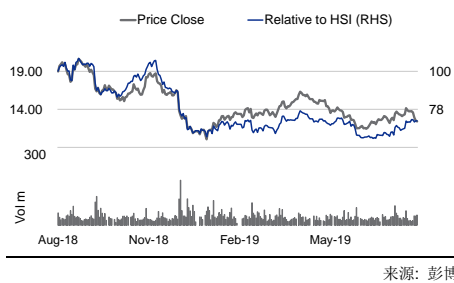


香港
增持 (此前为持有)

市场共识评级*: 买入 32 持有 6 沽出 0

前收盘价:	HK\$12.40
目标价:	HK\$14.50
前目标价:	HK\$15.20
潜在上升/下跌空间:	+16.9%
CGS-CIMB / 市场共识	N/A
路透股票代码:	
彭博股票代码:	1093 HK
市值:	US\$9,867m
	HK\$77,331m
平均每日成交额:	US\$51.93m
	HK\$408.5m
目前发行在外股数	6,055m
自由流通量	70.0%
*来源: 彭博	



股价表现	1M	3M	12M
绝对表现 (%)	-3.6	-14	-34.7
相对表现 (%)	6.1	-2.9	-28.1

主要股东	持股百分比
蔡东晨及管理層	30.0

分析员
何霜霖 (香港证监会中央编号: BDU787)

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

王志文 (香港证监会中央编号: AIU435)

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

石药集团

趁低吸纳机会浮现; 升级至增持

- 自我们上一份研报于7月26日发表以来, 石药集团(石药)的股价已下跌13%。股份目前的市盈率较历史平均值低约1.5个标准差, 这已大致反映了我们对政策风险的忧虑。
- 我们预计, 人民币将在今年年底前进一步贬值2.5-4.5% (即是人民币兑美元将为7.23-7.4)。我们分别将2019/20年净利润预测上调0.3%/0.2%, 以反映人民币贬值带来的轻微正面影响。
- 我们的目标市盈率维持在22倍(接近历史平均值), 这是考虑到中美贸易战和人民币贬值对石药业务运营的影响有限。由于人民币贬值(估计年末人民币兑美元汇率为7.3), 我们将目标价下调约5%, 由15.2港元下调至14.5港元(22倍2019年市盈率)。
- 升级至「增持」, 这是考虑到: 1) 预计中美贸易纠纷和人民币贬值对石药的影响有限; 2) 现时股份估值很低, 已很大程度反映了我们对政策风险的担忧; 3) 预计二季度创新药收入强劲增长, 并推动二季度净利润增长超过20%, 这有望成为短期内的催化剂。

受中美贸易争端影响不大; 当前波动市况下的防守性之选

随着大盘调整, 过去几天石药股价亦大幅回落。但是, 我们预计中美贸易争端不会对石药的财务表现产生重大影响, 因为: 1) 公司80%收入来自中国; 2) 其出口产品主要是维生素C、咖啡因等, 预计这些产品不会受太大影响, 因为美国对这些附加值相对低的产品存在刚性的进口需求, 而其他国家的供应有限(全球超过80%的维生素C产能是位于中国)。

人民币贬值料对盈利产生轻微正面影响

我们认为, 根据过去几年的往绩记录, 人民币兑美元全年升值/贬值5%-7%对于中国政府而言是可以接受的。这代表人民币今年年底前仍有可能较目前贬值2.5%-4.5%, 意味着美元兑人民币可能会跌至7.23-7.40。因此, 我们目前假设2019年底美元兑人民币为7.3, 作为我们调整盈利的基础。石药的出口销售额(主要是美国的维生素C、咖啡因和一些仿制药的销售额)在2018年达到36.2亿港元(占2018年总收入的17.2%), 但截至2018年底, 公司的外债仅2,300万港元。因此我们估计, 由于汇率关系, 人民币贬值将使其2019/20年净利润增加约0.3%/0.2%。

从「持有」升级到「增持」; 预计二季度净利润增长超过20%

我们将公司升级至「增持」, 主要是: 1) 贸易纠纷对公司的影响不大, 因为即使当前宏观环境动荡, 但公司作为一家专注于国内市场的大型制药公司, 可视为防守性之选; 2) 目前2019/20年市盈率为19.5/16倍, 较历史平均值低1.5个标准差(图1), 这在很大程度上已反映了我们之前对政策风险的担忧(即是与第二轮带量采购相关的一些细节仍不清楚, 而最终细节可能会令市场失望; 诊断相关组; 辅助用药清单; 77家生产商的会计检查结果公布时, 亦有可能出现负面消息); 3) 由于创新药收入强劲增长, 预计石药2019年二季度净利润增长20%左右, 这有望成为短期内的催化剂。

Y/E Dec 31	2016*	2017*	2018*	2019E	2020E
收入(百万人民币)	10,572	13,446	18,610	21,667	24,936
核心净利润(百万人民币)	1,796	2,409	3,234	3,817	4,536
核心净利润率(%)	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
同比增长	24.1	31.3	31.0	18.1	18.8
市盈率(倍)	39.3	30.4	23.6	19.5	16.0
市净率(倍)	8.1	5.4	4.8	4.0	3.4
EV/EBITDA(倍)	24.7	18.5	14.8	12.1	9.6
股本回报率(%)	22.2	21.8	22.5	23.6	24.1

*历史数据由中国银河国际证券研究部重列为人民币, 仅供参考

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

Hong Kong
ADD (Upgrade from HOLD)

Consensus ratings*: Buy 32 Hold 6 Sell 0

Current price:	HK\$12.40
Target price:	HK\$14.50
Previous target:	HK\$15.20
Up/downside:	+16.9%
CGS-CIMB / Consensus:	N/A
Reuters:	
Bloomberg:	1093 HK
Market cap:	US\$9,867m HK\$77,331m
Average daily turnover:	US\$51.93m HK\$408.5m
Current shares o/s:	6,055m
Free float:	70.0%

*Source: Bloomberg



Price performance	1M	3M	12M
Absolute (%)	-3.6	-14	-34.7
Relative (%)	6.1	-2.9	-28.1

Major shareholders	% held
Cai Dongchen and management	30.0

CSPC Pharmaceutical

Bottom-fishing opportunity; upgrade to ADD

- The share price of CSPC has dropped 13% since our previous note dated July 26. The stock is now trading at ~1.5x standard deviations below its historical average in terms of PER, which largely reflects our concerns about policy headwinds.
- We expect the RMB to further depreciate by 2.5–4.5% by end of this year (i.e. RMB7.23–7.4 to the USD). We lift our 2019/20E net profit forecast by 0.3%/0.2%, respectively, to reflect the small positive from RMB depreciation.
- We keep our target PER of 22x (close to the historical average) because the Sino-US trade dispute and RMB depreciation will have limited impact on CSPC's operations. Because of the translation effect of weaker RMB (estimated RMB7.3 to the USD at year-end), we trim our target price by ~5%, from HK\$15.2 to HK\$14.5 (22x 2019E PER).
- Upgrade to ADD because 1) the trade dispute and RMB depreciation should have limited impact on CSPC; 2) the very low valuation largely reflects our concerns about policy risks; 3) we expect >20% net profit growth in Q2 2019, with robust revenue growth in innovative drugs, which should serve as a near-term catalyst.

Little impact from the Sino-US trade dispute; a defensive choice under the current volatile market condition

We saw a sharp correction in the share price of CSPC in the past few days, following the overall market correction. However, we don't expect the Sino-US trade dispute to have a significant impact on the financial performance of CSPC because 1) >80% of its revenue is generated in China; 2) its export products are mainly Vitamin C, caffeine, etc., which should not be greatly affected since the U.S. has rigid demand for imports of these relatively low-value-added products, and there is limited supply from other countries (>80% of the global production capacity of Vitamin C is in China).

RMB depreciation expected to have a small positive impact on earnings

Based on the track record in the past few years, CGI Research expects 5%–7% full-year appreciation/depreciation of the RMB against the USD to be acceptable from the Chinese authorities' perspective. This suggests the RMB may still have room to depreciate by 2.5%–4.5% this year from the current level, implying the RMB may fall to 7.23–7.40 per USD. We thus use 7.3 per USD at end-2019 as the basis for our earnings adjustment. CSPC's export sales (mainly Vitamin C, caffeine, and some generics sales in the US) amounted to HK\$3.62bn in 2018 (17.2% of total 2018 revenue), but the Company's foreign debt exposure was only HK\$23m at end-2018. We thus estimate that RMB depreciation will add ~0.3%/0.2% to its 2019/20E net profits thanks to currency translation.

Upgrade from HOLD to ADD; Q2 net profit expected to grow >20%

We upgrade the Company to ADD because of 1) little impact from the trade dispute, i.e. a defensive play in the current volatile macro environment as a large cap pharmaceutical play focusing on the domestic market; 2) its current 19.5/16x 2019/20E PER, which is ~1.5x standard deviations below its historical average (Figure 1), which largely reflects our previous concerns about policy headwinds (i.e. some details related to the 2nd round of Group Purchasing Organization (GPO) remain unclear, which may result in a negative surprise; the Diagnosis Related Groups; the adjuvant drug list; potential negative news when the results of the accounting inspection of 77 manufacturers are released); 3) expected >20% net profit growth in CSPC's Q2 2019 results, with robust revenue growth in innovative drugs, which may serve as a near-term catalyst.

Y/E Dec 31	2016*	2017*	2018*	2019E	2020E
Revenue (RMBm)	10,572	13,446	18,610	21,667	24,936
Core net profit (RMBm)	1,796	2,409	3,234	3,817	4,536
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	18.1	18.8
PER (x)	39.3	30.4	23.6	19.5	16.0
PBR (x)	8.1	5.4	4.8	4.0	3.4
EV/EBITDA (x)	24.7	18.5	14.8	12.1	9.6
ROE(%)	22.2	21.8	22.5	23.6	24.1

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

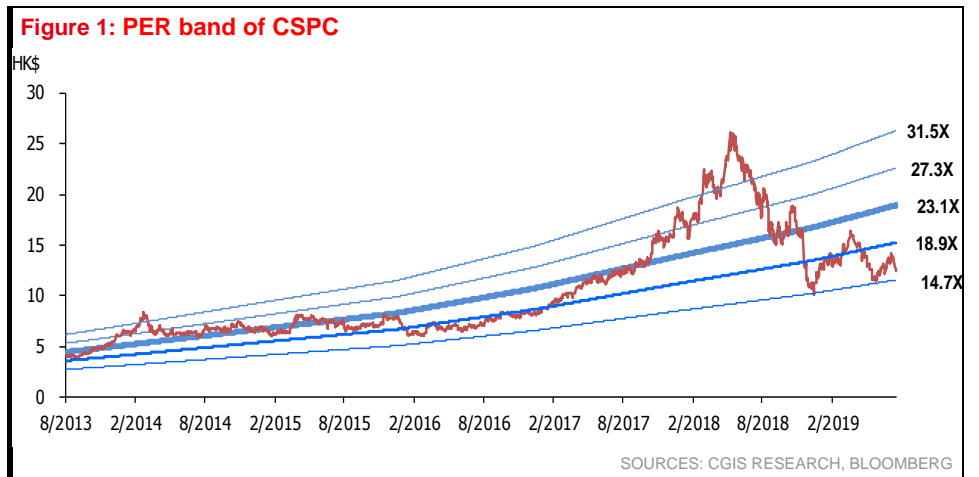
SOURCES: CGIS RESEARCH, COMPANY DATA, BLOOMBERG

Analysts
Harry He

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

Wong Chi Man

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



Source: Bloomberg

BY THE NUMBERS

Profit and Loss					
Year ended Dec 31	2016*	2017*	2018*	2019E	2020E
(RMB m)					
<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	3,462	3,489
Revenue	10,572	13,446	18,610	21,667	24,936
Cost of goods sold	(5,180)	(5,319)	(6,297)	(6,698)	(7,980)
Gross profit	5,392	8,127	12,312	14,969	16,956
Other gains / (losses)	91	105	298	173	199
Marketing expenses	(2,383)	(3,804)	(6,485)	(8,038)	(8,952)
Admin expenses	(473)	(593)	(708)	(823)	(873)
R&D and other expenses	(363)	(807)	(1,401)	(1,547)	(1,716)
Operating profit	2,265	3,028	4,016	4,733	5,615
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	4,772	5,666
Income taxes	(446)	(596)	(773)	(931)	(1,105)
Non-controlling interests	11	8	(23)	25	25
Net profit	1,796	2,409	3,234	3,817	4,536
Core net profit	1,796	2,409	3,234	3,817	4,536
EBITDA	2,763	3,648	4,673	5,510	6,487
EPS (RMB)	0.301	0.395	0.518	0.612	0.727
Core EPS (RMB)	0.301	0.395	0.518	0.612	0.727
DPS (RMB)	0.103	0.130	0.159	0.184	0.218

Cash Flow					
Year ended Dec 31	2016*	2017*	2018*	2019E	2020E
(RMB m)					
Profit before tax	2,252	3,013	3,984	4,772	5,666
Depr & amortization	436	568	621	764	860
Change in working cap.	94	(1,293)	65	(640)	(134)
Income tax paid	(410)	(596)	(773)	(931)	(1,105)
Others	120	(38)	(107)	(63)	(64)
Operating cash flow	2,493	1,653	3,789	3,903	5,223
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)	(1,116)
Financing cash flow	(387)	1,291	(745)	(1,038)	(1,116)
Net change in cash	968	1,742	890	932	2,435
Cash at beginning of the year	1,965	2,813	4,635	4,247	5,049
Effect from foreign exchange	(168)	0	0	0	0
Cash at the end of the year	2,765	4,555	4,360	5,179	7,483

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	5,182	7,485
Inventories	1,652	2,522	3,062	3,148	3,751
Receivable	2,607	3,314	3,864	4,333	4,988
Others	176	1,462	2,592	2,525	2,461
Current assets	7,203	11,856	13,881	15,188	18,685
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	25,642	29,752
Accounts payable	2,597	3,977	6,229	6,162	7,319
ST borrowings	767	806	71	0	0
Others	127	226	988	962	938
Current liabilities	3,491	5,009	7,288	7,124	8,257
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	7,556	8,677
Shareholders' equity	8,639	13,324	15,137	17,594	20,570
Minority interests	72	74	480	492	505
Total equity	8,711	13,398	15,617	18,086	21,075

Key Ratios					
Year ended Dec 31	2016*	2017*	2018*	2019E	2020E
Growth (% YoY)					
Sales	8.6	27.2	38.4	16.4	15.1
Operating profit	22.3	33.7	32.6	17.9	18.6
EBITDA	21.3	32.0	28.1	17.9	17.7
Core net profit	25.2	34.2	34.3	18.0	18.8
Core EPS	24.1	31.3	31.0	18.1	18.8
Profitability (%)					
Gross margin	51.0	60.4	66.2	69.1	68.0
Operating margin	21.4	22.5	21.6	21.8	22.5
EBITDA margin	26.1	27.1	25.1	25.4	26.0
Core net profit margin	17.0	17.9	17.4	17.6	18.2
ROA	14.2	12.9	13.9	14.9	15.2
ROE	22.2	21.8	22.5	23.6	24.1
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	1.4
Cash ratio (X)	0.8	1.0	0.9	1.2	1.4
Trade & bill receivables days	93	81	71	68	67
Trade & bill payable days	178	227	298	333	305
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。

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