

香港股市 | 医药

石药集团 (1093 HK)

预计 2020 年 1-3 季度净利润同比增长超两成

下半年销售持续复苏, 预计 1-3 季度股东净利润同比增长 23.1%

石药集团通常于 11 月中下旬公布 3 季报。根据我们的了解, 公司 3 季度的销售情况好于 2 季度。我们维持早期年的盈利预测, 预计 1-3 季度营业额与股东净利润将分别同比增长 17.6% 与 23.1%。根据国家统计局公布的数据, 医药制造业 7-8 月份收入与利润增长均逐步回暖, 而利润增速明显快于收入增速, 我们认为这是由于利润率较高的肿瘤与心脑血管等专科药的销售恢复的原因。石药集团是国内肿瘤与心脑血管板块的行业龙头, 公司在制药板块中较早走出新冠阴霾。

新药研发快速推进, 多个重磅创新药即将进入收获期

公司创新药研发快速推进。公司管理层表示, 广受市场关注的抗感染药物两性霉素 B 目前审批情况非常顺利, 预计将于四季度获批。公司早前于 8 月 25 日公布, 用于淋巴瘤与乳腺癌等的重磅创新药盐酸米托蒽醌脂质体上市申请已获国家药监局受理, 我们预计将于 2021 年下半年获批上市。除此以外, 重磅新药抗 RANKL 单克隆抗体 (JMT103) 也处于三期临床阶段, 我们预计将于 2022-23 年上市。

预计明年将于科创板上市, 所获资金将进一步夯实公司资金实力

公司于 2020 年 5 月底宣布计划在科创板上市, 公司管理层表示目前进展非常顺利, 预计将于明年登陆科创板, 我们认为回科创板上市募集资金将进一步夯实资金实力并创造出更多优质新药。

维持“买入”评级, 目标价调整为 12.24 港元

我们认为目前市场在医药行业中偏向于生物科技股, 但是石药集团基本面良好。我们维持原有盈利预测。公司 5 股送 3 股计划并且已经于 10 月 15 日除净, 我们因此将目标价从 20.10 港元下调至 12.24 港元, 对应 23.8 倍 2021E PER, 较目前股价有 26.3% 上涨空间。

风险提示:

1) 药品降价影响公司股价表现; 2) 新冠疫情反复导致经营受影响; 3) 新药临床试验及审批进度慢于预期

主要财务数据 (12 月 31 日年结, 百万人民币) (更新至 10 月 15 日)

12 月 31 日年结	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总收入	17,717	22,103	27,086	32,949	38,770
增长率	32.1	24.8	22.5	21.6	17.7
股东净利润	3,081	3,714	4,695	5,354	6,418
增长率	28.2	20.6	26.4	14.0	19.9
每股基本盈利 (人民币)	0.49	0.60	0.60	0.45	0.54
市盈率	17.0	14.1	14.1	18.8	15.7
每股股息 (人民币)	0.13	0.18	0.18	0.13	0.16
股息率	1.5	2.1	2.1	1.6	1.9
每股净资产 (人民币)	2.5	3.1	1.9	2.3	2.7
市净率	3.4	2.7	4.3	3.7	3.1

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

更新报告

评级: 买入

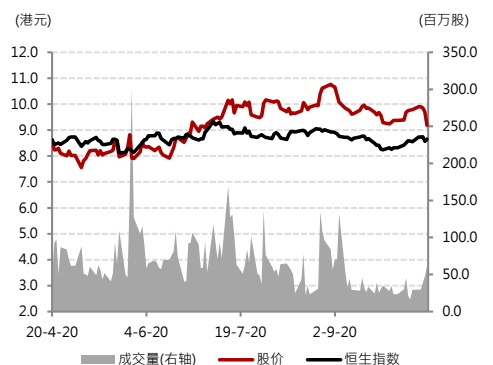
目标价: 12.24 港元

股票资料 (更新至 2020 年 10 月 15 日)

现价	9.69 港元
总市值	116,025.83 亿港元
流通股比例	70.83%
已发行总股本	11,973.77 百万
52 周价格区间	6.833-11.354 港元
3 个月日均成交额	546.29 百万港元
主要股东	蔡东晨 (占 23.16%)

来源: 彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源: 彭博、中泰国际研究部

相关报告

2020-8-27: 石药集团 (1093 HK): 上半年盈利超越预期, 重磅创新药步入收获期

分析师

施佳丽 (Scarlett Shi)

+852 2359 1854

Scarlett.shi@ztsc.com.hk

图表 1: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 百万人民币)

损益表						现金流量表					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019E	2020E	2021E	2022E
收入	17,717	22,103	27,086	32,949	38,770	税前利润	3,792	4,626	5,933	6,786	8,131
成药	13,503	17,937	22,644	28,132	33,700	折旧及摊销	630	692	876	1,072	1,306
咖啡因及其他	1,343	1,366	1,531	1,668	1,786	已付税款	(636)	(867)	(1,148)	(1,311)	(1,571)
维生素 C	1,784	1,922	2,045	2,306	2,399	其他	(147)	(215)	26	73	128
抗生素	1,087	879	866	843	885	经营业务现金净额	3,795	3,784	4,685	6,243	7,699
销售成本	(5,979)	(6,192)	(6,769)	(8,335)	(9,554)	购买厂房及设备	(1,666)	(1,873)	(2,649)	(3,223)	(3,792)
毛利	11,737	15,911	20,317	24,614	29,216	其他	(1,962)	(584)	56	65	66
其它收入	140	244	235	329	388	投资活动现金净额	(3,628)	(2,457)	(2,594)	(3,158)	(3,726)
其它收益净额	155	48	83	165	194	净新增借款	(783)	(48)	2	3	3
销售及分销费用	(6,185)	(8,712)	(10,819)	(13,509)	(15,896)	发行股份	0	0	0	0	0
行政费用	(657)	(749)	(1,141)	(1,318)	(1,551)	股息分派	(783)	(965)	(1,114)	(1,408)	(1,606)
研发开支	(1,342)	(2,000)	(2,975)	(3,374)	(4,071)	其他	1,414	(5)	0	0	1
其它费用	(26)	(142)	(62)	(72)	(84)	融资活动现金净额	(151)	(1,546)	(1,112)	(1,406)	(1,603)
经营溢利	3,823	4,600	5,639	6,836	8,196	年初现金	4,317	4,336	4,118	5,098	6,778
财务费用	(74)	(32)	(26)	(73)	(94)	现金增加净额	16	(219)	980	1,680	2,370
应占合营企业业绩	44	58	33	33	39	汇率变动之影响净额	3	1	0	0	0
应占联营公司业绩	0	0	(10)	(10)	(10)	年末现金	4,336	4,118	5,098	6,778	9,148
出售附属公司收益	0	0	315	0	0						
视作出售附属公司亏损	0	0	(19)	0	0	重要指标					
除税前溢利	3,792	4,626	5,933	6,786	8,131	增长率 (%)					
所得税开支	(734)	(893)	(1,148)	(1,311)	(1,571)	收入	32.1	24.8	22.5	21.6	17.7
年度溢利	3,058	3,733	4,785	5,476	6,561	毛利	44.8	35.6	27.7	21.1	18.7
非控股权益	(22)	19	90	121	143	净利润	28.2	20.6	26.4	14.0	19.9
股东净利润	3,081	3,714	4,695	5,354	6,418						
EBITDA	4,453	5,292	6,515	7,908	9,502	盈利能力 (%)					
资产负债表						毛利率	66.3	72.0	75.0	74.7	75.4
存货	3,045	2,536	3,565	3,948	4,663	净利润率	17.4	16.8	17.3	16.3	16.6
应收账款	2,065	2,259	3,040	3,406	4,178	EBIT 率	21.6	20.8	20.8	20.7	21.1
现金	4,336	4,118	5,098	6,778	9,148	EBITDA 率	25.1	23.9	24.1	24.0	24.5
其他	4,358	4,784	5,052	5,344	5,641						
流动资产	13,803	13,697	16,755	19,476	23,630	净负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
物业、厂房及设备	6,692	8,459	10,268	12,499	15,066						
无形资产及商誉	948	1,325	1,302	1,282	1,262	其他					
其他非流动资产	1,773	2,838	2,766	2,860	2,948	有效税率 (%)	(19.8)	(19.3)	(19.3)	(19.4)	(19.3)
非流动资产	9,413	12,621	14,336	16,641	19,275	ROAE (%)	21.7	21.2	22.0	21.2	21.6
总资产	23,217	26,318	31,090	36,116	42,905	ROAA (%)	14.9	15.0	16.4	15.9	16.2
贸易应付款项	1,619	1,111	1,873	1,802	2,411	存货周转率 (天)	143.1	167.1	164.5	164.5	164.5
短期借款	71	23	25	28	31	应收帐周转率 (天)	37.2	35.7	35.7	35.7	35.7
其他流动负债	5,557	5,103	5,528	6,555	7,776	应付帐周转率 (天)	87.4	80.5	80.5	80.5	80.5
流动负债	7,247	6,237	7,427	8,384	10,217						
长期借款	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	440	563	519	476	478						
非流动负债	440	563	474	476	478						
总负债	7,687	6,800	7,901	8,860	10,695						
股东权益	15,052	18,462	22,042	25,988	30,800						
非控股权益	477	1,056	1,146	1,268	1,410						
总权益	15,530	19,518	23,189	27,256	32,210						
净现金/(负债)	4,265	4,095	5,073	6,750	9,117						

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

图表 2: DCF 模型 (单位: 百万人民币)

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
EBIT	5,639	6,836	8,196	10,235	12,640	15,547	18,812	22,690	27,228	31,964
加: 折旧及摊销	876	1,072	1,262	1,493	1,844	2,268	2,744	3,211	3,692	4,246
减: 税费	(1,148)	(1,311)	(1,572)	(1,963)	(2,424)	(2,981)	(3,607)	(4,351)	(5,221)	(6,130)
营运资本变动	(975)	(305)	(358)	(424)	(524)	(644)	(779)	(912)	(1,049)	(1,206)
资本开支	(2,649)	(3,223)	(3,792)	(4,487)	(5,524)	(6,794)	(8,221)	(9,618)	(11,061)	(12,720)
自由现金流	3,693	3,679	4,453	5,702	7,060	8,684	10,507	12,843	15,686	18,566
税后债务成本	3.75%									
无风险利率	3.3%									
风险溢价	8.00%									
贝塔系数	1.0									
权益成本	11.25%									
加权平均资本成本	9.34%									
永续增长	4.00%									
终值	156,804									
终值的现值	68,048									
预期现金流总和	52,985									
企业价值	121,032									
股权价值 (人民币)	127,251									
股权价值 (港币)	146,552									
每股内涵价值(港币)	12.24									

资料来源: 中泰国际预测

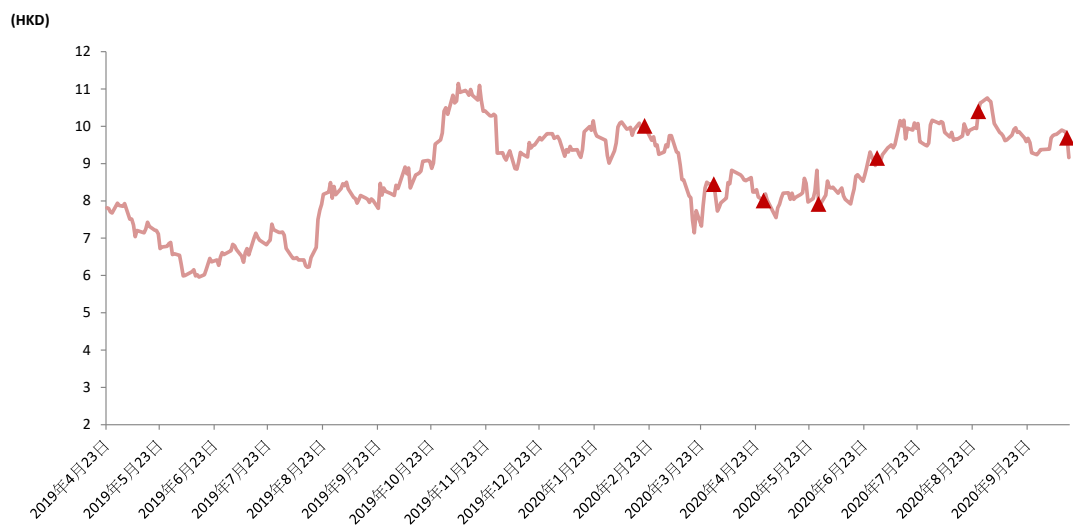
图表 3: 每股股权价格敏感性分析 (单位: 港元)

		永续增长率				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
WACC	8.4%	13.40	14.20	15.17	16.39	17.97
	8.9%	12.21	12.83	13.59	14.52	15.69
	9.3%	11.15	11.65	12.24	12.95	13.82
	9.8%	10.27	10.67	11.13	11.68	12.35
	10.3%	9.48	9.80	10.16	10.60	11.11

资料来源: 中泰国际预测

历史建议和目标价

石药集团 (1093) 股价表现及评级时间表



来源: 彭博, 中泰国际研究部

序号	日期	前收市股价	评级变动	目标价
1	2020 年 2 月 21 日	19.02	买入 (重新覆盖)	24.0
2	2020 年 3 月 31 日	16.22	买入	21.0
3	2020 年 4 月 28 日	15.38	买入	21.0
4	2020 年 5 月 29 日	15.2	买入	21.68
5	2020 年 7 月 2 日	14.64	买入	18.28
6	2020 年 8 月 27 日	16.64	买入	20.10
7	2020 年 10 月 16 日	9.69	买入	12.24

来源: 彭博, 中泰国际研究部。石药集团 (1093 HK) 于 2020 年 2 次送红股, 分别于 6 月 18 日及 10 月 15 日除净

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 5% 至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 5% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级:

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（“中泰国际”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，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。中泰国际不对因使用本报告的内容而导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。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他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，并不代表中泰国际或附属机构的观点。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，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886 传真： (852) 3979 2805