

2018年5月22日

声明：本报告中的所有市场数据均截止于2018年5月15日。本报告为中文翻译缩略版，发布时间较英文版有所延迟，英文报告发布日期为2018年5月16日。如有差异之处请参考英文原版。

## 买入 首次覆盖

市场数据：2018年5月15日

|             |           |
|-------------|-----------|
| 收盘价 (港币)    | 8.05      |
| 目标价 (港币)    | 10.20     |
| HSCEI       | 12,441    |
| HSCCI       | 4,643     |
| 52周高/低 (港币) | 8.50/2.93 |
| 市值 (亿美元)    | 30.87     |
| 市值 (亿港元)    | 242.63    |
| 流通股 (百万股)   | 3,014     |
| 汇率 (港币/人民币) | 1.24      |

股价表现：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

武煜

A0230514080002

AXT645

wuyu@swsresearch.com

(+86) 21 2329 7269

# 细分领域王者，受益行业整合

## 石四药 (2005:HK)

### 财务数据及盈利预测

| 港元            | 2016     | 2017     | 2018E    | 2019E    | 2020E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 (百万元)    | 2,361.25 | 3,076.37 | 4,086.53 | 4,987.69 | 5,704.70 |
| 同比增长率 (%)     | 6.27     | 30.29    | 32.84    | 22.05    | 14.38    |
| 净利润 (百万元)     | 489.54   | 664.72   | 941.22   | 1,218.66 | 1,446.75 |
| 同比增长率 (%)     | 21.35    | 35.79    | 41.60    | 29.48    | 18.72    |
| 每股收益 (元)      | 0.17     | 0.23     | 0.31     | 0.40     | 0.48     |
| 摊薄每股收益 (元)    | 0.17     | 0.23     | 0.31     | 0.40     | 0.48     |
| 净资产收益率 (%)    | 19.31    | 21.61    | 24.76    | 26.79    | 26.44    |
| 资产负债率 (%)     | 43.42    | 40.94    | 33.02    | 27.32    | 22.10    |
| 股息率 (%)       | 0.69     | 0.87     | 1.19     | 1.54     | 1.83     |
| 市盈率 (倍)       | 46.47    | 34.49    | 25.78    | 19.91    | 16.77    |
| 市净率 (倍)       | 8.49     | 6.57     | 5.86     | 4.87     | 4.05     |
| EV/Ebitda (倍) | 28.70    | 22.89    | 17.06    | 13.69    | 11.56    |

注：“摊薄每股收益”是假设所有已发行可转换证券（如可转换优先股、可转换债券、股票期权和认股权证等）都已行权的情况下计算。

### 投资要点：

2014年10月，石四药剥离西安利君制药（该部分主要为抗生素及其他普药业务），聚焦于大输液领域。目前，石四药运营着全球最大的单体大输液生产工厂，年产能约为16亿袋/瓶。

**产品结构提升。**根据中国产业信息网的数据，中国静脉输液市场中，玻璃瓶包装约占40%，塑瓶包装约占40%，非PVC软袋以及直立软袋约占20%。相较于玻璃瓶和塑瓶包装，非PVC软袋以及直立软袋具备更好的安全性和便利性。非PVC软袋和直立软袋的毛利率高于玻璃瓶和塑瓶。2017年，公司非PVC软袋的毛利率为68%，直立软袋的毛利率为69%，远高于塑瓶（43%）和玻璃瓶（52%）。公司非PVC软袋和直立软袋的销量占比逐年上升，从2014年的44%上升至2017年的53%。我们认为未来公司的产品结构有望持续提升，预计软袋产品占总销量的比例有望从2017年的53%进一步提升至2020年的61%。

**市场整合。**根据中国产业信息网的数据，2016年，百特（BAX:US-未评级）约占美国静脉输液市场80%的份额。我们估计，2017年，国内前四大厂商总计约占静脉输液市场75%的份额。由于科伦药业（002422:CH-未评级）持有石四药19.45%的股权，两家公司结成了战略联盟。2017年，两家公司的合并市场份额约为52%，具备显著的规模优势。目前，中国政府采取了一系列的措施推动国内静脉输液行业的整合，例如实施新版GMP，落地注射剂一致性评价等。我们认为这将提升静脉输液的行业壁垒，低质量的产品将被迫退出市场。因此，我们预计国内静脉输液市场将进一步整合，未来五年内，前两大厂商将有望占据70-80%的市场份额。

**高附加值品种。**目前公司约有180个在研品种，其中约50个品种处于等待CFDA最终审批阶段。公司多数在研品种为高毛利产品，例如，治疗性输液产品、大容量软袋包装产品、口服化药等。在新品种当中，我们预计醋酸纳林格注射液的峰值销售额有望达到3亿元，腹膜透析液的峰值销售额有望达到5亿元，氨溴索注射液（直立软袋）的峰值销售额有望达到2亿元。

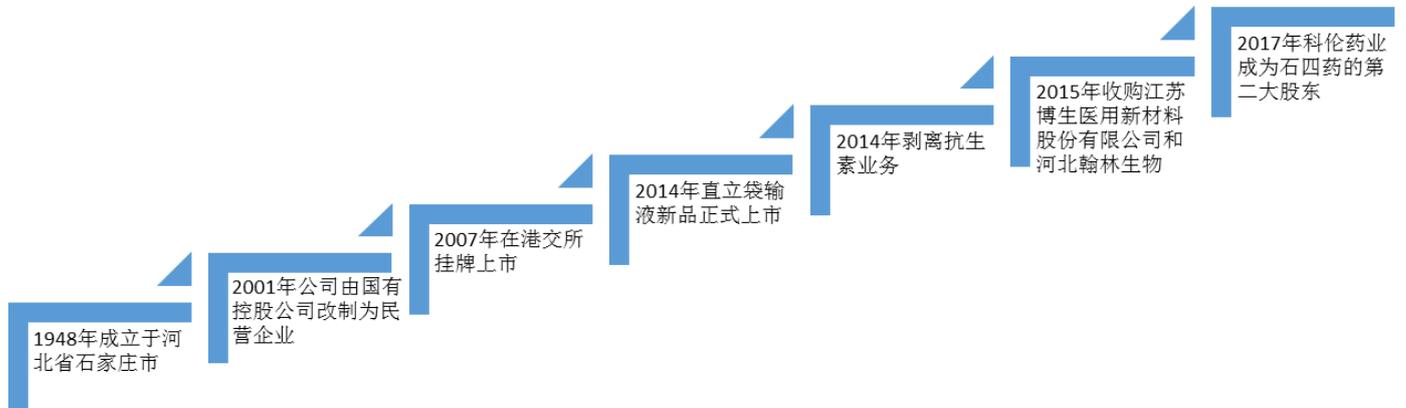
**大输液领域的领军者。**随着市场整合加速、产品结构提升以及售价恢复，我们预计18年公司收入有望实现33%的增长。我们预计18/19/20年的稀释每股盈利分别为0.31港币，0.40港币，0.48港币，分别同比增长37%/29%/19%。我们的目标价为10.20港币，对应33倍18年市盈率，以及25倍19年市盈率。目标价对应27%的上升空间，首次覆盖予以买入评级。

## 大输液领域的领军者

石四药（前身为利君国际）2007年在港交所挂牌。2014年石四药剥离子公司西安利君制药（该部分主要为抗生素及其他普药业务），聚焦于大输液核心业务。石四药的大输液生产工厂自动化程度高，且规模位居国内首位。

为增强在静脉输液行业的竞争力，节约原材料成本，2015年石四药收购江苏博生医用新材料股份有限公司100%股权，包装材料的供应获得保障。

图 1：石四药发展历程



资料来源：公司数据，申万宏源研究

科伦药业（002422:CH - 未评级）从 2015 年开始逐步增持石四药。目前科伦药业持有石四药 19.45% 的股权，双方结成战略联盟。2017 年两家公司的合并市场份额约为 52%，较国内同业具备显著的规模优势。

石四药运营着全球最大的单体大输液生产工厂，年产能约为 16 亿袋/瓶。静脉输液产品是石四药最大的营收来源，占 2017 年总营收的 90.5%，其余 9.5% 来自医用材料和其他产品销售。

## 产品结构提升

中国大部分住院病人接受静脉输液治疗。因此，静脉输液产品的消费量与住院人数高度相关。根据国家卫生及计划生育委员会的数据，国内的住院人数从 2008 年的 1.15 亿人增长至 2016 年的 2.27 亿人，年复合增长 9%。

静脉输液产品包装主要分四类：玻璃瓶、塑瓶、非 PVC 软袋和直立软袋。相较于玻璃瓶和塑瓶包装，非 PVC 软袋以及直立软袋具备更好的安全性和便利性。

图 2：静脉输液产品不同包装的比较

| 包装种类    | 优点                      | 缺点                          |
|---------|-------------------------|-----------------------------|
| 玻璃瓶输液产品 | 1. 价格低；<br>2. 稳定性好      | 1. 二次污染风险高；<br>2. 易碎，运输成本高  |
| 塑瓶输液产品  | 1. 价格低；<br>2. 重量轻，运输成本低 | 1. 对极端温度适应性差；<br>2. 二次污染风险高 |



|              |                                                                                                        |          |
|--------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------|
| 非 PVC 软袋输液产品 | <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 稳定性好;</li> <li>2. 重量轻, 运输成本低;</li> <li>3. 二次污染风险低</li> </ol> | 价格高      |
| 直立软袋输液产品     | <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 使用方便;</li> <li>2. 重量轻, 运输成本低;</li> <li>3. 二次污染风险低</li> </ol> | 材料薄, 易破损 |



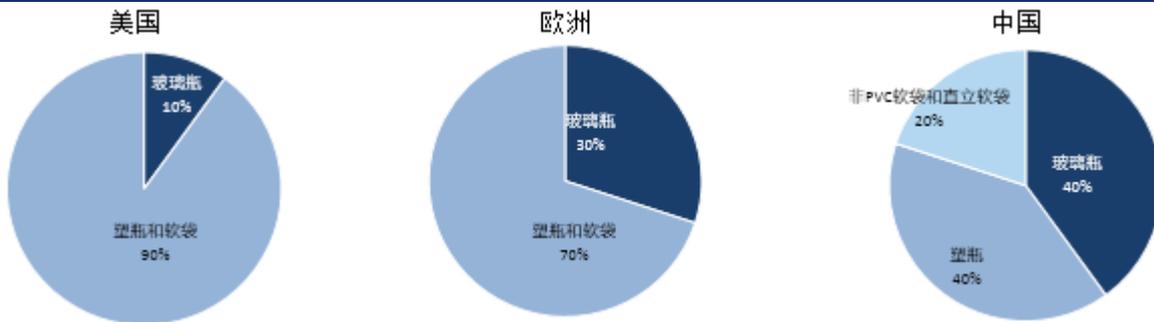
资料来源: 申万宏源研究

根据中国产业信息网的数据, 玻璃瓶作为传统的包装材料, 售价便宜而稳定性好, 约占中国静脉输液市场的 40%。由于重量轻, 运输成本低且价格更低, 塑瓶持续抢占传统玻璃瓶的市场份额, 2016 年的市场份额也达到 40%左右。

中国产业信息网的数据显示新一代包装种类, 例如非 PVC 软袋和直立软袋约占国内静脉输液市场的 20%。非 PVC 软袋稳定性高, 受污染的风险低, 且便于运输, 而直立软袋使用方便, 不易于受污染。

2016 年塑瓶和非 PVC 软袋约占美国静脉输液市场的 90%, 欧洲为 70%。我们预计中国市场将迎来产品结构升级, 未来非 PVC 软袋和直立软袋将占市场主导地位。

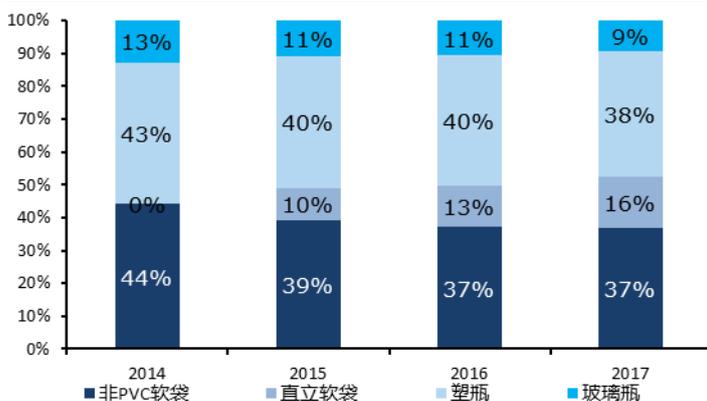
图 3: 2016 年美国、欧洲和中国静脉输液市场结构



资料来源: 中国产业信息网, 申万宏源研究

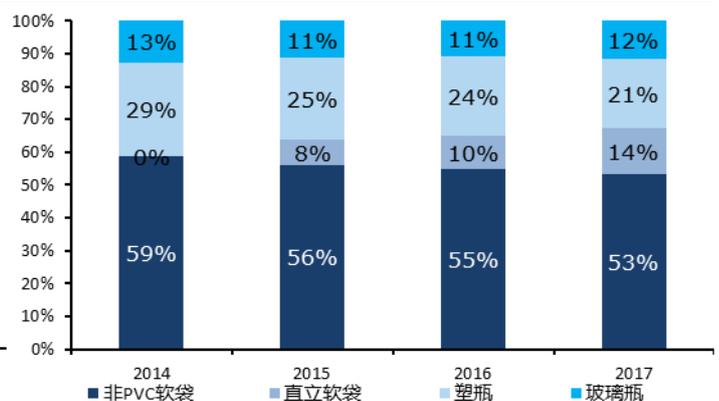
非 PVC 软袋和直立软袋在石四药静脉输液产品中的销量占比从 2014 年的 44% 升至 2017 年的 53%, 玻璃瓶和塑瓶仍占 47%。我们认为公司的产品结构仍有大幅改善空间。

图 4: 2014-17 年石四药静脉输液产品销量分布



资料来源: 公司数据, 申万宏源研究

图 5: 2014-17 年石四药静脉输液产品营收分布

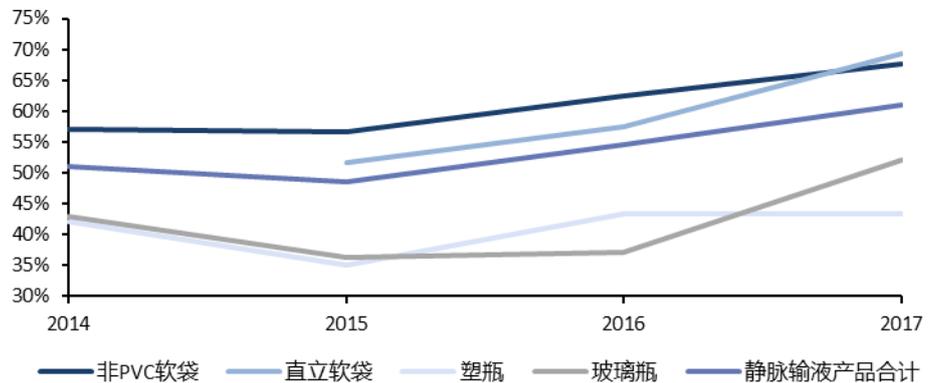


资料来源: 公司数据, 申万宏源研究

非 PVC 软袋和直立软袋的毛利率高于塑瓶和玻璃瓶。2017 年公司非 PVC 软袋的毛利率为 68%, 直立软袋的毛利率为 69%, 远高于塑瓶 (43%) 和玻璃瓶 (52%)。

得益于产品结构升级，加上非 PVC 软袋和直立软袋的利润率提高，公司静脉输液业务的综合毛利率从 2014 年的 51% 升至 2017 年的 61%。我们预计未来高毛利产品（例如非 PVC 软袋和直立软袋）的销售占比提高将带动利润率持续改善。

图 6: 2014-17 年石四药静脉输液产品毛利率

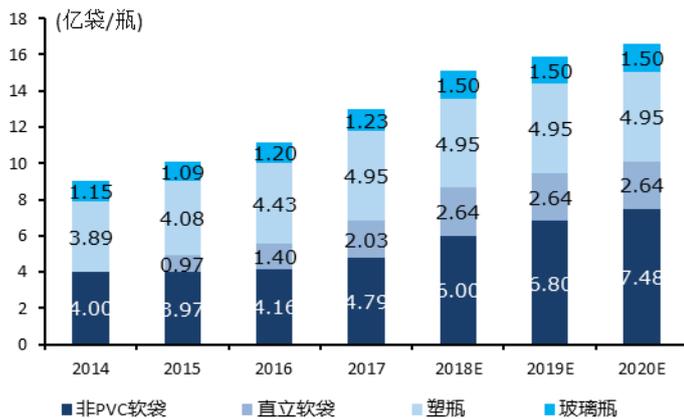


资料来源：公司数据，申万宏源研究

石四药目前年产能约为 16 亿袋/瓶，今年将新建产能 1.5 亿袋/瓶，其中 1 亿袋/瓶的新产能为手术用产品，其余 5000 万袋/瓶为大容量（2000 毫升以上）输液产品。

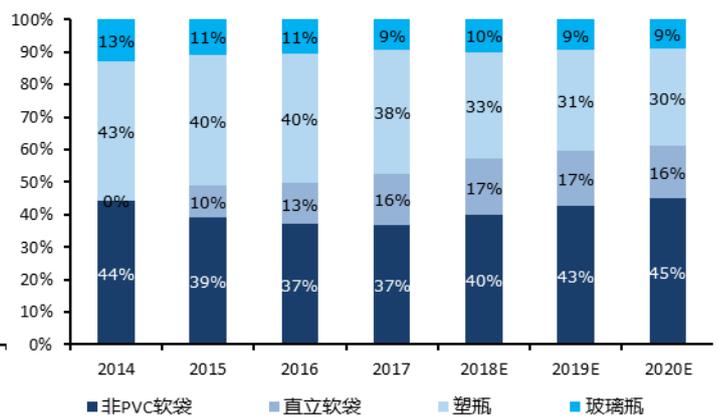
我们预计石四药的整体产能利用率将从 2017 年的 81% 升至 2018 年的 86%，2019 年的 91% 和 2020 年的 92%，2018-20 年输液产品销量将从去年的 13 亿袋/瓶增长至 15.09 亿袋/瓶（同比增长 16%）、15.89 亿袋/瓶（同比增长 5%）及 16.57 亿袋/瓶（同比增长 4%）。2020 年高毛利软袋输液产品有望占公司总销量的 61%，高于 2017 年的 53%。

图 7: 石四药输液产品销量预估



资料来源：公司数据，申万宏源研究

图 8: 石四药输液产品结构预估，按销量计



资料来源：公司数据，申万宏源研究

## 从严监管

我们注意到中国政府加强了对静脉输液行业的监管，以保证输液产品的安全性和有效性，而从严监管推动了行业整合。

国家食药监局（CFDA）要求非无菌产品的生产设施在 2013 年 12 月 31 日前达到新版 GMP 标准。CFDA 数据显示 2013 年底前 1,319 家非无菌药品生产企业中约 40% 未符合新版 GMP 标准。由于 GMP 认证的有效期为 5 年，2017-18 年许多小型企业的 GMP 认证将到期，可能因此退出市场。

2015年起CFDA针对药企的生产设施频繁开展飞行检查。根据检查结果，2015-17年CFDA吊销7家静脉输液产品厂商的GMP认证。我们认为从严监管将加快行业整合。

另外，监管部门计划在5-10年内完成注射剂一致性评价。2017年12月药品审评中心发布《已上市化学仿制药（注射剂）一致性评价技术要求（征求意见稿）》。

我们估计单个注射剂药品的一致性评价成本最高可达1,000万元，对小型药企而言压力巨大，或将推动全行业进一步整合。

石四药管理层表示，一旦政府公布关于注射剂一致性评价的细则，公司将启动一致性评价。我们认为在一致性评价落实后，石四药的市场份额将持续扩大。

目前中国实施2015年版药典标准。监管部门计划在2020年底前完成对药典标准的修订。为确保药品的质量和安全性，CFDA表示新标准将非常严格。我们认为药典标准的提高将迫使小企业退出市场。

因此，我们预计未来静脉输液行业进入门槛将提高，质量不佳的注射剂品种将被清理出市场，大力推动国内输液市场整合。

图9：化学药品注射剂行业整合的重要推动力

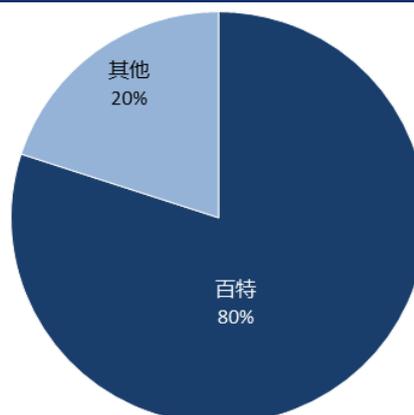


资料来源：CFDA，药品审评中心，申万宏源研究

## 市场整合

美国静脉输液市场高度集中。根据中国产业信息网的数据，2016年，百特（BAX:US-未评级）约占美国静脉输液市场80%的份额。

图10：2016年美国静脉输液市场格局

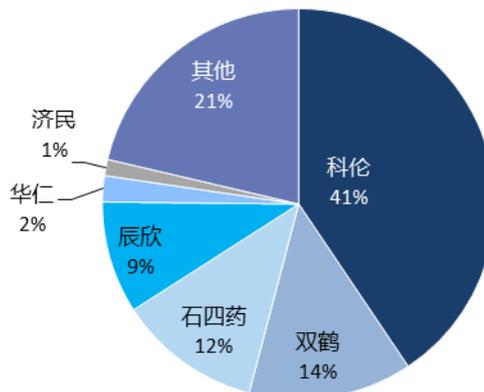


资料来源：中国产业信息网，申万宏源研究

与国外市场不同，中国静脉输液市场较为分散。我们估计，2017年，国内前四大厂商总计约占静脉输液市场75%的份额。科伦药业（002422:CH-未评级）市场份额居首，为41%。华润双鹤（600062:CH-未评级）、石四药和辰欣药业（603367:CH-未评级）的市场份额分别为14%/12%/9%。

由于科伦药业持有石四药19.45%的股权，两家公司结成了战略联盟。2017年，两家公司的合并市场份额约为52%，较国内同业具备显著的规模优势。

图 11：2017 年中国静脉输液市场格局



资料来源：辰欣药业招股说明书，申万宏源研究

与科伦药业和华润双鹤相比，石四药具有明显的规模效应，因为公司运营着全球最大的单体大输液生产工厂，年产能约为16亿袋/瓶。相反，科伦药业的生产基地分散在14个地区，而华润双鹤有10个生产基地。

图 12：中国静脉输液市场前四大厂商比较

| 公司   | 代码        | 生产基地数量 | 销量 (2017)  | 生产基地分布     | 主要产品                   |
|------|-----------|--------|------------|------------|------------------------|
| 科伦药业 | 002422:CH | 14     | 44.66 亿袋/瓶 | 四川、湖南、湖北等地 | 静脉输液产品和抗生素             |
| 华润双鹤 | 600062:CH | 10     | 14.83 亿袋/瓶 | 北京、安徽、湖北等地 | 静脉输液产品、普药、儿童药、肾病药      |
| 石四药  | 2005:HK   | 1      | 13.0 亿袋/瓶  | 河北省石家庄市    | 静脉输液产品和医用材料            |
| 辰欣药业 | 603367:CH | 2      | 10.2 亿袋/瓶  | 山东省济宁市     | 静脉输液产品、抗感染药、心脑血管药、抗肿瘤药 |

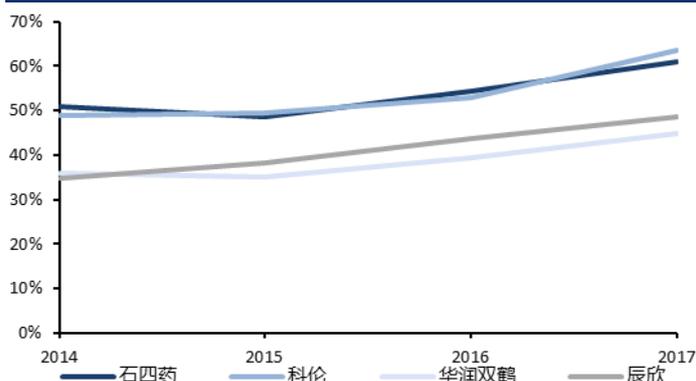
资料来源：公司数据，申万宏源研究

与竞争对手不同的是，石四药专注于静脉输液业务，2017年该业务贡献总营收的90.5%，高于科伦药业的66%和华润双鹤的37%。以静脉输液业务为核心的发展策略使石四药的经营效率和灵活性均优于其竞争对手。

2017年石四药静脉输液产品销量同比增长16%，而同期科伦药业静脉输液产品销量同比微增0.6%，华润双鹤和辰欣药业则同比下滑2%和8%。石四药持续抢占竞争对手的市场份额，增强其市场领导地位。

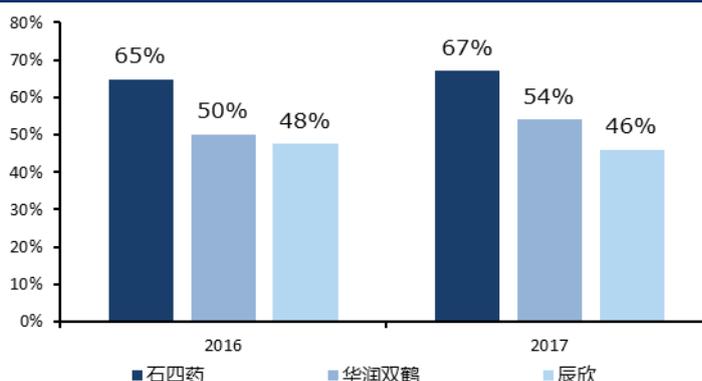
石四药静脉输液业务的毛利率与科伦药业相近，但远高于华润双鹤和辰欣药业，主要由于石四药的产品结构占优。例如2017年石四药67%的静脉输液业务收入来自软袋产品销售，而华润双鹤和辰欣药业的这一比例为54%和46%。

图 13: 2014-17 年各药企静脉输液业务毛利率



资料来源: 公司数据, 申万宏源研究

图 14: 2016-17 年各药企软袋销售占静脉输液收入的比重



资料来源: 公司数据, 申万宏源研究

2015 年 2 月, 国务院发布《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》, 允许基础静脉输液产品 (主要为葡萄糖注射液和氯化钠注射液) 进行网上采购, 取代此前的招投标。这意味着公司无需开展激烈的价格战, 产品质量成为采购的关键因素。因此, 凭借产品质量和安全性的优势, 石四药获得更多进入新市场的机会。2017 年公司在 10 个省份的销售额破亿元, 2016 年仅有 5 个。

由于监管收紧将推动市场整合, 我们预计未来 5 年内前两大企业的合计市场份额将达 70-80%。

## 高附加值产品

目前公司约有 180 个在研品种, 其中约 50 个品种处于等待 CFDA 最终审批阶段。公司多数在研品种为高毛利产品, 例如, 治疗性输液产品、大容量软袋包装产品、口服化药等。

2018 年 3 月, 石四药和郑州大学就 AND-9 (治疗肝纤维化的口服创新化药) 的研究与开发签署了技术合作开发协议。该药物研发的预付款和里程碑金额合计为 5,000 万元, 郑州大学在该药物上市后可获得 2% 的销售提成。AND-9 目前处于临床前试验阶段。

2017 年石四药基础输液产品占静脉输液业务销售额的 61%, 21% 来自营养输液产品, 其余 18% 来自治疗输液产品 (包括血容量扩张用输液和透析造影用输液)。

由于技术要求高, 治疗输液产品的毛利率高于其他产品。2017 年石四药治疗输液产品的毛利率为 65%, 基础和营养输液产品的毛利率分别为 61%/57%。

图 15: 石四药静脉输液收入分布

|      | 2017 年销售额<br>(百万港元) | 2017 年占静脉输液<br>业务收入比重 | 2017 年平均售价<br>(港元) | 2017 年毛利率 |
|------|---------------------|-----------------------|--------------------|-----------|
| 基础输液 | 1,695               | 61%                   | 2.06               | 61%       |
| 营养输液 | 593                 | 21%                   | 1.90               | 57%       |
| 治疗输液 | 496                 | 18%                   | 3.00               | 65%       |
| 合计   | 2,784               | 100%                  | 2.14               | 61%       |

资料来源: 公司数据, 申万宏源研究

石四药有多个在研治疗输液产品。日前公司的氨溴索注射液 (直立软袋, 100 毫升) 和醋酸钠林格注射液 (500 毫升) 获 CFDA 生产批件。两者均是高毛利治疗输液产品。

另外, 石四药持续扩大大容量输液产品线。公司的平衡盐溶液 (供灌注用, 250 及 500 毫升)、血液滤过置换液 (1000 及 2000 毫升) 和血液滤过置换基础液 (4000

毫升) 近期获 CFDA 生产批件。公司有望在 2018 年底获得腹膜透析液的生产批件。与普通输液产品相比, 大容量输液产品的技术难度大, 毛利率更高。

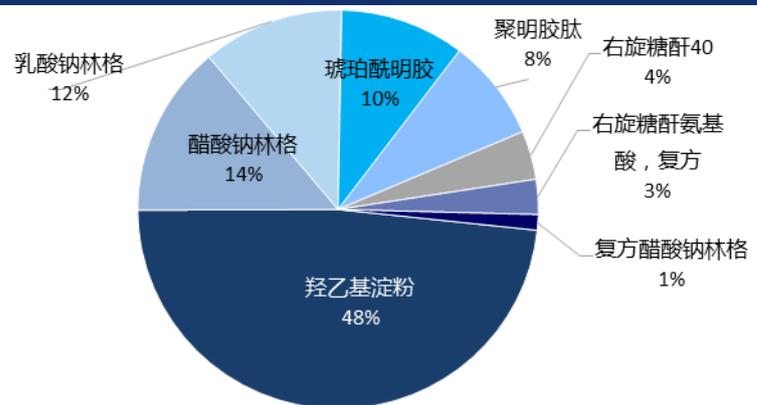
我们预计石四药有 20 多种高毛利产品将在 2018 年底获 CFDA 批件。这些产品的售价将远高于石四药 2017 年 2.14 港元的平均售价(增值税税后)。新产品中, 我们预计未来醋酸钠林格注射液、氨溴索注射液(直立软袋)和腹膜透析液将贡献可观收入。

### 醋酸钠林格注射液:

2017 年 11 月, 石四药醋酸钠林格注射液获 CFDA 生产批件。醋酸钠林格注射液主要用于治疗因创伤、手术或烧伤导致的失血。国内市场上有多种血浆代用品注射剂, 包括醋酸钠林格注射液、羟乙基淀粉和琥珀酰明胶注射液。

2017 年国内样本医院的醋酸钠林格注射液销售额同比增长 122% 至 1.27 亿元。醋酸钠林格注射液销售额占国内样本医院血浆代用品销售额的 14%, 为第二大单品。

图 16: 2017 年中国样本医院血浆代用品市场份额



资料来源: PDB 数据库, 申万宏源研究

醋酸钠林格注射液的平均售价为 154 元/500 毫升, 高于其他大部分血浆代用品注射剂。与乳酸钠林格注射液、羟乙基淀粉和琥珀酰明胶注射液等产品相比, 醋酸钠林格注射液作为新一代血浆代用品, 副作用更少。因此, 醋酸钠林格注射液较其他血浆代用品享有高溢价。

2018 年 1 月, 欧洲药品管理局要求下架羟乙基淀粉注射液, 因为该产品会导致肾衰竭、出血和死亡, 而市面上有更安全的替代产品。因此, 我们认为在国内市场, 醋酸钠林格注射液很有可能取代羟乙基淀粉。

目前有三家公司的醋酸钠林格注射液获得 CFDA 生产批件, 分别是湖北多瑞药业、石四药和科伦药业。我们认为市场竞争较为温和。

公司管理层预计醋酸钠林格注射液的出厂价约为 500 毫升 50 元。我们预计该产品的峰值销售额为 3 亿元。

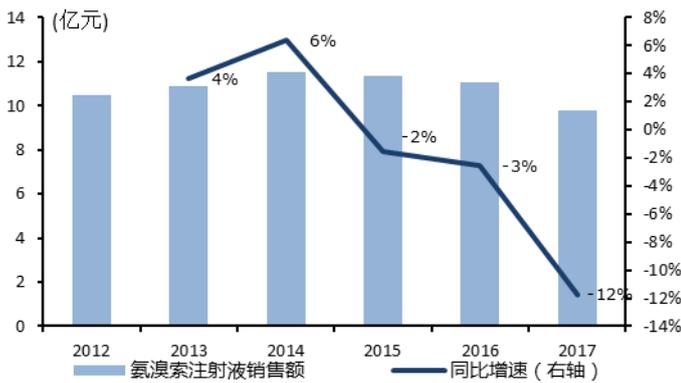
### 氨溴索注射液(直立软袋):

2018 年 2 月, 石四药的氨溴索注射液获 CFDA 生产批件。该产品用于治疗急慢性呼吸道疾病, 具有祛痰止咳的功效。2017 年样本医院氨溴索注射液的市场规模同比下滑 12% 至 9.78 亿元, 主要由降价所致。

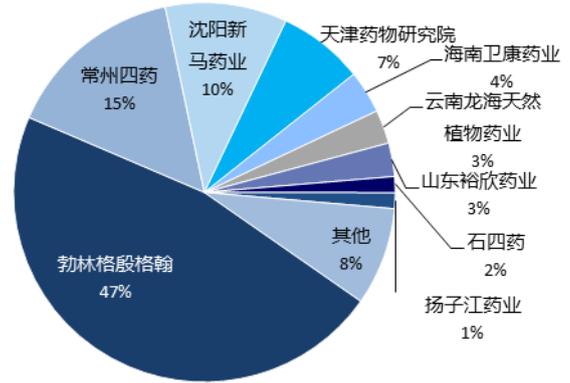
氨溴索注射液市场较为分散, 有 30 多家生产企业。勃林格殷格翰为该市场的最大业者, 2017 年市场份额达 47%, 而石四药的市场份额仅为 2%。

图 17: 2012-17 年氨溴索注射液在国内样本医院的销售额

图 18: 2017 年中国氨溴索注射液市场格局



资料来源: PDB 数据库, 申万宏源研究



资料来源: PDB 数据库, 申万宏源研究

公司目前销售氨溴索注射液（玻璃瓶），每瓶单价约为 1.8 元。管理层预计直立软袋包装的产品售价约为 4.0 元/袋。我们预计氨溴索注射液（直立软袋）的峰值销售额为 2 亿元。

**腹膜透析液:**

石四药有 6 款腹膜透析液产品处于开发阶段，有望在 2018 年底上市。腹膜透析和血液透析是治疗肾衰竭患者的两种主流透析疗法。

根据中华医学会肾脏病学分会的数据，截至 2017 年中国约有 290 万终末期肾脏病（ESRD）患者。这些患者中透析治疗的渗透率约为 20%，表明仍有巨大增长空间。

在接受透析治疗的患者中，约 90%选择血液透析，其余 10%选择腹膜透析。腹膜透析的年均治疗费用为 4-5 万元，比血液透析（6-7 万元/年）便宜。腹膜透析的方便性也优于血液透析，患者可在家中完成腹膜透析，而血液透析只能在医院里操作。然而，血液透析比腹膜透析更安全，因为后者可能引发腹膜炎。

图 19: 血液透析和腹膜透析的比较

|      | 血液透析             | 腹膜透析                      |
|------|------------------|---------------------------|
| 治疗费用 | 每年 6-7 万         | 每年 4-5 万                  |
| 报销范围 | 约 80-90%的治疗费用可报销 | 年自费额约 5,000 元（腹膜透析液可全额报销） |
| 治疗频率 | 一周 2-3 次，每次 4 小时 | 每天更换 3-4 次透析液，每次 40 分钟    |
| 方便程度 | 患者需前往医院接受治疗      | 患者可在家治疗                   |
| 安全性  | 安全               | 可能引发腹膜炎                   |

资料来源: 广东医谷, 申万宏源研究

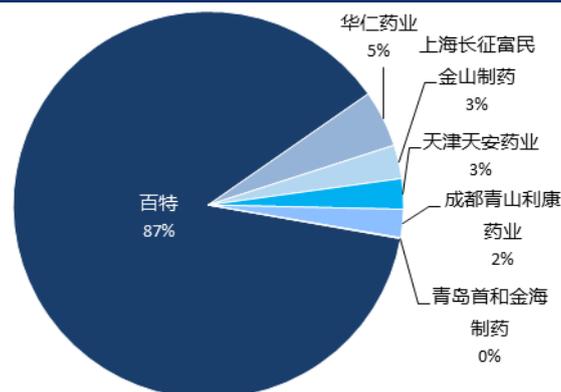
2012-17 年国内样本医院的腹膜透析液销售额年复合增长 10%，2017 年达 7.3 亿元。我们估计 2017 年整体市场规模约为 30 亿元。百特为该市场龙头，去年市场份额高达 87%。

图 20: 2012-17 年国内样本医院腹膜透析液销售额

图 21: 2017 年中国腹膜透析液市场格局



资料来源: PDB 数据库, 申万宏源研究



资料来源: PDB 数据库, 申万宏源研究

百特的腹膜透析液产品售价约为 30 元 (30 克/2 升), 比国内品牌贵 8-18%。百特在国内腹膜透析液市场的占有率从 2012 年的 95% 降至 2017 年的 87%。我们预计石四药的腹膜透析液峰值销售额为 5 亿元。

## 咖啡因回报丰厚

2017 年 8 月石四药以 3,500 万元向天津中安药业收购 7 个咖啡因原料药。咖啡因属于精神类药物, 中国政府对其实施特殊管理。因此, 咖啡因原料药的新增供应受到政府的严格控制。

石四药将投资约 2.5 亿元在天津建设 5000 吨咖啡因原料药产能, 预计于 2019 年投产。我们预计其产能利用率将从 2019 年的 60% 升至 2020 年的 80%。

国内咖啡因原料药市场的四大生产企业包括石药集团 (1093:HK - 增持)、新华制药 (000756:CH - 未评级)、吉林舒兰合成药业和石四药。

图 22: 中国咖啡因原料药市场供应情况

| 公司            | 产能 (吨, 预估)       | 占行业产能比重 (预估) |
|---------------|------------------|--------------|
| 石药集团          | 10,000           | 36%          |
| 新华制药          | 10,000           | 36%          |
| 吉林舒兰合成药业      | 3,000            | 11%          |
| 石四药 (原天津中安药业) | 5,000 (2019 年投产) | 18%          |
| <b>合计</b>     | <b>28,000</b>    | <b>100%</b>  |

资料来源: 公司数据, 申万宏源研究

2017 年 2 月起咖啡因原料药价格大幅上涨, 从每千克 63 元升至 92 元。我们认为这主要由天津中安药业停产所致。我们预计石四药的咖啡因原料药产能将于 2019 年投产, 因此 2019-20 年咖啡因原料药价格预计将回落至 60-70 元/千克。

假设石四药咖啡因原料药的年产能为 5,000 吨, 我们预计 2019 年其产能利用率将达 60%, 2020 年为 80%, 2019-20 年咖啡因原料药业务将贡献营业利润 6,600-9,600 万港元。

图 23: 咖啡因业务的简化财务模型

|                  | 2019E | 2020E |
|------------------|-------|-------|
| 咖啡因原料药产能 (吨)     | 5,000 | 5,000 |
| 产能利用率            | 60%   | 80%   |
| 咖啡因原料药产量 (吨)     | 3,000 | 4,000 |
| 咖啡因原料药价格 (元/千克)  | 70    | 60    |
| 咖啡因原料药价格 (港元/千克) | 87.5  | 75    |
| 咖啡因原料药销售额 (百万港元) | 263   | 300   |

|                   |        |        |
|-------------------|--------|--------|
| 毛利率               | 60%    | 55%    |
| 咖啡因原料药毛利 (百万港元)   | 158    | 165    |
| 营业利润率             | 25.00% | 23.00% |
| 咖啡因原料药营业利润 (百万港元) | 66     | 69     |

资料来源：公司数据，申万宏源研究

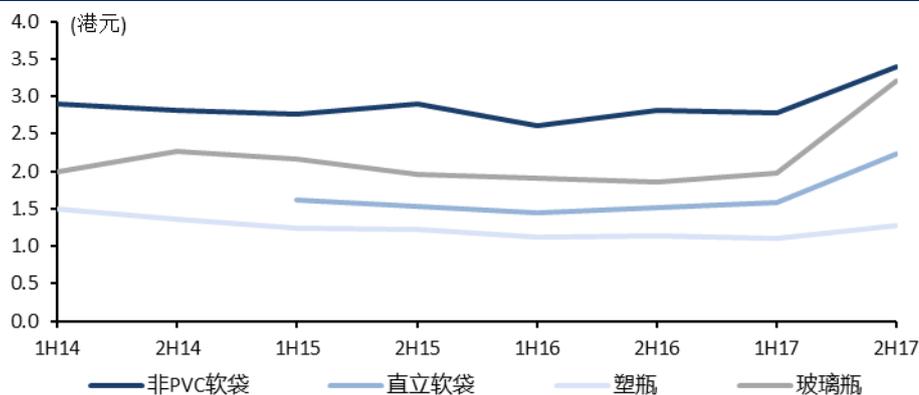
## 盈利前景向好

石四药 2018 年 1 季度业绩靓丽，营收同比增长 74% 至 10.99 亿港元，净利润同比增长 111% 至 2.42 亿港元。综合毛利率增加 9.2 个百分点至 62.7%，主要得益于产品平均售价攀升。公司整体平均售价同比增长 43%，环比增长 5% 至 2.64 港元。

随着供需情况改善，2017 年静脉输液产品售价上扬。去年石四药非 PVC 软袋、直立软袋、玻璃瓶和塑瓶输液产品的平均售价分别同比增长 14%/31%/38%/5%。

由于高毛利产品的销售占比提高，加上现有产品可能涨价，我们预计平均售价（增值税税后）将逐步从 2017 年的 2.1 港元升至 2020 年的 3.1 港元。

图 24: 2014-17 年石四药静脉输液产品的平均售价



资料来源：公司数据，申万宏源研究

我们预计 2018-20 年石四药营收将分别同比增长 33%/22%/14%，增长动能主要来自静脉输液产品销量及平均售价提高。

石四药目前股价对应 26 倍 18 年 PE 和 20 倍 19 年 PE，低于港股同业的 37 倍 18 年 PE 和 30 倍 19 年 PE，以及 A 股同业的 36 倍 18 年 PE 和 29 倍 19 年 PE。

根据同业平均估值，我们得出石四药的目标价为 10.20 港元，对应 33 倍 18 年 PE 和 25 倍 19 年 PE，较现价有 27% 的上涨空间。我们首次覆盖予以买入评级。

## 风险

下行风险为静脉输液产品的价格回升幅度及产品结构升级步伐不及预期。

## 附录

## 合并损益表

| 百万港元   | 2016    | 2017    | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入   | 2,361   | 3,076   | 4,087   | 4,988   | 5,705   |
| 营业成本   | (1,144) | (1,269) | (1,499) | (1,722) | (1,896) |
| 毛利     | 1,217   | 1,807   | 2,588   | 3,266   | 3,809   |
| 其他收入   | 65      | 6       | 0       | 0       | 0       |
| 管销费用   | (642)   | (962)   | (1,402) | (1,756) | (2,031) |
| Ebitda | 885     | 1,107   | 1,457   | 1,781   | 2,048   |
| Ebit   | 641     | 851     | 1,186   | 1,510   | 1,778   |
| 财务成本   | (52)    | (54)    | (52)    | (42)    | (35)    |
| 税前利润   | 588     | 797     | 1,134   | 1,468   | 1,743   |
| 所得税    | (98)    | (134)   | (193)   | (250)   | (296)   |
| 少数股东损益 | (1)     | 1       | 0       | 0       | 0       |
| 净利润    | 490     | 665     | 941     | 1,219   | 1,447   |

资料来源：公司数据，申万宏源研究

## 合并现金流量表

| 百万港元    | 2016  | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 税前利润    | 588   | 797   | 1,134 | 1,468 | 1,743 |
| 加：折旧及摊销 | 244   | 256   | 271   | 271   | 271   |
| 财务费用    | 53    | 57    | 52    | 42    | 35    |
| 投资损失    | 2     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 营运资本变动  | (76)  | (380) | (147) | (336) | (267) |
| 其它      | 22    | 1     | (2)   | (2)   | (2)   |
| 经营活动现金流 | 833   | 731   | 1,308 | 1,443 | 1,780 |
| 资本开支    | (323) | (373) | (300) | (300) | (300) |
| 其它投资现金流 | 38    | (0)   | 2     | 2     | 2     |
| 投资活动现金流 | (285) | (374) | (298) | (298) | (298) |
| 股权融资    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 负债净变化   | (201) | 151   | (400) | (200) | (200) |
| 支付股利、利息 | (71)  | (171) | (289) | (375) | (445) |
| 其它融资现金流 | (2)   | 47    | 0     | 0     | 0     |
| 融资活动现金流 | (274) | 27    | (689) | (575) | (645) |
| 净现金流    | 128   | 206   | 76    | 279   | 506   |
| 公司自由现金流 | 388   | 219   | 817   | 895   | 1,185 |
| 股权自由现金流 | 133   | 314   | 365   | 654   | 951   |

资料来源：公司数据，申万宏源研究

## 合并资产负债表

| 百万港元             | 2016         | 2017         | 2018E        | 2019E        | 2020E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产             | 1,680        | 2,511        | 2,757        | 3,404        | 4,202        |
| 银行存款及现金          | 447          | 687          | 763          | 1,042        | 1,548        |
| 应收账款及其他应收款       | 857          | 1,231        | 1,399        | 1,708        | 1,954        |
| 存货               | 278          | 398          | 399          | 459          | 505          |
| 其他流动资产           | 97           | 196          | 196          | 196          | 196          |
| 长期投资             | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 物业、厂房及设备         | 2,393        | 2,549        | 2,549        | 2,549        | 2,549        |
| 无形资产及其他资产        | 671          | 844          | 873          | 903          | 932          |
| <b>资产总计</b>      | <b>4,744</b> | <b>5,904</b> | <b>6,179</b> | <b>6,855</b> | <b>7,682</b> |
| 流动负债             | 1,096        | 1,500        | 1,124        | 956          | 781          |
| 短期借款             | 633          | 900          | 500          | 300          | 100          |
| 应付账款及其他应付款       | 174          | 194          | 217          | 249          | 274          |
| 其他流动负债           | 289          | 406          | 406          | 406          | 406          |
| 长期负债             | 964          | 917          | 917          | 917          | 917          |
| <b>负债合计</b>      | <b>2,060</b> | <b>2,417</b> | <b>2,040</b> | <b>1,873</b> | <b>1,698</b> |
| 少数股东权益           | 8            | 11           | 11           | 11           | 11           |
| 股东权益             | 2,676        | 3,475        | 4,127        | 4,971        | 5,973        |
| 股本               | 64           | 64           | 64           | 64           | 64           |
| 储备               | 2,613        | 3,411        | 4,063        | 4,907        | 5,909        |
| 权益合计             | 2,684        | 3,487        | 4,139        | 4,982        | 5,984        |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>4,744</b> | <b>5,904</b> | <b>6,179</b> | <b>6,855</b> | <b>7,682</b> |

资料来源：公司数据，申万宏源研究

## 关键财务指标

|                   | 2016  | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>每股指标 (港元)</b>  |       |       |       |       |       |
| 每股收益              | 0.17  | 0.23  | 0.31  | 0.40  | 0.48  |
| 摊薄每股收益            | 0.17  | 0.23  | 0.31  | 0.40  | 0.48  |
| 每股经营现金流           | 0.24  | 0.19  | 0.35  | 0.38  | 0.48  |
| 每股红利              | 0.06  | 0.07  | 0.10  | 0.12  | 0.15  |
| 每股净资产             | 0.95  | 1.23  | 1.37  | 1.65  | 1.99  |
| <b>关键运营指标 (%)</b> |       |       |       |       |       |
| ROIC              | 11.30 | 12.20 | 16.21 | 18.47 | 19.23 |
| ROE               | 19.31 | 21.61 | 24.76 | 26.79 | 26.44 |
| 毛利率               | 51.56 | 58.74 | 63.33 | 65.47 | 66.76 |
| Ebitda Margin     | 37.46 | 35.98 | 35.65 | 35.70 | 35.91 |
| Ebit Margin       | 27.13 | 27.67 | 29.03 | 30.27 | 31.16 |
| 收入同比增长率           | 6.27  | 30.29 | 32.84 | 22.05 | 14.38 |
| 利润同比增长率           | 21.35 | 35.79 | 41.60 | 29.48 | 18.72 |
| 资产负债率             | 43.42 | 40.94 | 33.02 | 27.32 | 22.10 |
| 净资产周转率            | 0.88  | 0.88  | 0.99  | 1.00  | 0.95  |
| 总资产周转率            | 0.50  | 0.52  | 0.66  | 0.73  | 0.74  |
| 有效税率              | 16.61 | 16.76 | 17.00 | 17.00 | 17.00 |
| 股息率               | 0.69  | 0.87  | 1.19  | 1.54  | 1.83  |
| <b>估值指标 (倍)</b>   |       |       |       |       |       |
| PE                | 46.47 | 34.49 | 25.78 | 19.91 | 16.77 |
| PB                | 8.49  | 6.57  | 5.86  | 4.87  | 4.05  |
| EV/Sale           | 10.75 | 8.24  | 6.08  | 4.89  | 4.15  |

资料来源：公司数据，申万宏源研究

## Information Disclosure:

The views expressed in this report accurately reflect the personal views of the analyst. The analyst declares that neither he/she nor his/her associate serves as an officer of nor has any financial interests in relation to the listed corporation reviewed by the analyst. None of the listed corporations reviewed or any third party has provided or agreed to provide any compensation or other benefits in connection with this report to any of the analyst, the Company or the group company(ies). A group company(ies) of the Company confirm that they, whether individually or as a group (i) are not involved in any market making activities for any of the listed corporation reviewed; or (ii) do not have any individual employed by or associated with any group company(ies) of the Company serving as an officer of any of the listed corporation reviewed; or (iii) do not have any financial interest in relation to the listed corporation reviewed or (iv) do not, presently or within the last 12 months, have any investment banking relationship with the listed corporation reviewed.

### Undertakings of the Analyst

I (We) am (are) conferred the Professional Quality of Securities Investment Consulting Industry by the Securities Association of China and have registered as the Securities Analyst. I hereby issue this report independently and objectively with due diligence, professional and prudent research methods and only legitimate information is used in this report. I am also responsible for the content and opinions of this report. I have never been, am not, and will not be compensated directly or indirectly in any form for the specific recommendations or opinions herein.

### Disclosure with respect to the Company

The company is a subsidiary of Shenwan Hongyuan Securities. The company is a qualified securities investment consulting institute approved by China Securities Regulatory Commission with the code number ZX0065.

Releasing securities research reports is the basic form of the securities investment consulting services. The company may analyze the values or market trends of securities and related products or other relevant affecting factors, provide investment analysis advice on securities valuation/ investment rating, etc. by issuing securities research reports solely to its clients.

The Company fulfills its duty of disclosure within its sphere of knowledge. The clients may contact [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) for the relevant disclosure materials or log into [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) for the analysts' qualifications, the arrangement of the quiet period and the affiliates' shareholdings.

### Introduction of Share Investment Rating

#### Security Investment Rating:

When measuring the difference between the markup of the security and that of the market's benchmark within six months after the release of this report, we define the terms as follows:

Trading BUY: Share price performance is expected to generate more than 20% upside over a 6-month period.

BUY: Share price performance is expected to generate more than 20% upside over a 12-month period.

Outperform: Share price performance is expected to generate between 10-20% upside over a 12-month period.

Hold: Share price performance is expected to generate between 10% downside to 10% upside over a 12-month period.

Underperform: Share price performance is expected to generate between 10-20% downside over a 12-month period.

SELL: Share price performance is expected to generate more than 20% downside over a 12-month period.

#### Industry Investment Rating:

When measuring the difference between the markup of the industry index and that of the market's benchmark within six months after the release of the report, we define the terms as follows:

Overweight: Industry performs better than that of the whole market;

Equal weight: Industry performs about the same as that of the whole market;

Underweight: Industry performs worse than that of the whole market.

We would like to remind you that different security research institutions adopt different rating terminologies and rating standards. We adopt the relative rating method to recommend the relative weightings of investment. The clients' decisions to buy or sell securities shall be based on their actual situation, such as their portfolio structures and other necessary factors. The clients shall read through the whole report so as to obtain the complete opinions and information and shall not rely solely on the investment ratings to reach a conclusion. The Company employs its own industry classification system. The industry classification is available at our sales personnel if you are interested.

HSCEI is the benchmark employed in this report.

## Disclaimer:

This report is to be used solely by the clients of SWS Research Co., Ltd. (subsidiary of Shenwan Hongyuan Securities, hereinafter referred to as the "Company"). The Company will not deem any other person as its client notwithstanding his receipt of this report.

This report is based on public information, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not warranted by the Company. The materials, tools, opinions and speculations contained herein are for the clients' reference only, and are not to be regarded or deemed as an invitation for the sale or purchase of any security or other investment instruments.

The clients understand that the text message reminder and telephone recommendation are no more than a brief communication of the research opinions, which are subject to the complete report released on the Company's website (<http://www.swsresearch.com>). The clients may ask for follow-up explanations if they so wish.

The materials, opinions and estimates contained herein only reflect the judgment of the Company on the day this report is released. The prices, values and investment returns of the securities or investment instruments referred to herein may fluctuate. At different periods, the Company may release reports which are inconsistent with the materials, opinions and estimates contained herein.

Save and except as otherwise stipulated in this report, the contactor upon the first page of the report only acts as the liaison who shall not provide any consulting services.

The clients shall consider the Company's possible conflict of interests which may affect the objectivity of this report, and shall not base their investment decisions solely on this report. The clients should make investment decisions independently and solely at your own risk. Please be reminded that in any event, the company will not share gains or losses of any securities investment with the clients. Whether written or oral, any commitment to share gains or losses of securities investment is invalid. The investment and services referred to herein may not be suitable for certain clients and shall not constitute personal advice for individual clients. The Company does not ensure that this report fully takes into consideration of the particular investment objectives, financial situations or needs of individual clients. The Company strongly suggests the clients to consider themselves whether the opinions or suggestions herein are suitable for the clients' particular situations; and to consult an independent investment consultant if necessary.

Under no circumstances shall the information contained herein or the opinions expressed herein forms an investment recommendation to anyone. Under no circumstances shall the Company be held responsible for any loss caused by the use of any contents herein by anyone. Please be particularly cautious to the risks and exposures of the market via investment.

Independent investment consultant should be consulted before any investment decision is rendered based on this report or at any request of explanation for this report where the receiver of this report is not a client of the Company.

The Company possesses all copyrights of this report which shall be treated as non-public information. The Company reserves all rights related to this report. Unless otherwise indicated in writing, all the copyrights of all the materials herein belong to the Company. In the absence of any prior authorization by the Company in writing, no part of this report shall be copied, photocopied, replicated or redistributed to any other person in any form by any means, or be used in any other ways which will infringe upon the copyrights of the Company. All the trademarks, service marks and marks used herein are trademarks, service marks or marks of the Company, and no one shall have the right to use them at any circumstances without the prior consent of the Company.

This report may be translated into different languages. The Company does not warrant that the translations are free from errors or discrepancies.

This report is for distribution in Hong Kong only to persons who fall within the definition of professional investors whether under the Securities and Futures Ordinance (Chapter 571 of the laws of Hong Kong) (the "SFO") or the Securities and Futures (Professional Investor) Rules (Chapter 571D of the laws of the Hong Kong under the SFO).

This report is for distribution in the United Kingdom only to persons who (i) have professional experience in matters relating to investments falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) order 2001 (as amended) (the "Order") or (ii) are persons falling within Article 49(2)(a) to (d) ("High Net Worth Companies, Unincorporated Associations, etc") of the Order (All such persons together being referred to as "Relevant Persons"). This document is directed only at Relevant Persons. Other Persons who are not Relevant Persons must not act or rely upon this document or any of its contents.

### **Distribution in Singapore**

If distributed in Singapore, this report is meant only for Accredited Investors and Institutional Investors as defined under Section 4A of the Securities and Futures Act of Singapore. If you are not an Accredited Investor or an Institutional Investor, you shall ignore the report and its contents. The Singapore recipients of the report are to contact the Singapore office of Shenwan Hongyuan Singapore Private Limited at 65-6323-5208, or 65-6323-5209 in respect of any matters arising from, or in connection with, the report.