

石四药集团 [2005.HK]

四季度业绩强劲；产能提升遇瓶颈为市场关注重点；维持持有评级

公司昨日收盘后发布公告，预计2017年净利润同比增长30%至40%，达到6.37亿元人民币至6.86亿元人民币，较我们预测的6.05亿元人民币高5%至13%，并较彭博共识预测中值6.4亿元人民币高0%至7%。由于公司2017年第三季营运数据符合市场预期，因此这次盈喜意味着第四季业绩特别强劲。虽然盈喜公告中的信息有限，但我们认为第四季表现强劲可能是由于：1) 直立袋和非PVC软袋的销售量好于预期；2) 规模效益导致毛利率优于预期；(3) 挂网招标导致静脉输液平均售价优于预期，且未受到招标降价所影响。我们将2017/18/19年盈利预测上调8/13/17%，并将目标2018年市盈率由18倍提升至22倍，最新目标价为6.18港元。我们认为上调目标市盈率属于合理（对比同业平均水平约23倍），除了是由于考虑到2016-2019年每股盈利年均复合增长率达到约22%，亦是考虑到整个医药行业正在获得结构性重估。我们维持对石四药集团的持有评级，因为我们关注以下情况：1) 在未有计划增加产能的情况下，现时直立袋和非PVC软袋的产能使用率已达高水平（预计2019年为>90%）；2) 因此，2019年每股盈利增长将从20%以上放缓至略高于10%。

- 上调盈利预测：**根据公司在盈喜中作出的指引，我们将2017年盈利预测上调8%。考虑到静脉输液产品的前景向好，我们同时将2018/19年盈利预测提高13/17%（预计2017年直立袋和非PVC软袋销量很可能分别超过2017年全年2.26亿/4.4亿套的目标，因此，我们认为2018/19年静脉输液产品的平均售价将改善）。
- 故事不变—重新取得高端静脉输液市场份额：**静脉输液市场在过去几年整合之后，由于需求坚挺，预计2016年至2020年行业将实现5%至6%的年均复合增长率。另外，正如石四药2017年稳健的业绩所示，高端产品（非PVC软袋和立式软袋）的平均售价和利润率一直保持稳定和适度增长。因此，我们认为静脉输液行业最坏的情期已结束，而从现时的基本面看，我们仍然认为公司未来的增长将主要来自经营杠杆的提升和高利润率软袋的更佳销售表现。

截至12月底止年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
收入 (百万元人民币)	2,222	2,361	2,750	3,011	3,224
核心净利润 (百万元人民币)	403	490	653	798	898
核心净利润率 (%)	18.2	20.7	23.7	26.5	27.8
每股核心盈利 (人民币元)	0.138	0.173	0.230	0.281	0.316
百分比变动	-17.1	25.0	32.9	22.2	12.6
市盈率 (倍)	41.1	32.8	24.7	20.2	18.0
市净率 (倍)	6.6	5.9	5.0	4.2	3.6
净资产收益率 (%)	14.3	19.3	22.3	23.0	21.9
EV/EBITDA (倍)	23.0	19.2	15.7	13.1	11.5

来源：中国银河国际证券研究部预测

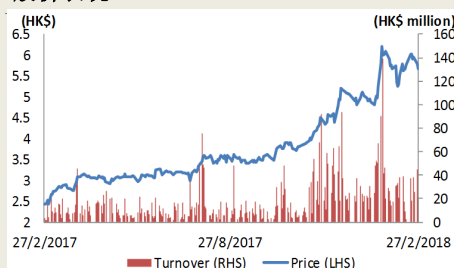
中国医药业

持有

收盘价：5.68港元 (2018年2月27日)

目标价：6.18港元 (+9%)

股价表现



市值	21.576亿美元
已发行股数	28.296亿股
核数师	PWC
自由流通量	46.5%
52周交易区间	HK\$2.44-6.2
三个月日均成交量	87万美国
主要股东	曲继广 (34%)

来源：公司, 彭博

何霜霖—分析员

(852) 3698-6320

harryhe@chinastock.com.hk

王志文, CFA—研究部主管

(852) 3698-6317

cmwong@chinastock.com.hk

SSY Group [2005.HK]

Strong Q4 results; Capacity bottleneck a key concern; Maintain HOLD

The Company announced after market close yesterday that its 2017E net profit is expected to grow by 30 to 40% to RMB637m to 686m, beating our projection of RMB605m by 5 to 13% and the Bloomberg consensus median forecast of RMB640m by 0 to 7%. Recall that SSY's Q3 2017 operating numbers were in line with market expectations, so this implies an impressive Q4 2017 performance. Although the profit alert provides only limited information, we believe this is probably due to 1) better-than-expected sales volume of upright bags and non-PVC soft bags; 2) a better-than-expected gross margin due to economies of scale; and 3) a better-than-estimated average selling price of IV products as a result of online bidding (掛網招標), which did not suffer from tender price cuts. We raise our 2017/18/19E earnings projection by 8/13/17%, respectively, and raise our target PER multiple from 18x 2018E PER to 22x 2018E PER, with a new target price of HK\$6.18. The higher multiple is justified by ~22% EPS CAGR in 2016-2019E, a peer average of ~23x, and the structural re-rating of the whole healthcare sector. We maintain our HOLD rating for SSY, as we have the following concerns: 1) the utilization rate of upright bags and non-PVC bags is reaching a high (>90% for 2019E) without planned capacity addition yet; and 2) as a result, 2019E EPS growth is expected to slow down from >20% to the low teens.

- Upward earnings adjustment:** We adjust upward our 2017E earnings forecast by 8% based on the guidance in the positive profit alert. We also raise our 2018/19E projection by 13/17% considering the better outlook for IV products (2017E upright bags and non-PVC soft bags sales volume is very likely to exceed the 2017 full year target of 226m/440m bags respectively, so we believe 2018/19E IV products have a better ASP/sales volume outlook).
- Story unchanged re gaining high-end IV market share:** After the IV industry consolidation in the past few years, the IV industry is expected to grow at a 5 to 6% CAGR in 2016 to 2020 because of rigid demand. Also, the ASP and margin of high-end products (non-PVC soft bags and upright soft bags) have been stable and moderately increased, as shown by SSY's solid 2017 results. Therefore, we believe that the worst is over for the IV industry, and on existing fundamentals, we reiterate that the Company's future growth will come mainly from improving operating leverage and stronger sales of high-margin soft bags.

Y/E Dec 31	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
Turnover (HK\$ m)	2,222	2,361	2,750	3,011	3,224
Core net profit (HK\$ m)	403	490	653	798	898
Core net margin (%)	18.2	20.7	23.7	26.5	27.8
Core EPS (HK\$)	0.138	0.173	0.230	0.281	0.316
% Change	-17.1	25.0	32.9	22.2	12.6
PER (x)	41.1	32.8	24.7	20.2	18.0
PBR (x)	6.6	5.9	5.0	4.2	3.6
ROE(%)	14.3	19.3	22.3	23.0	21.9
EV/EBITDA (x)	23.0	19.2	15.7	13.1	11.5

Sources: Company, CGIS Research

China Healthcare Sector

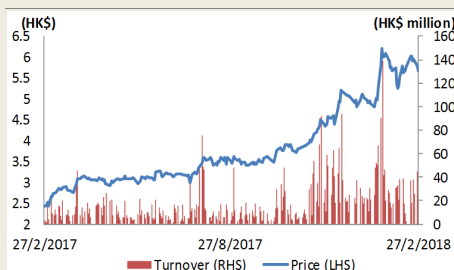
HOLD

(Unchanged)

Close: HK\$5.68 (Feb 27, 2018)

Target Price: HK\$6.18 (+9%)

Price Performance



Market Cap	US\$2157.6m
Shares Outstanding	2,829.6m
Auditor	PWC
Free Float	46.5%
52W range	HK\$2.44-6.2
3M average daily T/O	US\$0.87m
Major Shareholding	Mr. Qu Jiguang (34%)

Sources: Company, Bloomberg

Harry He—Analyst

(852) 3698-6320

harryhe@chinastock.com.hk

Wong Chi Man, CFA—Head of Research

(852) 3698-6317

cmwong@chinastock.com.hk

Key financials

Balance Sheet

As at Dec 31 (HK\$m)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
Cash & cash equivalents	339	447	628	719	1,147
Inventories	283	278	309	323	338
Accounts receivable	935	857	1,155	1,144	1,225
Others	76	97	97	97	97
Current assets	1,633	1,680	2,189	2,283	2,807
Property, plant and equipment	2,694	2,393	2,455	2,500	2,526
Intangible assets	381	419	451	483	514
Others	300	253	247	242	236
Non-current assets	3,375	3,065	3,154	3,224	3,276
Total assets	5,008	4,744	5,343	5,507	6,083
Accounts payable	270	174	305	199	208
ST borrowings	688	633	362	515	519
Others	477	289	404	409	385
Current liabilities	1,434	1,096	1,071	1,122	1,112
Long-term debts	1,125	935	1,068	587	526
Others	29	29	29	29	29
Long-term liabilities	1,179	964	1,097	616	555
Total liabilities	2,613	2,060	2,168	1,739	1,667
Shareholders' equity	2,395	2,676	3,166	3,759	4,407
Minority interests	1	8	8	9	9
Total equity	2,395	2,684	3,175	3,768	4,416

Cash Flow

Year ended Dec 31 (HK\$m)	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E
Profit before tax	478	588	769	939	1,057
Depr & amortization	216	247	251	270	288
Change in working cap.	170	(216)	(82)	(104)	(111)
Income tax paid	(75)	(98)	(115)	(141)	(159)
Others	(227)	(183)	(3)	(4)	(6)
Operating cash flow	563	338	819	960	1,070
Capex	(396)	(347)	(340)	(340)	(340)
Change in other assets	131	444	3	4	6
Investment cash flow	(265)	97	(337)	(336)	(334)
Net change in debt	940	(253)	(138)	(329)	(57)
Others	(1216)	(74)	(163)	(205)	(250)
Financing cash flow	(276)	(327)	(301)	(533)	(307)
Net change in cash	22	108	181	91	428
Cash at beginning of the year	325	339	447	628	719
Effect from foreign exchange	(8)	0	0	0	0
Cash at the end of the year	339	447	628	719	1,147

Profit and Loss

Year ended Dec 31 (HK\$m)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
Glass bottles	226	225	268	294	330
PP bottles	502	501	559	582	605
Non-PVC soft bags	1,28	1,131	1,260	1,414	1,534
Upright soft bags	151	207	370	432	470
Others	215	298	293	289	284
Revenue	2,222	2,361	2,750	3,011	3,224
Cost of goods sold	(1,72)	(1,144)	(1,270)	(1,327)	(1,389)
Gross profit	1,050	1,217	1,479	1,684	1,835
Marketing expenses	(281)	(373)	(401)	(427)	(451)
Admin & other expenses	(278)	(268)	(276)	(294)	(311)
Operating profit	491	576	802	963	1,074
Other gains / (losses)	50	65	12	12	12
Gain/(losses) from JV	(2)	(2)	-	-	-
Gain on disposal of investment in JV	-	1	-	-	-
Net interest income / (expense)	(62)	(52)	(46)	(37)	(29)
Pretax income	478	588	769	939	1,057
Income taxes	(75)	(98)	(115)	(141)	(159)
Discontinued business	0	0	0	0	0
Non-controlling interests	0	1	1	1	1
Net profit	403	490	653	798	898
Core net profit	403	490	653	798	898
EBIT	540	638	813	975	1,085
EBITDA	756	885	1,064	1,244	1,373
EPS (HK\$)	0.138	0.173	0.230	0.281	0.316
Core EPS (HK\$)	0.138	0.173	0.230	0.281	0.316
DPS (HK\$)	0.025	0.055	0.069	0.084	0.095
Key Ratios					
Year ended Dec 31	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
Growth (% YoY)					
Sales	6.2	6.3	16.4	9.5	7.1
Operating profit	(12.9)	13.3	27.1	19.8	11.3
EBITDA	(3.3)	17.1	20.2	16.9	10.3
Core net profit	(17.9)	21.3	33.4	22.2	12.6
Core EPS	(17.1)	25.0	32.9	22.2	12.6
Profitability (%)					
Gross margin	47.2	51.6	53.8	55.9	56.9
Operating margin	24.4	27.1	29.6	32.4	33.7
EBITDA margin	34.0	37.5	38.7	41.3	42.6
Core net profit margin	18.2	20.7	23.7	26.5	27.8
ROA	8.2	10.0	12.9	14.7	15.5
ROE	14.3	19.3	22.3	23.0	21.9
Balance sheet ratios					
Current ratio (X)	1.1	1.5	2.0	2.0	2.5
Quick ratio (X)	0.2	0.4	0.6	0.7	1.1
Cash ratio (X)	0.2	0.4	0.6	0.7	1.1
Trade & bill receivables days	99.3	101.3	96.5	100.6	96.9
Trade & bill payable days	86.5	71.0	67.1	68.6	52.9
Inventory turnover days	87.5	89.5	84.4	86.9	86.8
Total debt to equity ratio (%)	75.7	58.4	45.1	29.2	23.7

Source: Company, CGIS Research estimates

Figure 1: Peer comparison

Company name	Ticker	Price (HK\$)	Market cap (HK\$m)	PER(x)			PBR(x)			ROE(%)			EV/EBITDA (x)		
				2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
SSY GROUP LTD	2005	5.68	16,886	24.7	20.2	18.0	5.0	4.2	3.6	22.3	23.0	21.9	15.7	13.1	11.5
SHANDONG WEIG-H	1066	5.29	23,680	13.5	12.2	11.0	1.5	1.4	1.3	11.7	11.9	11.9	7.9	7.0	6.1
CHINA RESOURCE-A	600062	22.52	19,578	23.0	19.3	16.7	2.5	2.2	2.0	12.0	12.6	12.9	12.2	10.0	8.3
SICHUAN KELUN-A	002422	25.06	36,086	52.6	39.8	30.7	3.0	2.8	2.6	6.3	7.6	9.0	n.a	n.a	n.a
* CGIS research estimate															
Simple average				28.4	22.9	19.1	3.0	2.7	2.4	13.1	13.8	13.9	11.9	10.0	8.6
Median				23.8	19.7	17.3	2.7	2.5	2.3	11.8	12.2	12.4	12.2	10.0	8.3

Source: Bloomberg

免责声明

此研究报告并非针对或意图被居于或位于某些司法管辖范围之任何人士或市民或实体作派发或使用，而在该等司法管辖范围内分发、发布、提供或使用将会违反当地适用的法律或条例或会导致中国银河国际证券(香港)有限公司(“银河国际证券”)及/或其集团成员需在该司法管辖范围内作出注册或领照之要求。

银河国际证券(中国银河国际金融控股有限公司附属公司之一)发行此报告(包括任何附载资料)予机构客户，并相信其资料来源都是可靠的，但不会对其准确性、正确性或完整性作出(明示或默示)陈述或保证。

此报告不应被视为是一种报价、邀请或邀约购入或出售任何文中引述之证券。过往的表现不应被视为对未来的表现的一种指示或保证，及没有陈述或保证，明示或默示，是为针对未来的表现而作出的。收取此报告之人士应明白及了解其投资目的及相关风险，投资前应咨询其独立的财务顾问。

报告中任何部份之资料、意见、预测只反映负责预备本报告的分析员的个人意见及观点，该观点及意见未必与中国银河国际金融控股有限公司及其附属公司(“中国银河国际”)、董事、行政人员、代理及雇员(“相关人士”)之投资决定相符。

报告中全部的意见和预测均为分析员在报告发表时的判断，日后如有改变，恕不另行通告。中国银河国际及/或相关伙伴特此声明不会就因为本报告及其附件之不准确、不正确及不完整或遗漏负上直接或间接上所产生的任何责任。因此，读者在阅读本报告时，应连同此声明一并考虑，并必须小心留意此声明内容。

利益披露

中国银河证券(6881.HK; 601881.CH)乃中国银河国际及其附属公司之直接或间接控股公司。

中国银河国际可能持有目标公司的财务权益，而本报告所评论的是涉及该目标公司的证券，且该等权益的合计总额相等于或高于该目标公司的市场资本值的1%;

一位或多位中国银河国际的董事、行政人员及/或雇员可能是目标公司的董事或高级人员。

中国银河国际及其相关伙伴可能，在法律许可的情况下，不时参与或投资在本报告里提及的证券的金融交易，为该等公司履行服务或兜揽生意及/或对该等证券或期权或其他相关的投资持有重大的利益或影响交易。

中国银河国际可能曾任本报告提及的任何或全部的机构所公开发售证券的经理人或联席经理人，或现正涉及其发行的主要庄家活动，或在过去12个月内，曾向本报告提及的证券发行人提供有关的投资或一种相关的投资或投资银行服务的重要意见或投资服务。

再者，中国银河国际可能在过去12个月内就投资银行服务收取补偿或受委托和可能现正寻求目标公司投资银行委托。

分析员保证

主要负责撰写本报告的分析员确认 (a) 本报告所表达的意见都准确地反映他或他们对任何和全部目标证券或发行人的个人观点; 及 (b) 他或他们过往，现在或将来，直接或间接，所收取之报酬没有任何部份是与他或他们在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

此外，分析员确认分析员本人及其有联系者(根据香港证监会持牌人操守准则定义)均没有(1) 在研究报告发出前30 日内曾交易报告内所述的股票; (2) 在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的股票; (3)担任报告内涵盖的上市公司的行政人员; (4)持有报告内涵盖的上市公司的财务权益。

评级指标

买入 : 股价于12个月内将上升 >20%

沽出 : 股价于12个月内将下跌 >20%

持有 : 没有催化因素，由“买入” 降级直至出现明确“买入” 讯息或再度降级为立刻卖出

版权所有

中文本与英文本如有歧义，概以英文本为准。

本题材的任何部份不可在未经中国银河国际证券(香港)有限公司的书面批准下以任何形式被复制或发布。

中国银河国际证券(香港)有限公司 (中央编号: AXM459)

香港上环干诺道中111号永安中心20楼 电话: 3698-6888