

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

石四药集团 (2005 HK)

三季度业绩略低于预期

■ 公司2018年3季度业绩稍低于预期, 主要受人民币贬值和非PVC软袋销售疲弱的影响; 所幸的是玻璃瓶和小水针的销售超预期, 一定程度上抵消了上述因素带来的负面影响; 我们将2018/2019E的每股盈利下调2%-4%, 并将目标价降低3%至9.61港元

■ 基于公司极具吸引力的估值(16倍2019E的P/E)和可观的利润增长(预计2018-2019E利润复合增长率达37%), 我们维持买入评级

公司三季度业绩稍低于预期

公司财报显示, 2018年第三季度的总营收和总利润(以港币计)的同比分别增长了26%和20%。主要原因包括人民币贬值(第三季度汇率下降了3%)和非PVC软袋的销售较弱(第三季度销量同比只增6%)。所幸的是, 塑瓶和玻璃瓶的销售理想, 同比分别增长30%和42%; 另外, 小水针的销售翻了12倍, 单第三季度就贡献收入达3,100万元人民币。

管理层维持对2018年的业绩预期

公司管理层重申, 对公司2018年的全年净利润增长预期维持在9亿港元不变(市场普遍预期为9.2亿港元)。主要理由是第四季销量较第三季有较好的销量增长, 而且产品价格稳定。我们有理由相信, 2019-2020年手术耗材、大静脉产品的销量增长, 加上各类小水针的陆续获批生产, 将为公司带来可观的销售增长。

估值合理, 业绩可期

为反映短期内非PVC软袋销售和人民币贬值所带来的影响, 我们将2018/2019E的预期每股盈利下调2-4%, 目标价降低3%至9.61港元。对应目前股价, 我们认为其16倍2019E的P/E仍然相当具有吸引力。

盈利预测及估值

人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	2,361	3,076	4,252	5,125	5,625
增长 (%)	6%	30%	38%	21%	10%
净利润	516	665	911	1,245	1,432
增长 (%)	17%	29%	37%	37%	15%
每股盈利 (人民币)	0.18	0.23	0.30	0.41	0.47
P/E (x)	35.2	27.9	21.3	15.6	13.5
P/B (x)	5.9	5.0	3.8	3.1	2.6
股息率 (%)	1%	1%	1%	2%	2%

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

张魁 张皓渊
+852 3189 6357 +852 3189 6354
suzhang@cmschina.com.hk haydenzhang@cmschina.com.hk

最新变动

三季度点评

买入

前次评级	买入
股价	HK\$6.29
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	HK\$9.61 (+53%)
前次目标价:	HK\$9.77

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
2005 HK	(3.5)	(19.1)	70.8
恒生指数	(6.7)	(16.0)	(11.3)

行业: 医药、医疗服务

恒生指数	25455
国企指数	10137

重要数据

52周股价区间 (港元)	3.64-9.46
港股市值 (百万港元)	18958
日均成交量 (百万股)	7.08
每股净资产 (港元)	1.35

主要股东

曲继广	33.46%
四川科伦药业股份有限公司	19.18%

自由流通量	47.36%
-------	--------

资料来源: 公司资料

相关报告

1. SSY Group (2005 HK) - Shijiazhuang manufacturing facility site visit takeaway (BUY) 2018/08/01
2. 石四药集团 (2005 HK) - 石家庄药厂调研纪要 (买入) 2018/08/01
3. 石四药集团 (2005 HK) - 2018-19 年增长可见性强 (买入) 2018/07/19

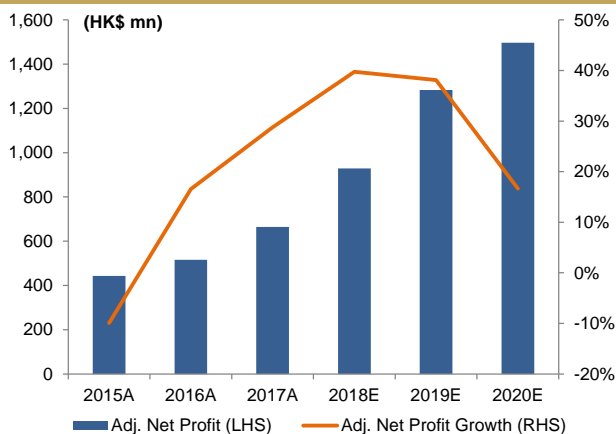
重点图表

图1: 石四药的股票表现和事件



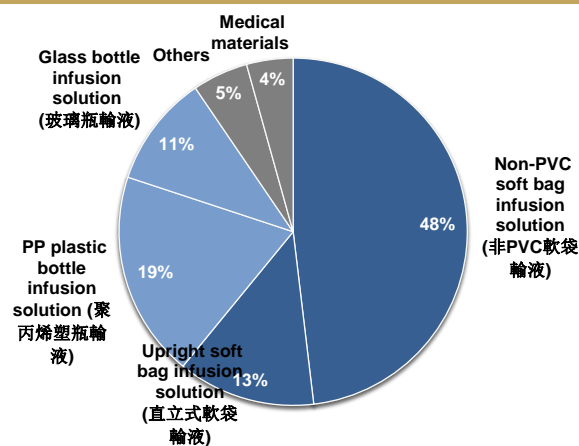
资料来源: 彭博、招商证券 (香港)

图2: 石四药盈利与增长



资料来源: 公司报表、招商证券 (香港)

图3: 石四药收入分布 (2017)



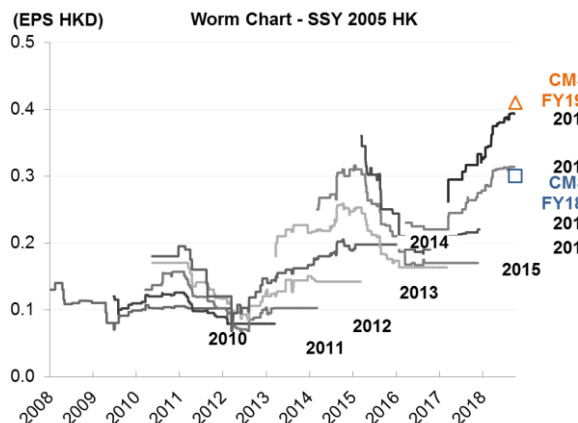
资料来源: 公司报表、招商证券 (香港)

图4: 市盈率区间 (截至2018年10月18日)



资料来源: 彭博、招商证券 (香港)

图5: 招证vs市场预测EPS (截至2018年10月18日)



资料来源: 彭博、招商证券 (香港)

以下为我们的SOTP估值:

图6: SOTP估值 (人民币百万元)

Existing portfolio (18x NOPAT)	24,782
Therapeutical infusions (25x NOPAT)	8,744
Non-therapeutical infusions (18x NOPAT)	16,038
Pipeline portfolio	4,601
PD infusion (20x 2025 NOPAT discounted back)	4,018
Caffeine (13x 2019 NOPAT)	583
Enterprise value	29,384
Less: Net debt	(105)
Less: Minority interest	(46)
Derived market cap	29,233
TP (HK\$)	9.61

资料来源: 公司报表、招商证券(香港)

图7: 盈利修订

(RMB mn)	2018E			2019E		
	Before	After	% Change	Before	After	% Change
Income statement						
Consolidated revenue	4,347	4,252	-2.2%	5,245	5,125	-2.3%
COGS	(1,547)	(1,573)	1.7%	(1,716)	(1,768)	3.0%
Gross profit	2,800	2,679	-4.3%	3,529	3,357	-4.9%
(-) Total SG&A expense	(1,652)	(1,552)	-6.0%	(1,967)	(1,855)	-5.7%
Administrative expenses (excl. assets impairment loss and IPO expense)	(435)	(383)	-12.0%	(446)	(436)	-2.3%
Selling and distribution costs	(1,217)	(1,169)	-3.9%	(1,521)	(1,420)	-6.7%
(+/-) Other income/expense, gains/losses	11	11	-2.2%	14	13	-2.3%
(-) Research & Development cost	(130)	(128)	-2.2%	(157)	(154)	-2.3%
EBITDA adjusted (excl. SBC/Listing exp. & incl. profit from JV/Asso.)	1,422	1,400	-1.5%	1,853	1,793	-3.3%
Total Depreciation and Amortisation	(262)	(262)	0.0%	(277)	(277)	0.0%
Stock-Based Compensation	-	-	n.a.	-	-	n.a.
EBIT adjusted (excl. SBC/Listing exp. & incl. profit from JV/Asso.)	1,159	1,138	-1.8%	1,576	1,515	-3.8%
(+/-) Profit from JV/Asso.	-	-	n.a.	-	-	n.a.
(+/-) Finance (expense)/income - net	(47)	(47)	0.0%	(24)	(24)	-0.3%
(+/-) Non-Other income/expense, gains/losses	-	-	n.a.	-	-	n.a.
Profit before tax	1,113	1,091	-1.9%	1,551	1,491	-3.9%
(-) Tax	(184)	(180)	-1.9%	(256)	(246)	-3.9%
(+/-) Minority interest	-	-	n.a.	-	-	n.a.
Net profit attributable to shareholders (reported)	929	911	-1.9%	1,295	1,245	-3.9%
Adjusted net profit	929	911	-1.9%	1,295	1,245	-3.9%
EPS Fully diluted (HKD)	0.31	0.30	-1.9%	0.43	0.41	-3.9%
EPS Fully diluted (HKD)	0.31	0.30	-1.9%	0.43	0.41	-3.9%
Margins (%)			p.p.			p.p.
Gross Margin	64%	63%	-1	67%	66%	-2
Adjusted EBITDA Margin	51%	52%	1	53%	53%	1
Adjusted Net Profit Margin	21%	21%	0	25%	24%	0
YoY Growth (%)						
Consolidated revenue	41%	38%	-3	21%	21%	0
Gross profit	55%	48%	-7	26%	25%	-1
Adjusted EBITDA	28%	26%	-2	30%	28%	-2
Adjusted net profit	40%	37%	-3	39%	37%	-3

资料来源: 公司报表、招商证券(香港)

财务预测表

资产负债表

人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
非流动资产	3,065	3,393	3,430	3,553	3,362
物业、厂房及设备	2,393	2,549	2,706	2,849	2,679
无形资产	419	517	503	489	475
租赁预付款	249	318	212	206	199
商誉	-	-	-	-	-
联营公司权益	-	-	-	-	-
递延税项资产	3	9	9	9	9
其他	1	-	-	-	-
流动资产	1,680	2,511	2,880	3,679	4,390
库存	278	398	409	460	490
贷款及账户应收款	946	1,368	1,477	1,682	1,678
现金及现金等价物合计	455	745	994	1,537	2,221
总资产	4,744	5,904	6,311	7,232	7,752
流动负债	1,096	1,500	980	1,037	1,058
贸易和账单应付款项	174	194	216	266	284
其他应付款项	16	21	29	34	38
应付关联方款项	250	342	342	342	342
应付所得税	23	43	43	43	43
短期银行债务	633	900	350	350	350
非流动负债	964	917	817	717	167
递延政府补助	3	42	42	42	42
递延税项负债	27	26	26	26	26
长期银行贷款	935	848	748	648	98
股东资金	2,676	3,475	4,502	5,467	6,516
少数股东权益	8	11	11	11	11
负债及权益合计	4,744	5,904	6,311	7,232	7,752

现金流量表

人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	686	552	1,075	1,314	1,702
税前利润	588	797	1,091	1,491	1,715
流动资金变动前营业利润	909	1,115	1,400	1,793	2,021
净流动资金变化	(76)	(384)	(91)	(199)	(6)
已付所得税	(50)	(55)	(180)	(246)	(283)
已付利息	(97)	(124)	(54)	(34)	(31)
投资活动现金流	(285)	(374)	(293)	(390)	(85)
购买物业、厂房及设备	(221)	(192)	(400)	(400)	(100)
购买/出售子公司	(15)	-	-	-	-
购买/出售合资和合营公司	(0)	-	-	-	-
收取利息	2	3	7	10	15
其他	(8)	(43)	-	-	-
筹资活动现金流	(274)	27	(534)	(380)	(933)
资本注入	-	-	-	-	-
收购非控制性权益	-	-	-	-	-
股票回购和注销	(32)	(26)	-	-	-
股息	(71)	(171)	(204)	(280)	(383)
银行借款收益/偿还	(201)	151	(650)	(100)	(550)
期初现金	339	447	687	936	1,479
汇率损益	(19)	34	-	-	-
期末现金	447	687	936	1,479	2,163

资料来源: 公司报表、招商证券(香港)预测

利润表

人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
合并收入	2,361	3,076	4,252	5,125	5,625
销售成本	(1,144)	(1,269)	(1,555)	(1,855)	(2,005)
毛利	1,217	1,807	2,679	3,357	3,740
(-) 销售、一般及行政费用合计	(642)	(962)	(1,055)	(1,255)	(1,395)
行政费用	(268)	(306)	(383)	(436)	(450)
销售及分销成本	(373)	(656)	(672)	(819)	(945)
(+/-) 其他收入/开支	64	8	11	13	15
(+/-) 摊占合营及联营利润	(2)	-	-	-	-
经调整 EBITDA	911	1,110	1,400	1,793	2,021
股权激励	(27)	-	-	-	-
折旧和摊销合计	(247)	(257)	(262)	(277)	(291)
经调整 EBIT	664	853	1,138	1,515	1,730
(+/-) 财务开支 - 净额	(52)	(54)	(47)	(24)	(16)
(+/-) 其他收入/开支	2	(2)	-	-	-
税前利润	588	797	1,091	1,491	1,715
(-) 税项	(98)	(134)	(180)	(246)	(283)
净利润	490	664	911	1,245	1,432
(+/-) 少数股东权益	(1)	1	-	-	-
股东应占净利润	490	665	911	1,245	1,432
调整后净利润	516	665	911	1,245	1,432
全面摊薄每股盈利(港元)	0.18	0.23	0.30	0.41	0.47
每股股息(港元)	0.05	0.07	0.09	0.13	0.15

主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年成长率(%)					
合并收入	6%	30%	38%	21%	10%
毛利	16%	48%	48%	25%	11%
调整后净利润	17%	29%	37%	37%	15%
获利能力(%)					
毛利率(%)	51.6%	58.7%	63.0%	65.5%	66.5%
调整后净利率(%)	21.9%	21.6%	21.4%	24.3%	25.5%
ROE(年末)	19.3%	21.6%	22.8%	25.0%	23.9%
ROA	10.0%	12.5%	14.9%	18.4%	19.1%
营运能力					
库存周转日数	89	97	94	90	92
应收账款周转日数	139	124	110	103	100
应付账款周转日数	71	53	47	50	53
现金周转日数	157	168	156	143	139
偿债能力					
自由现金流(百万港元)	422	219	775	914	1,602
净负债率(%)	41.4	28.8	2.3	-9.8	-27.2

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页<http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html>或<http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照, 并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照, 并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照, 并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外, 招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料, 但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险, 且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料, 但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险, 且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
 香港中环交易广场一期 48 楼
 电话: +852 3189 6888
 传真: +852 3101 0828