

【广发医药&海外】石药集团 (01093.HK)

浙江目录为个体事件，内生外延迅速丰富产品线

● 丁苯酞软胶囊纳入浙江省重点监控目录，推测依据为销售金额较大

10月10日，浙江省发布第一批重点监控药品目录，丁苯酞软胶囊被纳入。根据CPA销售数据，浙江省销售额前11名的药品皆纳入该目录，丁苯酞软胶囊销售额排第一位，推测该目录可能依据销售金额纳入丁苯酞软胶囊。7月全国目录出台之后，已有17个省份发布省级目录，仅有浙江一省涉及丁苯酞软胶囊。考虑恩必普循证医学基础扎实，临床价值充分，已进入15个指南和专家共识，预计后续省级目录纳入的可能性较小。

● 浙江销售额占比逐年减少，注射液首次中标将成为浙江新增长点

浙江省为恩必普市场开发较早的省份，随着其他省份销售团队的扩充和市场的开发，浙江院内销售额贡献度由3.6%下降为1.9%。且浙江剂型集中为软胶囊，注射液未曾开标。2019年注射液通过备案进入浙江，已于9月完成公示，将成为浙江市场新增长点，整体增速将不受此目录影响。

● 全国集采贡献业绩增量，创新产品研发成果转化值得期待

第一批集采全国扩面中公司的氯吡格雷中标，预期将为2020年贡献3-5亿元的收入增量。多个通过一致性评价的普药品种有望借助全国集采迅速扩大市占率和销售额，贡献可观的业绩增量。公司通过内生和外延迅速丰富产品管线，预计到22年将有70个新品上市，其中新分子11个，新制剂3个，峰值过10亿的22个。新产品将成为业绩持续稳健增长的驱动力。

● 盈利预测与投资建议

公司业绩持续靓丽，在研创新品种不断丰富，未来1-2年研发成果转化值得期待。考虑集采增量，我们将公司20/21年收入增速由22%/20%上调为24%/21%，净利润增速由22%/21%上调为24%/22%，19-21年EPS为0.71/0.88/1.07港元/股，当前股价对应PE23/18/15x。采用DCF方法得到公司合理价值为19.64港元/股，对应20年PE22x，维持“买入”评级。

● 风险提示 行业政策风险；临床进展不达预期

盈利预测：

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万港元)	15,463	21,029	25,850	31,936	38,668
增长率(%)	25%	36%	23%	24%	21%
EBITDA(百万港元)	4,198	5,284	6,267	7,609	9,094
归属净利润(百万港元)	2,771	3,655	4,423	5,467	6,649
增长率(%)	32%	32%	21%	24%	22%
EPS(港元/股)	0.45	0.59	0.71	0.88	1.07
市盈率(P/E)	35	27	23	18	15
市净率(P/B)	6	6	5	4	3
EV/EBITDA	23	18	15	12	9

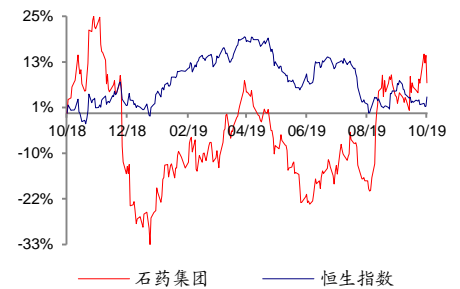
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	16.02 港元
合理价值	19.64 港元
前次评级	买入
报告日期	2019-10-13

相对市场表现



分析师：

罗佳荣



SAC 执证号：S0260516090004

SFC CE No. BOR756



021-60750612



luojiarong@gf.com.cn

分析师：

马步云



SAC 执证号：S0260519080009

SFC CE No. BOS189



0755-88286935



mabuyun@gf.com.cn

相关研究：

【广发医药&海外】石药集团 2019-08-20

(01093.HK)：创新药增长强劲，研发进展值得期待

【广发海外】石药集团 2019-03-19

(01093.HK)：业绩略超预期，研发迅速追赶

【广发海外】石药集团 2019-01-10

(01093.HK)：稳健增长可期，研发转型升级

表1: 石药集团现金流假设 (百万港元)

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBIT	5,521	6,863	8,348	9,516	10,849	12,259	13,730	15,240	16,917	18,778
所得税税率	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
EBIT*(1-所得税税率)	4,416	5,490	6,678	7,613	8,679	9,807	10,984	12,192	13,533	15,022
折旧与摊销	746	746	746	851	961	1,076	1,206	1,326	1,432	1,547
营运资金的净变动	(419)	(218)	(336)	(383)	(433)	(485)	(543)	(597)	(645)	(696)
资本性投资	(1,500)	(1,500)	(1,500)	(1,710)	(1,932)	(2,164)	(2,424)	(2,666)	(2,880)	(3,110)
FCFF	3,244	4,518	5,588	6,371	7,275	8,235	9,223	10,255	11,441	12,763

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

表2: 石药集团WACC核心假设

核心假设	
WACC	9.95%
股权成本	12.20%
债权成本	4.00%
股权 Beta	1.07
无风险利率	3.00%
市场风险溢价	8.60%
目标资产负债率	25.00%
企业所得税税率	20.00%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

表3: 石药集团的DCF估值

假设项目	
WACC	9.95%
永续增长率	3.0%
终值 (百万港元, 2029 年)	80,517
风险调整现值 (百万港元)	114,504
净负债 (2019E, 百万港元)	(8,571)
少数股东权益 (百万港元)	566
归属股东的风险调整净现值 (百万港元)	122,509
发行股数 (百万股)	6236
归属股东的每股净现值 (港元)	19.64

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万港元						单位: 百万港元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	13,635	15,686	18,872	23,984	29,961	经营活动现金流	3,288	5,530	4,774	6,025	7,094
货币资金	5,238	4,927	6,874	9,758	13,358	净利润	3,465	4,502	5,528	6,870	8,355
应收及预付	4,088	4,599	5,544	6,794	8,178	折旧摊销	717	746	746	746	746
存货	2,901	3,461	3,756	4,716	5,692	营运资金变动	-270	1,155	-419	-218	-336
其他流动资产	1,408	2,700	2,698	2,715	2,734	其它	-624	-873	-1,081	-1,374	-1,671
非流动资产	7,908	10,697	11,451	12,205	12,959	投资活动现金流	-3,287	-3,190	-1,500	-1,500	-1,500
长期股权投资	110	144	144	144	144	资本支出	-1,557	-1,973	-1,500	-1,500	-1,500
固定资产	6,663	7,605	8,401	9,197	9,994	投资变动	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	其他	-1,730	-1,217	0	0	0
无形资产	103	917	893	870	846	筹资活动现金流	1,631	-2,651	-1,327	-1,640	-1,995
其他长期资产	1,032	2,032	2,013	1,994	1,976	银行借款	-193	-1,527	0	0	0
资产总计	21,543	26,383	30,323	36,189	42,920	股权融资	0	0	0	0	0
流动负债	5,760	8,235	9,055	11,065	13,107	其他	1,825	-1,124	-1,327	-1,640	-1,995
短期借款	927	876	876	876	876	现金净增加额	1,632	-311	1,947	2,884	3,600
应付及预收	4,573	7,039	7,855	9,863	11,904	期初现金余额	3,235	5,238	4,927	6,874	9,758
其他流动负债	259	321	325	326	327	期末现金余额	5,238	4,927	6,874	9,758	13,358
非流动负债	375	500	500	500	500						
长期借款	60	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	316	500	500	500	500						
负债合计	6,135	8,735	9,556	11,565	13,607						
股本	12,922	12,922	12,922	12,922	12,922						
资本公积	0	0	0	0	0						
留存收益	2,400	4,183	7,279	11,106	15,760						
归属母公司股东权益	15,322	17,105	20,201	24,028	28,682						
少数股东权益	85	542	566	595	631						
负债和股东权益	21,543	26,383	30,323	36,189	42,920						

利润表						主要财务比率					
单位: 百万港元						至 12 月 31 日					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
营业收入	15,463	21,029	25,850	31,936	38,668	成长能力					
营业成本	-6,117	-7,116	-7,833	-9,836	-11,871	营业收入增长	25.01%	36.00%	22.93%	23.54%	21.08%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	营业利润增长	31.41%	30.33%	21.66%	24.31%	21.64%
销售费用	-4,375	-7,328	-9,672	-11,976	-14,500	归母净利润增长	31.88%	31.92%	21.02%	23.60%	21.61%
行政费用	-642	-780	-921	-1,139	-1,379	获利能力					
研发费用	-815	-1,583	-2,251	-2,555	-3,093	毛利率	60.44%	66.16%	69.70%	69.20%	69.30%
财务费用	-27	-88	-44	-44	-44	净利率	17.98%	17.26%	17.20%	17.21%	17.29%
资产减值损失	0	0	0	0	0	ROE	21.79%	22.54%	23.71%	24.72%	25.23%
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	ROIC	25.02%	26.83%	30.00%	34.81%	39.62%
投资净收益	60	347	394	490	593	偿债能力					
营业利润	3,482	4,538	5,521	6,863	8,348	资产负债率	28.48%	33.11%	31.51%	31.96%	31.70%
营业外收支	17	-36	7	7	7	净负债比率	-35.85%	-37.53%	-41.27%	-46.52%	-51.36%
利润总额	3,465	4,502	5,528	6,870	8,355	流动比率	2.37	1.90	2.08	2.17	2.29
所得税	-685	-873	-1,081	-1,374	-1,671	速动比率	1.14	0.91	1.05	1.12	1.22
净利润	2,780	3,629	4,447	5,496	6,684	营运能力					
少数股东损益	-10	26	-24	-29	-35	总资产周转率	0.72	0.80	0.85	0.88	0.90
归属母公司净利润	2,771	3,655	4,423	5,467	6,649	应收账款周转率	4.06	4.82	4.87	4.87	4.87
EBITDA	4,198	5,284	6,267	7,609	9,094	存货周转率	2.11	2.06	2.09	2.09	2.09
EPS (港元)	0.45	0.59	0.71	0.88	1.07	每股指标 (港元)					
						每股收益	0.45	0.59	0.71	0.88	1.07
						每股经营现金流	0.54	0.89	0.77	0.97	1.14
						每股净资产	2.53	2.83	3.33	3.95	4.70
						估值比率					
						P/E	35.22	27.36	22.59	18.27	15.03
						P/B	6.33	5.67	4.81	4.06	3.41
						EV/EBITDA	22.53	17.78	14.68	11.72	9.41

广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
孙辰阳：资深分析师，北京大学金融信息工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
孔令岩：资深分析师，武汉大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
马步云：高级分析师，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
李安飞：联系人，中山大学医学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。