

香港
买入

市场共识评级*: 买入 7 持有 0 沽出 0

前收盘价:	HK\$6.96
目标价:	HK\$8.85
此前目标价:	HK\$8.40
上升/下跌空间:	27.2%
CGS-CIMB / 市场共识:	na
路透股票代码:	
彭博股票代码:	2005 HK
市值:	US\$2,672m
	HK\$20,978m
平均每日成交额:	US\$4.10m
	HK\$32.3m
目前发行在外股数	2,830m
自由流通量	47.4%
*来源: 彭博	



来源: 彭博

股价表现	1M	3M	12M
绝对表现 (%)	-4.8	5	9.4
相对表现 (%)	-5.9	-3.6	18.3

主要股東	持股百分比
Mr. Qu Jiguang	33.8

石四药集团

2019年盈利可见度高；维持「买入」评级

- 2018年业绩符合盈喜公告和市场预期。
- 虽然由于2017年下半年高基数效应（由于2017年四季度开始的流感和2017年三季度开始的大输液产品挂网采购提价），2018年下半年的利润增长放缓，但公司的增长前景仍然不变，主要是由于预期大输液产品平均售价稳定，新产品预期快速放量（尤其安瓿瓶和盐酸莫西沙星注射液等），以及更多治疗性输液产品的销售占比。
- 我们分别上调了2019年和2020年盈利预测5%和9%，主要是由于增值税减税（从16%到13%）以及公司的盈利可见度高，我们维持「买入」评级，目标价为8.85港元（22倍2019年市盈率）。

2018年业绩：利润率改善，资产负债表更健康

2018年，石四药总收入的96%来自静脉输液解决方案销售。公司2018年收入为41.8亿港元，同比增长35.9%，符合我们预测的41.6亿港元。股东应占溢利为9.11亿港元，同比增长37%，也符合其盈喜公告（8.84亿港元至9.3亿港元），我们预估为9.15亿港元，市场预期为9.16亿港元。公司2018年四季度利润为2.65亿港元（同比增长26%），增长低于2018年上半年的55%，但高于2018年第三季度的20%。由于销售额增加，毛利率从2017年的58.7%提高至2018年的62.3%，主要由于高利润率的非PVC软袋和直立袋的销售上升。2018年下半年利润增长放缓是由于2017年三季度在线招标和2017年四季度流感爆发期间输液产品的平均售价上涨导致2017年下半年的基数较高。就销量而言，石四药在2018年售出14.6亿瓶/袋，同比增长12.5%，较最初15亿瓶/袋的目标低2.7%。石四药的应收账款情况保持健康，应收账款天数从2017年的90天改善至2018年的79天。净负债权益比率从2017年底的30.5%下降至2018年底的13.8%。

2019年盈利可见度高

- 管理层在2019年设定了16亿瓶/袋的销量目标（同比增长10%），符合我们的预期。我们预计这一增长目标将通过以下方式实现：1）新产品的贡献—公司在2018年获得了15项生产批准，我们预计，直立软袋中的盐酸莫西沙星氯化钠注射液、醋酸钠林格和氨溴索可在2019年快速贡献销售；2）石四药专注于在某些省份扩张销售渠道（特别是江苏、上海、山西和内蒙古），这些省份的销量将会增加；3）输液行业的持续整合。
- 除了销量增长外，我们预计公司输液产品的平均售价将保持稳定，这是考虑到：1）治疗输液解决方案销售比例增加（集中在各个领域包括慢性病、循环系统、急诊麻醉疗法、解热和镇痛疗法，以及新的抗感染治疗）；2）输液产品的平均售价已经很低，而且它们正在进行在线招标而不是集中采购。
- 我们预计针对口服的化学仿制药的带量采购对石四药的输液注射产品的影响有限。

上调盈利预测；维持「买入」评级

我们将2019/20年盈利预测分别上调5.0/9.0%，基于1）估计2019/2020年增值税税率从16%削减至13%会带来约5,000万港元/7,000万港元的收益，相当于我们2019/20年利润预测的约4.4%/3.7%（已考虑客户共享的部分利益）；2）预计安瓿中小液体注射产品将实现较快增长（预计安瓿收入将从2018年的约1亿元增加一倍至2019年的约2亿元人民币）。此外，我们预计新推出的产品（特别是盐酸莫西沙星氯化钠注射液）将在2019年开始迅速贡献收入；3）我们对2020年利润预测的调升幅度高于2019年，因为我们预计新产品在2020年首次出货和营销后的增长速度将快于2019年。由于上调了盈利预测，我们将目标价由8.4港元（22倍2019年市盈率）相应上调至8.85港元（22倍2019年市盈率）。维持「买入」。

分析员

何霜霖
 T (852) 3698 6320
 E harryhe@chinastock.com.hk
王志文
 T (852) 3698 6317
 E cmwong@chinastock.com.hk

Y/E Dec 31	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
收入 (百万港元)	2,361	3,076	4,181	4,850	5,526
核心净利润 (百万港元)	490	665	912	1,143	1,357
核心净利润率 (%)	20.7	21.6	21.8	23.6	24.5
每股核心盈利	0.173	0.234	0.321	0.402	0.478
百分比变动	25.0	35.3	37.2	25.3	18.7
市净率 (倍)	40.2	29.7	21.7	17.3	14.6
市净率 (倍)	7.3	5.6	4.5	3.7	3.1
股本回报率	19.3	21.5	23.2	23.7	23.5
EV/EBITDA (倍)	23.3	18.5	14.1	11.3	9.4

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

Hong Kong
BUY

Consensus ratings*: Buy 7 Hold 0 Sell 0

Current price:	HK\$6.96
Target price:	HK\$8.85
Previous target:	HK\$8.40
Up/downside:	27.2%
CGS-CIMB / Consensus:	na
Reuters:	
Bloomberg:	2005 HK
Market cap:	US\$2,672m
	HK\$20,978m
Average daily turnover:	US\$4.10m
	HK\$32.3m
Current shares o/s:	2,830m
Free float:	47.4%

*Source: Bloomberg



Price performance	1M	3M	12M
Absolute (%)	-4.8	5	9.4
Relative (%)	-5.9	-3.6	18.3

Major shareholders	% held
Mr. Qu Jiguang	33.8

SSY Group

High earnings visibility in 2019; Maintain BUY

- The 2018 results were in line with the positive profit alert and Street expectations.
- Although 2H2018 witnessed a slowdown in profit growth due to the high base effect, this does not change SSI's promising outlook on the basis of the expected stable ASP of IV products, fast ramp-up of new products, and improving product mix.
- Maintain BUY on high earnings visibility, with a target price of HK\$8.85.

2018 results: margin improvement and healthier balance sheet

In 2018, 96% of SSI's revenue came from intravenous infusion solutions (IV) sales. SSI reported 2018 revenue of HK\$4.18bn, up 35.9% YoY, which was in line with our forecast of HK\$4.16bn. Net profit attributable to shareholders came in at HK\$911m, up 37% YoY, also in line with its positive profit alert (ranging from HK\$884m to HK\$930m), our estimate of HK\$915m, and market consensus of ~HK\$916m. The Company's Q4 2018 profit was HK\$265m (+26% YoY), down from 55% YoY in 1H2018, but up from 20% in Q3 2018. The gross margin improved from 58.7% in 2017 to 62.3% in 2018 on more sales of high-margin non-PVC soft bags and upright bags. The 2H2018 profit growth slowdown was due to the high base effect of 2H2017 as a result of the ASP hike for IV products during the online tendering in Q3 2017 and the flu outbreak in Q4 2017. In terms of volume, SSI sold 1.46bn bottles/bags in 2018, up 12.5% YoY, slightly missing the original target of 1.5bn bottles/bags by 2.7%. SSI's receivables remained healthy with receivable days improving from 90 days in 2017 to 79 days in 2018. The net debt to equity ratio came down from 30.5% at end-2017 to 13.8% at end-2018.

High earnings visibility in 2019

- Management set a volume target of 1.6bn bottles/bags for 2019 (up 10% YoY), which is in line with our expectation. We expect this volume growth target to be achieved via 1) contribution from new products. SSI obtained 15 production approvals in 2018, of which we expect *Moxifloxacin Hydrochloride Sodium Chloride Injection*, *Sodium Acetate Ringer* and *Ambroxol in upright soft bags* to contribute sales quickly in 2019; 2) volume ramp-up in provinces where SSI focused on channel expansion (especially Jiangsu, Shanghai, Shanxi and Inner Mongolia); and 3) the IV industry's continued consolidation.
- In addition to volume growth, we expect stable ASP for SSI's IV products, considering 1) the increased proportion of therapeutic infusion solution sales (focusing on various fields, including chronic diseases, circulatory system, emergency anesthesia therapy, antipyretic and analgesic therapy, and the new anti-infective therapy); and 2) the fact that the ASP of IV products is already very low, and they are undergoing online tendering rather than centralized purchasing.
- We expect the Group Purchasing Organization (GPO), which is targeting oral chemical generics, to have a limited impact on SSI's IV injection products.

Earnings upward adjustment; Maintain BUY

We revised up our 2019/20E profit estimates by 5.0/9.0%, respectively, on the basis of 1) estimated benefits from a VAT cut from 16% to 13% to be ~HK\$50m/HK\$70m in 2019/2020 respectively, equivalent to ~4.4%/3.7% of our 2019/20E estimated profit (already considered partial benefits shared by customers); and 2) an expected faster ramp-up of small liquid injection products in ampoule (ampoule revenue is expected to double to ~RMB200m in 2019 from ~RMB100m in 2018). Also, we expect newly launched products, especially *Moxifloxacin Hydrochloride Sodium Chloride Injection* to quickly start contributing revenue in 2019; and 3) we adjusted upward our 2020E profit more than that of 2019E as we expect new products to grow faster in 2020E than in 2019 after their initial channel shipment and marketing. We lift our Target Price accordingly from HK\$8.4 (22x 2019E PER) to HK\$8.85 (22x 2019 PER) on higher earnings projections. Maintain BUY.

Analyst(s)
Harry He

 T (852) 3698 6320
 E harryhe@chinastock.com.hk

Wong Chi Man

 T (852) 3698 6317
 E cmwong@chinastock.com.hk

Y/E Dec 31	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
Turnover (HK\$ m)	2,361	3,076	4,181	4,850	5,526
Core net profit (HK\$ m)	490	665	912	1,143	1,357
Core net margin (%)	20.7	21.6	21.8	23.6	24.5
Core EPS (HK\$)	0.173	0.234	0.321	0.402	0.478
% Change	25.0	35.3	37.2	25.3	18.7
PER (x)	40.2	29.7	21.7	17.3	14.6
PBR (x)	7.3	5.6	4.5	3.7	3.1
ROE (%)	19.3	21.5	23.2	23.7	23.5
EV/EBITDA (x)	23.3	18.5	14.1	11.3	9.4

SOURCES: CGIS RESEARCH, COMPANY DATA, BLOOMBERG

BY THE NUMBERS

Profit and Loss					
As at Dec 31					
(HK\$m)	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
<i>Glass bottles</i>	225	321	469	515	551
<i>PP bottles</i>	501	590	814	821	864
<i>Non-PVC+Upright</i>	1,338	1,874	2,413	2,996	3,556
<i>Others</i>	298	292	485	518	554
Revenue	2,361	3,076	4,181	4,850	5,526
Cost of goods sold	(1,144)	(1,269)	(1,574)	(1,710)	(1,921)
Gross profit	1,217	1,807	2,606	3,140	3,605
Marketing expenses	(373)	(656)	(1,230)	(1,392)	(1,578)
Admin & other expenses	(268)	(306)	(336)	(436)	(470)
Operating profit	576	845	1,040	1,312	1,557
Other gains / (losses)	65	6	73	66	64
Gain/(losses) from JV	(2)	-	-	-	-
Gain on disposal of investment in JV	1	-	-	-	-
Net interest income / (expense)	(52)	(54)	(34)	(33)	(25)
Pretax income	588	797	1,079	1,345	1,597
Income taxes	(98)	(134)	(165)	(202)	(239)
Discontinued business	0	0	0	0	0
Non-controlling interests	(1)	1	(3)	(1)	(1)
Net profit	490	665	912	1,143	1,357
Core net profit	490	665	912	1,143	1,357
EBIT	638	853	1,108	1,377	1,620
EBITDA	885	1,110	1,411	1,754	2,030
EPS (HK\$)	0.173	0.234	0.321	0.402	0.478
Core EPS (HK\$)	0.173	0.234	0.321	0.402	0.478
DPS (HK\$)	0.055	0.070	0.090	0.113	0.134

Cash Flow					
As at Dec 31					
(HK\$m)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
Profit before tax	588	797	1,079	1,345	1,597
Depr & amortization	247	256	303	377	410
Change in working cap.	(216)	(424)	168	(597)	(236)
Income tax paid	(98)	(134)	(165)	(202)	(239)
Others	(183)	(3)	(17)	(14)	(17)
Operating cash flow	338	492	1,369	910	1,514
Capex	(347)	(505)	(610)	(550)	(450)
Change in other assets	444	3	17	14	17
Investment cash flow	97	(501)	(593)	(536)	(433)
Net change in debt	(253)	131	(449)	105	(400)
Others	(74)	(163)	(208)	(267)	(334)
Financing cash flow	(327)	(32)	(657)	(162)	(734)
Net change in cash	108	(41)	119	212	346
Cash at beginning of the year	339	447	687	902	1,114
Effect from foreign exchange	0	0	0	0	0
Cash at the end of the year	447	687	902	1,114	1,461

SOURCES: CGIS RESEARCH, COMPANY DATA, BLOOMBERG

BY THE NUMBERS... cont'd

Balance Sheet					
As at Dec 31	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
(HK\$m)					
Cash & cash equivalents	447	687	902	1,114	1,461
Inventories	278	398	423	459	516
Accounts receivable	857	1,231	1,271	1,552	1,768
Others	97	196	511	511	511
Current assets	1,680	2,511	3,107	3,637	4,256
Property, plant and equipment	2,393	2,549	2,879	3,025	3,040
Intangible assets	419	517	499	531	562
Others	253	327	395	390	384
Non-current assets	3,065	3,393	3,773	3,946	3,986
Total assets	4,744	5,904	6,881	7,583	8,242
Accounts payable	174	194	149	188	211
ST borrowings	633	900	448	500	400
Others	289	406	802	483	496
Current liabilities	1,096	1,500	1,399	1,171	1,107
Long-term debts	935	848	1,046	1,100	800
Others	29	69	57	57	57
Long-term liabilities	964	917	1,104	1,157	857
Total liabilities	2,060	2,417	2,502	2,328	1,965
Shareholders' equity	2,676	3,475	4,238	5,114	6,136
Minority interests	8	11	140	140	141
Total equity	2,684	3,487	4,378	5,254	6,277

Key Ratios					
As at Dec 31	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
Growth (% YoY)					
Sales	6.3	30.3	35.9	16.0	13.9
Operating profit	18.3	32.9	30.8	23.7	17.7
EBITDA	17.1	25.3	27.1	24.3	15.7
Core net profit	21.3	35.8	37.2	25.3	18.7
Core EPS	25.0	35.3	37.2	25.3	18.7
Profitability (%)					
Gross margin	51.6	58.7	62.3	64.7	65.2
Operating margin	27.1	27.7	26.6	28.4	29.3
EBITDA margin	37.5	36.1	33.7	36.2	36.7
Core net profit margin	20.7	21.6	21.8	23.6	24.5
ROA	10.0	12.5	14.3	15.8	17.1
ROE	19.3	21.5	23.2	23.7	23.5
Balance sheet ratios					
Current ratio (X)	1.5	1.7	2.2	3.1	3.8
Quick ratio (X)	0.4	0.5	0.9	1.3	1.7
Cash ratio (X)	0.4	0.5	0.7	1.0	1.4
Trade & bill receivables days	101.3	89.5	78.8	76.7	79.2
Trade & bill payable days	71.0	48.3	39.0	35.2	36.9
Inventory turnover days	89.5	97.2	95.1	94.1	92.6
Total debt to equity ratio (%)	58.4	50.2	34.1	30.5	19.1

SOURCES: CGIS RESEARCH, COMPANY DATA, 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、其子公司及附属公司(“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)乃中国银河国际金融控股有限公司、其子公司及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，除特别注明外，该等权益的合计总额相等于或低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。

银河国际证券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，银河国际证券可能在过去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。

中国银河国际已设置相关制度，以消除、避免和管理与研究报告编制相关的任何潜在利益冲突。负责本报告的研究分析师作为独立团队的一部分，与银河国际证券投资银行职能是独立运作，相关制度亦能确保研究或投资银行职能所持有的机密信息得到适当处理。

分析员保证

主要负责撰写本报告的分析师确认 (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，分析师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