，新目标价 23.80 港元。**由于核心产品具有较大增长潜力，新产品前景向好，生物制药方面的潜在并购，我们认为石药仍是香港上市药企的领跑者。我们相信，公司在未来两到三年内可以保持增长势头。因此我们将评级从持有上调至买入，目标价 HK23.80，我们最新的目标价是通过最新预测的现金流折现模型而得。我们的新目标价格对应着 2018/19 年预测市盈率 28.0x / 22.0x。

图 1: 2017 年利润表

	4Q16	4Q17	按年增长	2016	2017	按年增长
	百万港元	百万港元		百万港元	百万港元	
思必普	698	972	39.3%	2,648	3,567	34.7%
欧来宁	272	416	52.9%	1,073	1,311	22.2%
玄宁	113	221	95.6%	456	672	47.4%
抗肿瘤产品	213	319	49.8%	597	1,032	72.9%
创新药	1,268	1,928	52.0%	4,774	6,582	37.9%
普药	1,067	1,271	19.1%	4,193	4,792	14.3%
抗生素	313	301	-3.9%	1,333	1,215	-8.8%
维C	288	519	80.1%	1,309	1,854	41.6%
咖啡因及其他	183	236	29.2%	760	1,019	34.1%
原料药	784	1,056	34.7%	3,402	4,088	20.2%
总收入	3,119	4,255	36.4%	12,369	15,463	25.0%
销售成本	(1,451)	(1,461)	0.7%	(6,060)	(6,117)	0.9%
毛利	1,668	2,794	67.5%	6,309	9,346	48.1%
其他收益及亏损	44	30	-32.5%	107	120	12.6%
销售费用	(777)	(1,369)	76.2%	(2,788)	(4,375)	56.9%
行政开支	(134)	(191)	42.0%	(554)	(682)	23.2%
其他费用	(137)	(383)	178.7%	(424)	(928)	118.7%
经营利润	664	882	32.8%	2,649	3,482	31.4%
财务费用	(9)	(3)	-66.6%	(42)	(27)	-36.2%
联营公司收入	7	9	24.5%	28	10	-62.7%
税前利润	662	888	34.1%	2,635	3,465	31.5%
所得税	(126)	(159)	26.1%	(522)	(685)	31.2%
非控股权益	(3)	(1)	-49.1%	(12)	(10)	-23.1%
净利润	533	727	36.3%	2,101	2,771	31.9%
毛利率	53.5%	65.7%	12.2%	51.0%	60.4%	9.4%
经营利润率	21.3%	20.7%	-0.6%	21.4%	22.5%	1.1%
净利率	17.1%	17.1%	0.0%	17.0%	17.9%	0.9%

资料来源: 公司, 招银国际预测

图 2: 预测改变

	2018			2019		
	旧	新	变动	旧	新	变动
恩必普	5,001	4,763	-4.8%	6,811	6,308	-7.4%
欧来宁	1,347	1,574	16.9%	1,509	1,862	23.4%
玄宁	583	945	62.1%	657	1,280	94.7%
抗肿瘤产品	1,017	1,917	88.5%	1,261	2,489	97.4%
创新药	7,978	9,200	15.3%	10,329	12,890	24.8%
普药	4,448	5,443	22.4%	4,537	6,149	35.5%
抗生素	1,387	1,227	-11.5%	1,415	1,240	-12.4%
维C	2,197	1,946	-11.4%	2,307	2,044	-11.4%
咖啡因及其他	822	1,060	29.0%	855	1,103	29.0%
原料药	4,406	4,234	-3.9%	4,576	4,386	-4.2%
总收入	16,833	18,877	12.1%	19,443	23,424	20.5%
销售成本	(7,389)	(7,113)	-3.7%	(8,208)	(8,564)	4.3%
毛利	9,443	11,764	24.6%	11,235	14,860	32.3%
其他收益及亏损	107	117	9.4%	131	133	1.9%
销售费用	(3,781)	(5,407)	43.0%	(4,372)	(6,705)	53.4%
行政开支	(762)	(782)	2.6%	(870)	(896)	3.0%
其他费用	(678)	(1,288)	89.9%	(878)	(1,805)	105.5%
经营利润	4,330	4,405	1.7%	5,246	5,588	6.5%
非核心业务	0	1	N/A	0	1	N/A
财务费用	(71)	(27)	-61.4%	(73)	(29)	-60.1%
联营公司收入	34	33	-1.6%	37	37	-1.6%
税前利润	4,293	4,411	2.7%	5,211	5,595	7.4%
所得税	(902)	(882)	-2.1%	(1,094)	(1,119)	2.3%
非控股权益	(19)	(24)	22.4%	(20)	(27)	35.5%
净利润	3,372	3,506	3.9%	4,097	4,450	8.6%
毛利率	56.1%	62.3%	+2.7ppt	57.8%	63.4%	+2.7ppt
经营利润率	25.7%	23.3%	+0.5ppt	27.0%	23.9%	+0.6ppt
净利率	20.0%	18.6%	+0.5ppt	21.1%	19.0%	+0.6ppt

资料来源: 公司, 招银国际预测

图 3: 同业估值

公司	代码	股价	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
石药集团	1093	20.20	126,109	57.3	44.2	36.0	12.5	8.2	7.0	38.3	29.0	22.6	20.8	18.1	19.5
复星医药	2196	50.10	135,244	19.1	30.5	25.7	2.5	3.9	3.5	20.1	43.3	33.1	13.9	13.6	15.0
中国生物制药	1177	15.52	130,759	21.2	44.0	37.9	4.6	8.9	6.3	10.7	28.4	21.3	23.0	23.9	22.7
白云山	874	24.35	53,989	16.7	17.6	15.5	1.7	1.7	1.6	18.4	16.0	16.3	11.7	10.3	11.4
丽珠集团	1513	66.25	45,907	30.1	11.8	26.6	3.8	2.9	2.8	17.5	21.1	18.9	14.5	29.1	11.2
三生制药	1530	17.18	43,617	24.1	40.0	30.5	2.6	4.8	4.2	14.7	26.6	20.8	11.7	12.5	14.5
绿叶制药	2186	7.09	23,546	15.3	19.9	17.7	2.1	2.6	2.2	11.9	14.4	12.7	14.7	13.6	13.8
复旦张江	1349	3.78	3,489	38.6	19.1	16.5	6.3	3.0	2.6	28.5	13.0	10.8	17.6	14.9	15.4
			平均	23.6	26.1	24.3	3.4	4.0	3.3	17.4	23.3	19.1	15.3	16.9	14.9

资料来源: 彭博, 招银国际预测

财务报表

利润表

年结：12月31日（百万港元）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	12,369.0	15,462.5	18,877.1	23,424.3	28,553.3
创新药	4,774.0	6,582.2	9,200.2	12,889.8	17,128.4
普药	4,193.0	4,792.2	5,443.2	6,148.8	6,911.9
原料药	3,402.0	4,088.1	4,233.7	4,385.7	4,512.9
销售成本	(6,060.2)	(6,116.6)	(7,112.6)	(8,564.3)	(9,790.0)
毛利	6,308.8	9,346.0	11,764.5	14,860.0	18,763.3
其他收益	107.0	120.5	117.4	133.4	149.6
销售费用	(2,788.2)	(4,374.6)	(5,406.8)	(6,705.4)	(8,249.4)
行政费用	(553.7)	(682.0)	(781.8)	(895.6)	(1,092.6)
研发开支	(403.1)	(815.3)	(1,288.0)	(1,804.6)	(2,398.0)
其他开支					
息税前收益	2,649.5	3,481.6	4,405.3	5,587.8	7,172.9
应占联营公司利润	27.6	10.3	33.3	36.7	40.3
净财务收入 / (支出)	(41.7)	(26.6)	(27.2)	(29.1)	(31.1)
税前利润	2,635.3	3,465.3	4,411.4	5,595.5	7,182.1
所得税	(522.1)	(685.2)	(882.3)	(1,119.1)	(1,436.4)
非控制股东权益	(12.4)	(9.5)	(23.6)	(26.6)	(30.0)
净利润	2,100.8	2,770.5	3,505.6	4,449.7	5,715.8
核心净利润	2,100.8	2,786.5	3,505.6	4,449.7	5,715.8
息税折摊前收益	3,237.2	4,198.2	5,250.5	6,503.2	8,160.7

来源：公司，招银国际预测

资产负债表

年结：12月31日（百万港元）	FY16A	FY17A	FY18A	FY19A	FY20A
非流动资产	6,332.6	7,908.0	7,965.8	8,012.0	8,018.5
物业、厂房及设备	5,415.0	6,662.5	6,742.9	6,786.3	6,785.5
商誉	111.8	121.7	121.7	121.7	121.7
无形资产	79.2	103.2	64.7	48.3	32.9
其他非流动资产	726.5	1,020.5	1,036.4	1,055.6	1,078.4
流动资产	8,427.6	13,634.7	16,290.3	20,403.4	25,501.6
现金及现金等值物	3,234.7	5,238.0	8,118.3	11,041.8	15,083.9
应收贸易款项	3,124.0	3,880.8	4,426.8	5,184.5	5,927.1
存货	1,933.1	2,900.8	2,845.0	3,254.4	3,524.4
其他流动资产	135.8	1,615.1	900.1	922.7	966.2
流动负债	4,084.7	5,759.9	5,745.8	6,530.8	7,234.9
银行贷款	897.8	927.3	779.9	869.6	910.7
应付贸易账款	3,038.5	4,573.2	4,706.5	5,401.7	6,064.8
其他流动负债	148.4	259.4	259.4	259.4	259.4
非流动负债	484.2	375.4	460.0	453.9	500.1
银行贷款	240.4	59.8	122.6	94.7	120.7
其他非流动负债	243.8	315.6	337.4	359.2	379.3
净资产总值	10,191.3	15,407.4	18,050.2	21,430.6	25,785.2
少数股东权益	83.7	85.0	108.6	135.3	165.2
股东权益	10,107.6	15,322.4	17,941.6	21,295.4	25,620.0

来源：公司，招银国际预测

现金流量表

年结：12月31日（百万港元）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	2,649.5	3,481.6	4,405.3	5,587.8	7,172.9
折摊和摊销	587.7	716.5	845.2	915.4	987.8
营运资金变动	15.4	(171.4)	(335.2)	(450.0)	(329.3)
税务开支	(492.8)	(685.2)	(882.3)	(1,119.1)	(1,436.4)
其他	(54.7)	(51.8)	(66.2)	(82.1)	(103.5)
经营活动所得现金净额	2,705.1	3,289.8	3,966.9	4,852.0	6,291.5
资本开支	(823.9)	(1,949.2)	(891.0)	(924.9)	(954.0)
发行股本	(53.4)	504.9	-	-	-
其他	69.7	(1,291.2)	754.0	30.4	28.8
投资活动所得现金净额	(807.6)	(2,735.6)	(137.0)	(894.5)	(925.2)
债务变化	(259.0)	(151.1)	(84.6)	61.9	67.0
派息	(650.0)	(726.5)	(886.3)	(1,096.0)	(1,391.1)
融资活动所得现金净额	(962.3)	1,470.5	(970.9)	(1,034.1)	(1,324.1)
现金净变动	935.2	2,024.7	2,859.0	2,923.4	4,042.2
年初现金及现金等值物	2,299.5	3,234.7	5,259.3	8,118.3	11,041.8
汇兑差额	(0.0)	-	-	-	-
年末现金及现金等值物	3,234.7	5,259.3	8,118.3	11,041.8	15,083.9

来源：公司，招银国际预测

主要比率

年结：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
创新药	38.6	42.6	48.7	55.0	60.0
普药	33.9	31.0	28.8	26.2	24.2
原料药	27.5	26.4	22.4	18.7	15.8
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	51.0	60.4	62.3	63.4	65.7
息税折摊前利润率	26.2	27.2	27.8	27.8	28.6
税前利率	21.3	22.4	23.4	23.9	25.2
净利率	17.0	17.9	18.6	19.0	20.0
核心净利率	17.0	18.0	18.6	19.0	20.0
有效税率	19.8	19.8	20.0	20.0	20.0
增长 (%)					
收入	8.6	25.0	22.1	24.1	21.9
毛利	20.8	48.1	25.9	26.3	26.3
息税折摊前利润	16.8	29.7	25.1	23.9	25.5
经营利润	22.3	31.4	26.5	26.8	28.4
净利润	26.2	31.9	26.5	26.9	28.5
核心净利润	25.2	32.6	25.8	26.9	28.5
资产负债比率					
流动比率 (x)	2.1	2.4	2.8	3.1	3.5
平均应收账款周转天数	44.9	39.3	38.0	34.4	31.4
平均应付账款周转天数	56.2	77.6	82.4	81.1	83.1
平均存货周转天数	113.0	144.2	147.4	130.0	126.4
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	20.8	18.1	19.5	20.9	22.3
资产回报率	14.2	12.9	14.5	15.7	17.1
每股数据					
每股盈利(港元)	0.35	0.45	0.56	0.71	0.92
核心每股盈利(港元)	0.35	0.46	0.56	0.71	0.92
每股股息(港元)	0.12	0.15	0.19	0.24	0.30
每股账面值(港元)	1.62	2.45	2.87	3.41	4.10

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 年证券交易法规则 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。