

石药集团 (1093 HK)

增长势头不减

石药集团公布 1Q19 业绩，并改以人民币结算以便比较。公司总收入/净利润增长 25.6%/ 28.8%，达到我们全年预测的 24.3%/ 24.5%，大致符合预期。我们维持先前盈利预测，2018-21 年的销售及净利润复合年增长率分别为 23% 及 21.7%。我们重申买入评级，12 个月目标价维持在 20.80 港元，仍有 50.3% 上行潜力。

- 1Q19 业绩符合预测。**1Q19 收入为 55 亿元（人民币，下同），同比上升 25.6%，其中创新药/普药/原料药增长 54.3%/ 2.4%/ 4.1%。由于供应充足，原料药平均售价下降。公司 1Q19 总毛利率因而提升 5.7 个百分点至 69.9%，主要因为创新药收入占比提升至 54%（对比 1Q18 的 44%）。研发税收减免增加，有效税率下降 1.6 个百分点至 18.2%。因此，净利润率上升 0.4 个百分点至 17.3%，净利润增长 28.8%。1Q19 收入和净利润达到我们全年预测的 24.3%/ 24.5% 和一致预期的 25%/ 24.4%。1Q19 业绩整体符合预期。
- 创新药物增长强劲。**创新药物成为公司 1Q19 的主要增长动力。恩必普在 1Q19 维持 32.1% 的增长，预计 2019 全年可保持 30% 左右的增长鉴于公司向县级医院和社区医疗中心等低级别医疗市场拓展。肿瘤药品大幅增长 208%，当中多美素和津优力均增长翻倍。克艾力更录得 2.5 亿销售额，在加强学术推广及大机率纳入国家医保目录情况下，预料克艾力将在 2019 年实现 10 亿左右的销售额。
- 第二批带量集采预计影响较小。**受销售团队重组及销售渠道调整影响，普药增长较弱。不过，管理层对普药仍持乐观态度，表示已通过一致性评价品种的销售额占总体普药销售比重较小，对整体增长影响有限。
- 在研及即将推出项目。**公司将于 2H19 提交 Anti-CD20 mAb 新药申请，并计划在 2020 年就 PI3K 向国家药监局提交申请。PD-1 和白蛋白紫杉醇联合治疗正处于三期临床试验阶段。在新剂型药品方面，公司目标在 2020 年推出销售峰值过 10 亿的注射用两性霉素 B 胆固醇硫酸酯复合物。研发投入持续增加，2019 年研发开支预料为 17 亿至 18 亿元。
- 重申买入，目标价维持在 20.80 港元。**我们维持先前盈利预测，预计 2019/20 年收入增长 24.8%/ 22.6%，净利润将增长 23.3%/ 23.9%。石药目前 2019 年预测市盈率为 19 倍，相对同业平均的 18.8 倍，估值十分吸引。**催化剂：**1) 药物纳入国家医保目录，2) 新产品推出较预期早。

财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY17A | FY18A | FY19E | FY20E | FY21E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元人民币) | 13,298 | 18,085 | 22,567 | 27,673 | 33,656 |
| 同比增长(%) | 8 | 36 | 25 | 23 | 22 |
| 净收入(百万元人民币) | 2,396 | 3,156 | 3,891 | 4,821 | 5,692 |
| 每股盈利(元人民币) | 0.38 | 0.51 | 0.62 | 0.77 | 0.91 |
| 每股盈利变动(%) | 8.9 | 31.7 | 23.3 | 23.9 | 18.1 |
| 市盈率(倍) | 31.0 | 23.5 | 19.1 | 15.4 | 13.1 |
| 市帐率(倍) | 5.6 | 5.0 | 4.2 | 3.5 | 2.9 |
| 股息率(%) | 1.1 | 1.4 | 1.8 | 2.2 | 2.6 |
| 权益收益率(%) | 18.1 | 21.4 | 21.9 | 22.6 | 22.3 |
| 净负债率(%) | 现金 | 现金 | 现金 | 现金 | 现金 |

资料来源：公司及招银国际证券预测；注意：港币兑换人民币以 0.86 计价

买入 (维持)

| | |
|---------|-----------|
| 目标价 | HK\$20.80 |
| (此前目标价) | HK\$20.80 |
| 当前股价 | HK\$13.88 |
| 潜在升幅 | +50.3% |

中国医药行业

葛晶晶

(852) 3761 8778
abcd@cmbi.com.hk

公司数据

| | |
|----------------|------------|
| 市值(百万港元) | 86,311 |
| 3 月平均流通量(百万港元) | 481.89 |
| 52 周内股价高/低(港元) | 26.75/9.90 |
| 总股本(百万) | 6,236.3 |

资料来源：彭博

股东结构

| | |
|-----|--------|
| 管理层 | 29.94% |
| 花旗 | 5.87% |
| 黑石 | 4.75% |
| 流通股 | 59.44% |

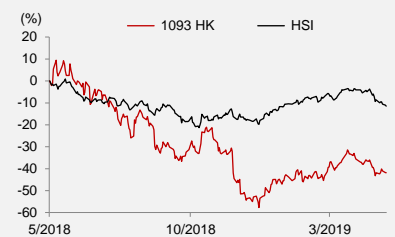
资料来源：港交所

股价表现

| | 绝对回报 | 相对回报 |
|-----|--------|--------|
| 1-月 | -9.6% | -2.6% |
| 3-月 | 7.8% | 10.6% |
| 6-月 | -14.4% | -20.4% |

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

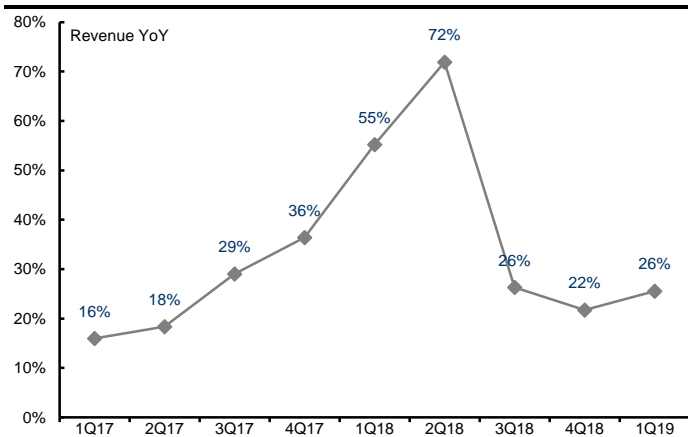
审计师：德勤

近期报告

- 创新药保持强劲 仿制药暂未受降价影响-2019年3月19日
- 短期政策影响有限，估值处于三年新低-2019年1月9日
- 三季度业绩符合预期；净利受销售及研发费用拖累-2018年11月23日

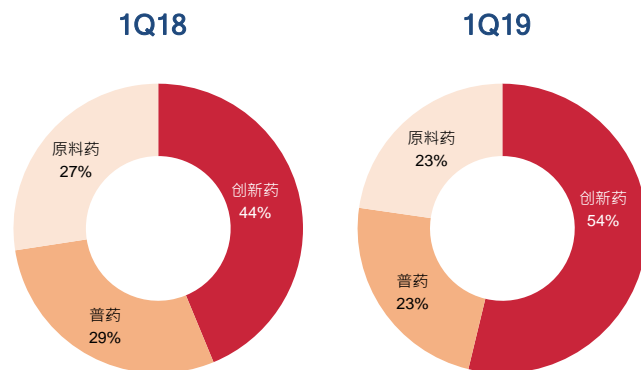
重要图表

图 1: 季度收入增速



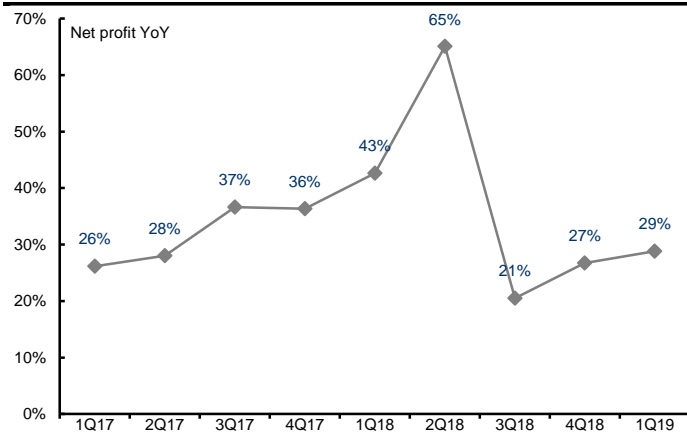
资料来源: 公司

图 2: 1Q19 和 1Q18 收入分布对比



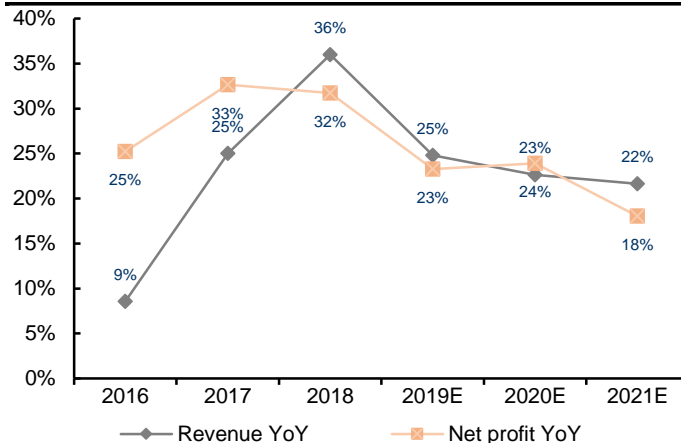
资料来源: 公司

图 3: 季度利润增速



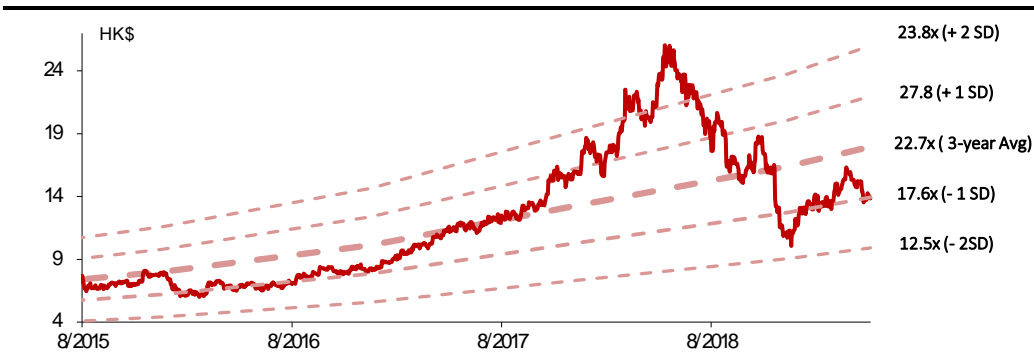
资料来源: 公司

图 4: 收入和净利润增速预测



资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 5: 市盈率通道



资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 6: 1Q19 业绩变化

| | 1H17 | 1H18 | 按年增长 |
|-------------|--------------|--------------|--------------|
| | 百万人民币 | 百万人民币 | |
| 創新藥 | 1,914 | 2,954 | 54.3% |
| 普藥 | 1,261 | 1,291 | 2.4% |
| 抗生素 | 321 | 347 | 8.1% |
| 維C | 548 | 524 | -4.5% |
| 咖啡因及其他 | 330 | 378 | 14.3% |
| 原料藥 | 1,200 | 1,248 | 4.1% |
| 總收入 | 4,375 | 5,493 | 25.6% |
| 銷售成本 | (1,563) | (1,652) | 5.7% |
| 毛利 | 2,812 | 3,841 | 36.6% |
| 其他收益及虧損 | 39 | 32 | -20.1% |
| 銷售費用 | (1,477) | (2,064) | 39.7% |
| 行政開支 | (178) | (176) | -1.1% |
| 其他費用 | (273) | (477) | 74.6% |
| 經營利潤 | 922 | 1,156 | 25.3% |
| 財務費用 | (9) | (14) | 61.7% |
| 聯營公司收入 | 8 | 16 | 92.5% |
| 稅前利潤 | 922 | 1,158 | 25.6% |
| 所得稅 | (181) | (210) | 16.0% |
| 非控股權益 | (2) | 5 | -390.1% |
| 淨利潤 | 739 | 952 | 28.8% |
| 毛利率 | 64.3% | 69.9% | 5.7% |
| 經營利潤率 | 21.1% | 21.0% | 0.0% |
| 淨利率 | 16.9% | 17.3% | 0.4% |

资料来源: 公司

图 7: 同业估值

| 公司 | 代碼 | 股價 HK\$ | 市值 HK\$mn | PER(x) | | | PBR(x) | | | EV/EBITDA (x) | | | ROE(%) | | |
|--------|------|------------|--------------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|---------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | | | FY18A | FY19E | FY20E | FY18A | FY19E | FY20E | FY18A | FY19E | FY20E | FY18A | FY19E | FY20E |
| 石藥集團 | 1093 | 13.84 | 86,311 | 19.3 | 19.2 | 15.7 | 4.1 | 4.2 | 3.5 | 12.4 | 12.3 | 10.0 | 22.5 | 23.3 | 24.1 |
| 复星医药 | 2196 | 23.90 | 71,952 | 21.7 | 17.5 | 14.7 | 2.1 | 1.7 | 1.6 | 18.7 | 23.7 | 19.8 | 10.2 | 10.1 | 11.2 |
| 中国生物制药 | 1177 | 7.66 | 96,426 | 6.2 | 27.0 | 23.6 | 2.0 | 3.0 | 2.7 | 4.9 | 14.2 | 12.2 | 47.1 | 14.0 | 13.1 |
| 白云山 | 874 | 34.50 | 75,623 | 11.6 | 14.4 | 12.8 | 1.8 | 2.0 | 1.8 | 12.5 | 15.3 | 11.5 | 17.0 | 14.2 | 14.3 |
| 丽珠集团 | 1513 | 26.00 | 24,293 | 16.7 | 13.4 | 11.7 | 1.7 | 1.4 | 1.3 | 8.9 | 9.4 | 7.9 | 10.1 | 10.4 | 11.0 |
| 三生制药 | 1530 | 13.40 | 33,955 | 17.6 | 20.9 | 17.3 | 2.6 | 3.0 | 2.6 | 12.3 | 14.2 | 11.5 | 16.0 | 15.2 | 15.8 |
| 绿叶制药 | 2186 | 6.14 | 20,108 | 11.8 | 11.3 | 10.1 | 2.0 | 1.9 | 1.6 | 9.2 | 9.0 | 7.5 | 17.9 | 17.5 | 16.8 |
| 复旦张江 | 1349 | 6.13 | 5,658 | 21.0 | 27.0 | 23.5 | 3.2 | N/A | N/A | 13.4 | N/A | N/A | 16.3 | N/A | N/A |
| | | | 平均 | 15.2 | 18.8 | 16.2 | 2.2 | 2.2 | 1.9 | 11.4 | 14.3 | 11.7 | 19.2 | 13.5 | 13.7 |

资料来源: 公司及招银国际证券预测, 彭博

财务分析

利润表

| 年結:12月31日(百萬人民幣) | FY17A | FY18A | FY19E | FY20E | FY21E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 收入 | 13,298 | 18,085 | 22,567 | 27,673 | 33,656 |
| 創新藥 | 5,661 | 8,896 | 12,359 | 16,528 | 21,642 |
| 普藥 | 4,121 | 5,340 | 6,193 | 6,992 | 7,730 |
| 原料藥 | 3,516 | 3,849 | 4,014 | 4,152 | 4,284 |
| 銷售成本 | (5,260) | (6,120) | (8,117) | (9,795) | (11,402) |
| 毛利 | 8,038 | 11,965 | 14,450 | 17,878 | 22,254 |
| 其他收益 | 104 | 298 | 120 | 147 | 188 |
| 銷售費用 | (3,762) | (6,302) | (6,898) | (8,290) | (10,595) |
| 行政費用 | (587) | (671) | (1,052) | (1,365) | (1,672) |
| 研發開支 | (701) | (1,362) | (1,730) | (2,314) | (3,030) |
| 其他開支 | (97) | (26) | - | - | - |
| 息稅前收益 | 2,994 | 3,902 | 4,890 | 6,056 | 7,146 |
| 應佔聯營公司利潤 | 9 | 44 | 32 | 35 | 39 |
| 淨財務收入/(支出) | (23) | (75) | (25) | (26) | (28) |
| 稅前利潤 | 2,980 | 3,871 | 4,897 | 6,065 | 7,157 |
| 所得稅 | (589) | (751) | (979) | (1,213) | (1,431) |
| 非控制股東權益 | (8) | 23 | (27) | (30) | (33) |
| 淨利潤 | 2,383 | 3,143 | 3,891 | 4,821 | 5,692 |

現金流量表

| 年結:12月31日(百萬人民幣) | FY17A | FY18A | FY19E | FY20E | FY21E |
|-------------------|----------------|----------------|--------------|----------------|----------------|
| 息稅前收益 | 2,994 | 3,902 | 4,890 | 6,056 | 7,146 |
| 折攤和攤銷 | 616 | 641 | 930 | 997 | 1,065 |
| 營運資金變動 | (502) | 2,560 | (4,710) | (961) | (716) |
| 稅務開支 | (495) | - | - | - | - |
| 其他 | 214 | (1,489) | 2,470 | 431 | 272 |
| 經營活動所得現金淨額 | 2,828 | 5,614 | 3,580 | 6,523 | 7,768 |
| 資本開支 | (1,369) | (1,493) | (853) | (879) | (900) |
| 存放結構性銀行存款 | (1,155) | - | - | - | - |
| 其他 | (303) | (1,439) | 44 | 92 | 121 |
| 投資活動所得現金淨額 | (2,827) | (2,932) | (808) | (787) | (779) |
| 債務變化 | 26 | 70 | 70 | 53 | 37 |
| 派息 | (645) | (762) | (805) | (1,245) | (1,543) |
| 融資活動所得現金淨額 | 1,403 | (2,129) | 948 | (1,253) | (1,557) |
| 現金淨變動 | 1,404 | 553 | 3,720 | 4,483 | 5,432 |
| 年初現金及現金等值物 | 2,782 | 4,505 | 4,237 | 7,957 | 12,440 |
| 匯兌差額 | 255 | - | - | - | - |
| 存放時到期限超過三個月之銀行 | 64 | - | - | - | - |
| 年末現金及現金等值物 | 4,505 | 5,058 | 7,957 | 12,440 | 17,871 |

資產負債表

| 年結:12月31日(百萬人民) | FY17A | FY18A | FY19A | FY20A | FY21A |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 非流動資產 | 6,801 | 9,199 | 9,153 | 9,070 | 8,942 |
| 物業、廠房及設備 | 5,730 | 6,540 | 6,580 | 6,579 | 6,531 |
| 商譽 | 105 | 138 | 138 | 138 | 138 |
| 無形資產 | 89 | 789 | 687 | 585 | 485 |
| 其他非流動資產 | 878 | 1,733 | 1,749 | 1,767 | 1,789 |
| 流動資產 | 11,726 | 13,490 | 16,680 | 22,456 | 29,087 |
| 現金及現金等值物 | 4,505 | 4,237 | 7,957 | 12,440 | 17,871 |
| 應收貿易款項 | 3,338 | 3,817 | 5,042 | 5,872 | 6,692 |
| 存貨 | 2,495 | 2,976 | 2,930 | 3,359 | 3,715 |
| 其他流動資產 | 1,389 | 2,460 | 751 | 786 | 810 |
| 流動負債 | 4,954 | 7,082 | 6,739 | 8,421 | 10,347 |
| 銀行貸款 | 797 | 69 | 699 | 684 | 718 |
| 應付貿易賬款 | 3,933 | 6,053 | 5,029 | 5,818 | 6,635 |
| 其他流動負債 | 223 | 960 | 1,010 | 1,920 | 2,994 |
| 非流動負債 | 323 | 430 | 805 | 1,209 | 1,604 |
| 銀行貸款 | 51 | - | 124 | 192 | 194 |
| 其他非流動負債 | 271 | 430 | 681 | 1,017 | 1,410 |
| 淨資產總值 | 13,250 | 15,177 | 18,289 | 21,896 | 26,079 |
| 少數股東權益 | 73 | 466 | 493 | 524 | 557 |
| 股東權益 | 13,177 | 14,710 | 17,796 | 21,372 | 25,522 |

主要比率

| 年結:12月31日 | FY17A | FY18A | FY19E | FY20E | FY21E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 銷售組合(%) | | | | | |
| 創新藥 | 42.6 | 49.2 | 54.8 | 59.7 | 64.3 |
| 普藥 | 31.0 | 29.5 | 27.4 | 25.3 | 23.0 |
| 原料藥 | 26.4 | 21.3 | 17.8 | 15.0 | 12.7 |
| 總額 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 盈利能力比率(%) | | | | | |
| 毛利率 | 60.4 | 66.2 | 64.0 | 64.6 | 66.1 |
| 息稅折攤前利潤率 | 27.2 | 25.1 | 25.8 | 25.5 | 24.4 |
| 稅前利率 | 22.4 | 21.4 | 21.7 | 21.9 | 21.3 |
| 淨利潤率 | 17.9 | 17.4 | 17.2 | 17.4 | 16.9 |
| 核心淨利潤率 | 18.0 | 17.5 | 17.2 | 17.4 | 16.9 |
| 有效稅率 | 19.8 | 19.4 | 20.0 | 20.0 | 20.0 |
| 資產負債比率 | | | | | |
| 流動比率(x) | 2.4 | 1.9 | 2.5 | 2.7 | 2.8 |
| 平均應收賬款周轉天數 | 42.2 | 40.5 | 38.6 | 33.7 | 30.3 |
| 平均應付帳款周轉天數 | 83.0 | 88.6 | 83.2 | 87.0 | 88.6 |
| 平均存貨周轉天數 | 153.6 | 175.3 | 143.7 | 126.1 | 122.0 |
| 淨負債/權益比率(%) | 淨現金 | 淨現金 | 淨現金 | 淨現金 | 淨現金 |
| 回報率(%) | | | | | |
| 資本回報率 | 18.1 | 21.4 | 21.9 | 22.6 | 22.3 |
| 資產回報率 | 12.9 | 13.9 | 15.1 | 15.3 | 15.0 |
| 每股數據 | | | | | |
| 每股盈利(人民幣) | 0.38 | 0.50 | 0.62 | 0.77 | 0.91 |
| 核心每股盈利(人民幣) | 0.38 | 0.51 | 0.62 | 0.77 | 0.91 |
| 每股股息(人民幣) | 0.13 | 0.17 | 0.21 | 0.26 | 0.31 |

资料来源:公司及招銀國際證券預測;注意:港幣兌換人民幣匯率以0.86計價

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

| | |
|-----|------------------------------|
| 买入 | : 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15% |
| 持有 | : 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间 |
| 卖出 | : 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10% |
| 未评级 | : 招银国际并未给予投资评级 |

招银国际证券行业投资评级

| | |
|------|--------------------------|
| 优于大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标 |
| 同步大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若 |
| 落后大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标 |

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。