

香港

持有 (不变)

市场共识评级*: 买入 32 持有 6 沽出 0

前收盘价:	HK\$14.16
目标价:	HK\$15.20
前目标价:	HK\$13.0
上升/下跌空间:	7.7%
CGS-CIMB / 市场共识:	N/A
路透股票代号:	
彭博股票代号:	1093 HK
市值:	US\$11,303m
	HK\$88,307m
平均每日成交额:	US\$50.51m
	HK\$402.7m
目前发行在外股数	6,055m
自由流通量	70.0%
*来源: 彭博	



来源: 彭博

主要股东	持股百分比
蔡东晨及管理层	30.0

石药集团

反弹浪中保持理性

- 我们估计，公司二季度利润增长会超过 20%，同时创新药收入亦强劲增长。但是，仿制药的收入仍可能由于销售团队重组而受限。
- 第二轮带量采购或对公司有一些正面影响，特别是政策允许出现三名中标者（而不是之前政策所规定，只有价格最低的投标者中标）。
- 根据现有信息，我们估计第二轮带量采购对石药的盈利负面影响将低于 1%，但实际影响可能更大，因为一些细节仍未清晰。
- 其他政策不确定性亦仍然限制股份的上升空间。在近日股价上涨后，我们建议逐步卖出股份获利。在政策信息更为清晰后，将会有较佳的再进场机会。我们维持财务预测和「持有」评级。
- 我们将目标价从 13.0 港元（19 倍 2019 年市盈率，较平均值低一个标准差）上调至 15.2 港元（22 倍 2019 年市盈率，接近平均值），以反映第二轮带量采购的忧虑稍为缓解。

板块投资情绪会否继续改善？

近日板块情绪改善，我们认为主要是受到第二轮带量采购的消息提振，因政策提出每款带量采购药物允许三名中标者（对比之前政策规定，只有价格最低的投标者中标）。然而，对此我们不应过于乐观，因为：1）第二轮带量采购将以“4+7”方式定为上限；2）中标者数目设为三名，亦不会减轻一些已有三家或以上生产商通过生物等效性试验（BE）的药物（共同药物）的价格压力，这些药物包括阿托伐他汀、瑞舒伐他汀、氨氯地平、恩替卡韦、头孢呋辛、替诺福韦和蒙脱石等 25 种药物。因此我们认为，这些负面因素可能会限制股价反弹空间。

市场可能忽略了第二轮带量采购的两个主要问题

我们认为，第二轮带量采购仍未解决两个主要问题，其相关风险可能被市场忽视：

- 三位中标者将如何分配市场份额？如何确保全国范围的供应？我们担心如果三名中标者无法满足全国供应，将会引入更多供应商。如果选出更多公司，是否会进一步降价？
- 对于第一轮带量采购 25 种药物以外的药物，价格上限如何设定？这个问题尚未清楚，所以现时这增加了潜在风险。

第二轮带量采购对盈利即时带来的负面影响很小.....

第二轮带量采购将直接影响石药的三款仿制药：1）氯吡格雷（预计石药将是乐普和信立泰之后第三家通过等效性试验的公司，因此如果允许三名中标者，石药可以获得一定的市场份额）；2）头孢呋辛（已经有五家公司通过了等效性试验 - 苏州中化、白云山、联邦制药、国药控股和成都倍特，所以尽管石药已完成等效性试验，公司可能会放弃参与该药的竞争）；3）伊马替尼（只有豪森药业完成等效性试验，因此石药很可能继续进行伊马替尼的等效性试验）。总体而言我们估计，氯吡格雷和伊马替尼的市场份额增加以及头孢呋辛市场份额流失，对公司盈利的负面影响低于 1%。

.....但其他政策风险仍然存在；宜等待较佳的再进场机会

鉴于上述讨论，我们认为这轮反弹可能不会持续很长时间，因为政策不确定性仍限制反弹空间（即与第二轮带量采购相关的一些细节仍不清晰，最终细节可能仍会令市场失望；诊断相关分组（DRG）；辅助药物清单；对 77 家生产商的会计检查亦有机会增添负面情绪）。因此，我们建议投资者逐步卖出获利。在政策信息更为清晰后，将会有较佳的再进场机会。

Y/E Dec 31	2016*	2017*	2018*	2019E	2020E
收入 (百万人民币)	10,572	13,446	18,610	21,631	24,833
核心净利润 (百万人民币)	1,796	2,409	3,234	3,804	4,529
核心净利润率 (人民币)	17.0	17.9	17.4	17.6	18.2
每股核心盈利 (人民币)	0.30	0.40	0.52	0.61	0.73
同比变动	24.1	31.3	31.0	17.7	19.1
市盈率 (倍)	40.2	31.1	24.2	20.0	16.4
市净率 (倍)	8.3	5.5	4.9	4.1	3.4
EV/EBITDA (倍)	25.3	19.0	15.2	12.4	9.9
股本回报率 (%)	22.2	21.8	22.5	23.5	24.0

*历史数据由中国银河国际证券研究部重列，仅供参考

来源: 公司, 中国银河国际证券研究部

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

Hong Kong

HOLD (unchanged)

Consensus ratings*: Buy 32 Hold 6 Sell 0

Current price: HK\$14.16
 Target price: HK\$15.20
 Previous target: HK\$13.0
 Up/downside: 7.7%
 CGS-CIMB / Consensus: N/A

Reuters:
 Bloomberg: 1093 HK
 Market cap: US\$11,303m
 HK\$88,307m
 Average daily turnover: US\$50.51m
 HK\$402.7m
 Current shares o/s: 6,055m
 Free float: 70.0%
 *Source: Bloomberg



Source: Bloomberg

Major shareholders % held
 Cai Dongchen and management 30.0

CSPC Pharmaceutical

Keep calm in the rebound

- We expect >20% profit growth in Q2 2019 with robust revenue growth from innovative drugs. But the top line of generics may still be capped by sales team restructuring.
- There are some positives in the 2nd round of the Group Purchasing Organization (GPO), especially since 3 winners are allowed (vs. only the lowest bidder previously).
- Based on the information available, we estimate that the earnings impact of the 2nd round of the GPO on CSPC will be <1%. But the actual impact may be bigger as some details remain unclear.
- Other policy headwinds are still there to cap the upside. We suggest gradual profit taking on this rebound. A better revisit opportunity will emerge after policy clarification.
- We maintain our financial forecasts and the HOLD rating. We lift our target price from HK\$13.0 (19x 2019E PER, 1sd below average) to HK\$15.2 (22x 2019E PER, close to the average) to reflect less concern about the 2nd round of the GPO on CSPC.

Will the improving sentiment on the sector continue?

We believe the recent improved sector sentiment is mainly due to news about the 2nd round of the GPO, with 3 winners (vs. only the lowest bidder previously) allowed for each GPO drug. But we should not get overly positive because 1) the 2nd round of the GPO will set the "4+7" bidding price as ceiling; 2) 3 winners will not ease the price pressure on drugs (common name) for which 3 or more manufacturers have passed Bioequivalence (BE), including *Atorvastatin*, *Rosuvastatin*, *Amlodipine*, *Entecavir*, *Cefuroxime*, *Tenofovir* and *Montmorillonite* among the 25 drugs. Therefore, we believe these negatives may cap the rebound.

Market may have missed 2 major issues in the 2nd round of the GPO

In our view, 2 major issues have still not been addressed in the 2nd round of the GPO, whose associated risks may be ignored by the market:

- How will market share be allocated among the 3 winners and how will nationwide supply be secured? We are concerned that if the 3 winners cannot meet nationwide supply, more suppliers will be introduced. If more companies are chosen, will there be further price cuts?
- How will the price ceiling be set for drugs other than the 25 drugs in the 1st round? This issue is not clear at all, so at this stage it adds potential risk.

Small immediate earnings impact caused by 2nd round of the GPO...

The 2nd round of the GPO will directly impact CSPC's three generics: 1) *Clopidogrel* (CSPC is expected to be the third one to pass BE after Lepu and Xinlitai, so CSPC can gain certain market share if 3 winners are allowed); 2) *Cefuroxime* (already 5 players passed BE – Suzhou Zhonghua, Baiyunshan, United Labs, Sinopharm and Chengdu Beite – so CSPC may give up competing in this drug despite having already completed BE); and 3) *Imatinib* (only Jiangsu Hansoh completed BE, so CSPC is likely to continue *Imatinib*'s BE). Overall, we estimate the trade-off effect of *Clopidogrel* and *Imatinib*'s market share gain and *Cefuroxime*'s market share loss to have <1% earnings impact.

...But other policy risks remain; wait for a better revisit opportunity

Given above discussion, we believe the rebound may not last long, as policy headwinds are still there to cap the rebound (i.e. some details related to the 2nd round of the GPO remain unclear, which may still result in a negative surprise; the Diagnosis Related Groups (DRGs); the adjuvant drug list; and potential negative updates on the accounting inspection of 77 manufacturers). We thus suggest investors gradually take profit on this rebound. A better opportunity to revisit will emerge after more policy clarification.

Y/E Dec 31	2016*	2017*	2018*	2019E	2020E
Revenue (RMBm)	10,572	13,446	18,610	21,631	24,833
Core net profit (RMBm)	1,796	2,409	3,234	3,804	4,529
Core net margin (%)	17.0	17.9	17.4	17.6	18.2
Core EPS (RMB)	0.30	0.40	0.52	0.61	0.73
YoY change	24.1	31.3	31.0	17.7	19.1
PER (x)	40.2	31.1	24.2	20.0	16.4
PBR (x)	8.3	5.5	4.9	4.1	3.4
EV/EBITDA (x)	25.3	19.0	15.2	12.4	9.9
ROE(%)	22.2	21.8	22.5	23.5	24.0

* Historical numbers are restated into RMB by CGIS Research for reference only

SOURCES: Company, CGIS Research

Analysts

Harry He

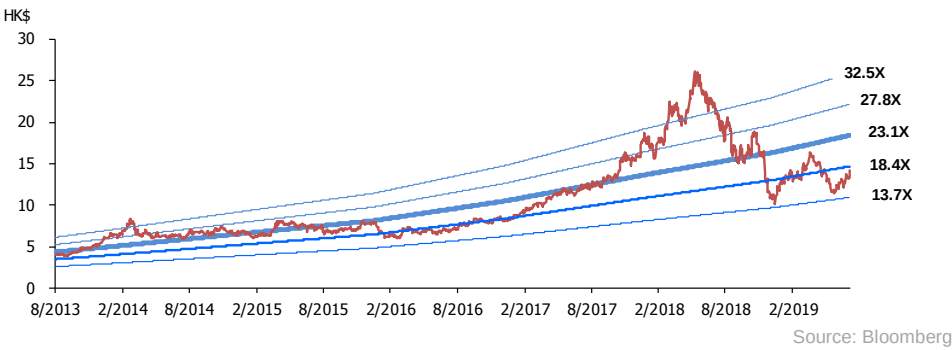
T (852) 3698 6320
 E harryhe@chinastock.com.hk

Wong Chi Man

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

Figure 1: Historical PE band

In early January 2019, the healthcare sector hit bottom after the plunge in Dec 2018, triggered by stronger-than-expected ASP cuts in the first round of the GPO. CSPC was trading at as low as 14x forward PER, 2sd lower than its historical average.



BY THE NUMBERS

Profit and Loss					
Year ended Dec 31					
(RMB m)	2016*	2017*	2018*	2019E	2020E
<i>Innovative drugs</i>	4,080	5,724	9,154	12,532	15,696
<i>Generics</i>	3,584	4,167	5,495	5,674	5,752
<i>Bulk medicines</i>	2,908	3,555	3,961	3,426	3,385
Revenue	10,572	13,446	18,610	21,631	24,833
Cost of goods sold	(5,180)	(5,319)	(6,297)	(6,671)	(7,901)
Gross profit	5,392	8,127	12,312	14,960	16,932
Other gains / (losses)	91	105	298	173	199
Marketing expenses	(2,383)	(3,804)	(6,485)	(8,047)	(8,940)
Admin expenses	(473)	(593)	(708)	(822)	(869)
R&D and other expenses	(363)	(807)	(1,401)	(1,547)	(1,716)
Operating profit	2,265	3,028	4,016	4,717	5,606
Net interest income / (expense)	(36)	(23)	(77)	26	37
Share of results of JV & associates	24	9	46	13	14
Non-operating items	0	0	0	0	0
Pretax income	2,252	3,013	3,984	4,756	5,657
Income taxes	(446)	(596)	(773)	(927)	(1,103)
Non-controlling interests	11	8	(23)	25	25
Net profit	1,796	2,409	3,234	3,804	4,529
Core net profit	1,796	2,409	3,234	3,804	4,529
EBITDA	2,763	3,648	4,673	5,494	6,478
EPS (RMB)	0.301	0.395	0.518	0.610	0.726
Core EPS (RMB)	0.301	0.395	0.518	0.610	0.726
DPS (RMB)	0.103	0.130	0.159	0.183	0.218

Cash Flow					
Year ended Dec 31					
(RMB m)	2016*	2017*	2018*	2019E	2020E
Profit before tax	2,252	3,013	3,984	4,756	5,657
Depr & amortization	436	568	621	764	860
Change in working cap.	94	(1,293)	65	(645)	(144)
Income tax paid	(410)	(596)	(773)	(927)	(1,103)
Others	120	(38)	(107)	(63)	(64)
Operating cash flow	2,493	1,653	3,789	3,885	5,206
Capex	(945)	(1,713)	(2,198)	(1,983)	(1,723)
Change in other assets	(193)	511	44	50	50
Investment cash flow	(1,138)	(1,203)	(2,154)	(1,933)	(1,672)
Net change in debt	(278)	(131)	63	(69)	0
Others	(109)	1,423	(809)	(969)	(1,112)
Financing cash flow	(387)	1,291	(745)	(1,038)	(1,112)
Net change in cash	968	1,742	890	914	2,421
Cash at beginning of the year	1,965	2,813	4,635	4,247	5,031
Effect from foreign exchange	(168)	0	0	0	0
Cash at the end of the year	2,765	4,555	4,360	5,161	7,452

SOURCES: CGIS RESEARCH, COMPANY DATA, BLOOMBERG

BY THE NUMBERS... cont'd

Balance Sheet					
As at Dec 31	2016*	2017*	2018*	2019E	2020E
(RMB m)					
Cash & cash equivalents	2,767	4,558	4,363	5,164	7,455
Inventories	1,652	2,522	3,062	3,135	3,714
Receivable	2,607	3,314	3,864	4,326	4,967
Others	176	1,462	2,592	2,525	2,461
Current assets	7,203	11,856	13,881	15,150	18,597
Property, plant and equipment	4,628	5,793	6,730	7,402	7,777
Intangible assets	68	90	812	1,163	1,435
Others	716	993	1,925	1,888	1,855
Non-current assets	5,412	6,876	9,466	10,454	11,067
Total assets	12,616	18,733	23,348	25,604	29,664
Accounts payable	2,597	3,977	6,229	6,137	7,246
ST borrowings	767	806	71	0	0
Others	127	226	988	962	938
Current liabilities	3,491	5,009	7,288	7,099	8,184
Long-term debts	205	52	0	0	0
Others	208	274	443	431	420
Long-term liabilities	414	326	443	431	420
Total liabilities	3,905	5,335	7,731	7,531	8,605
Shareholders' equity	8,639	13,324	15,137	17,581	20,554
Minority interests	72	74	480	492	505
Total equity	8,711	13,398	15,617	18,073	21,059

Key Ratios					
Year ended Dec 31	2016*	2017*	2018*	2019E	2020E
Growth (% YoY)					
Sales	8.6	27.2	38.4	16.2	14.8
Operating profit	22.3	33.7	32.6	17.5	18.8
EBITDA	21.3	32.0	28.1	17.6	17.9
Core net profit	25.2	34.2	34.3	17.6	19.1
Core EPS	24.1	31.3	31.0	17.7	19.1
Profitability (%)					
Gross margin	51.0	60.4	66.2	69.2	68.2
Operating margin	21.4	22.5	21.6	21.8	22.6
EBITDA margin	26.1	27.1	25.1	25.4	26.1
Core net profit margin	17.0	17.9	17.4	17.6	18.2
ROA	14.2	12.9	13.9	14.9	15.3
ROE	22.2	21.8	22.5	23.5	24.0
Balance sheet ratios					
Current ratio (X)	2.1	2.4	1.9	2.1	2.3
Quick ratio (X)	0.8	1.0	0.9	1.2	1.5
Cash ratio (X)	0.8	1.0	0.9	1.2	1.5
Trade & bill receivables days	93	81	71	68	67
Trade & bill payable days	178	227	298	334	306
Inventory turnover days	113	144	163	167	156
Total debt to equity ratio (%)	11.2	6.4	6.0	5.0	5.0

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。

我们的评级机制将由「买入、沽出、持有」更改为「增持、减持、持有」。请参阅以下所列的评级定义。

评级指标 (现有机制(从2019年9月1日将全面由新机制取代))

- 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

评级指标 (新机制)

- 增持：预计股份未来12个月的总回报超过10%
- 减持：预计股份未来12个月的总回报为0%或以下
- 持有：预计股份未来12个月的总回报为0%至10%

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