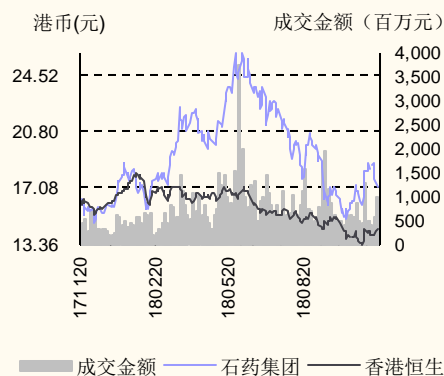


市场数据(港币)

收盘价(元)	17.100
流通港股(百万股)	6,238.34
总市值(百万元)	106,675.59
年内股价最高最低(元)	26.050/14.740
香港恒生指数	26372.00



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	-2.95	-28.00	6.74
相对香港恒生	0.14	-12.94	16.42

相关报告

- 《业绩整体符合预期，研发持续投入外延可期-业绩整体符合预期，研...》，2018.8.22
- 《公司业绩超预期，研发管线快速推进-公司业绩超预期，研发管线快...》，2018.5.27
- 《公司业绩符合预期，在研创新药逐步丰富-石药集团港股公司点评》，2018.4.23

王麟

联系人
(8621)60230233
wang_lin@gjzq.com.cn

李敬雷

分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

业绩符合预期，研发持续投入抗肿瘤环比加速

公司基本情况 (单位: 百万港元)

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业额(百万)	15463	21516	26323	31551
同比增长	25.0%	39.2%	22.3%	19.9%
母公司股东溢利(百万)	2771	3703	4746	5928
同比增长	31.6%	33.6%	28.2%	24.9%
毛利率	60.4%	65.0%	65.3%	65.5%
净利润率	18.0%	17.3%	18.1%	18.8%
每股收益	0.44	0.59	0.76	0.95
市盈率(倍)	38.5	28.8	22.5	18.0
市净率(倍)	7.0	5.6	4.5	3.6

来源: 公司年报、国金证券研究所注: 货币单位是港币。

事件

- 近日，公司公布 2018 年三季报业绩，整体业绩符合预期；公司实现收入约 158.5 亿港元，同比增 41.4% (人民币口径约 34.3%)；毛利率约 65.1%；实现归母净利润约 27.34 亿港元，同比增约 33.8% (人民币口径约 27.1%)。

点评

- 恩必普渠道下沉空间较大，肿瘤药凭借医保环比继续加速：**核心品种恩必普前三季度收入约 35.9 亿港元，同比增 38%，预计胶囊销售额约 16.3 亿，同比增约 23.4%，预计注射剂约 19.61 亿，同比增约 53.6%。该品种是公司业绩第一大驱动因素，今年 9 月份中华医学会更新指南，恩必普也再次列入《中国缺血性脑卒中急性期诊疗指南》和《缺血性卒中侧支循环评估与干预中国指南(2018)》，预计基层渗透较低。公司第二大驱动因素为抗肿瘤药，该领域核心品种为多美素、津优力、以及刚获批的白蛋白紫杉醇(2018.2 月获批上市，3 月份发货)，抗肿瘤品种环比持续提速，今年收入预计可超 20 亿港元，新品白蛋白紫杉醇今年销售额预计超 3 亿港元。
- 原料药业绩环比放缓价格回归，普药一致性评价进展顺利积极应对带量采购：**公司前三季度原料药板块符合预期，价格回落，环比业绩放缓，我们预计原料药业绩放缓主要与价格下降有关。普药收入约 48.1 亿，同比增约 36.6%，预计普药板块 EBIT Margin 约 18-20%。预计普药品种增速主要有两个因素：(1) 两票制下部分低开转高开；(2) 通过一致性评价品种及新品种增速较快，毛利较高。公司一致性评价进展顺利，积极应对带量采购。
- 研发投入持续提升，在研管线快速丰富，外延合作值得期待：**公司前三季度研发投入约 11 亿港元，同比增速约 128.5%，预计全年研发投入约 13-15 亿。公司 10 月 License in 神州细胞 CD20 单抗(现处于 3 期临床)独家代理权益；同时公司海外新药 PI3K 小分子靶向药获 FDA 批准上市，未来有望快速进入中国市场。预计研发持续投入，管线逐步丰富，未来值得期待。

估值与盈利预测

- 公司业绩稳定增长，给予未来三年 EPS 为 0.59/0.76/0.95 港元，PE 为 28.8/22.5/18 倍。

风险提示

- 带量采购政策存在不确定性，辅助用药政策对部分品种存在的影响不确定，原料药价格波动存在不确定性，研发进展存在不确定性。

图表 1：石药集团公司财务模型（单位：百万港币）

综合财务状况表					综合收益表				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	14208	16206	19544	23802	营业额	15463	21516	26323	31551
现金及现金等价物	6554	6922	7768	10649	销售成本	6117	7531	9134	10885
交易用投资	-	-	-	-	毛利	9346	13985	17189	20666
应收款项	4158	6136	6457	8637	销售、一般性和行政开支	5057	7493	8981	10569
其他应收款	18	35	29	46	研究发展费用	815	1291	1606	2082
存货	2901	2328	4424	3371	其他营业收入	-	-	-	-
非流动资产	7335	8162	9604	11336	EBITDA	3596	5389	6747	8383
可供出售投资	317	-	-	-	折旧和摊销	699	750	829	993
联营和共同控制实体的投资	110	110	110	110	EBIT	3482	4639	5917	7390
投资物业	-	-	-	-	融资收入净额	-27	-8	19	24
固定资产	6663	7811	9258	10994	分占联营和共同控制实体的溢利	10	-	-	-
在建工程	-	-	-	-	除所得税前溢利	3465	4631	5936	7414
土地使用权	-	-	-	-	所得税开支	685	917	1174	1467
无形资产	122	116	112	108	除所得税后溢利	2780	3715	4762	5947
总资产	21543	24368	29148	35138	非控制性股东应占溢利	10	12	16	19
流动负债	5760	4871	4889	4932	股息	-	-	-	-
短期借款	927	-	-	-	母公司股东应占溢利	2771	3703	4746	5928
应付款项	113	151	169	212	EPS	0.44	0.59	0.76	0.95
预收账款	-	-	-	-					
其他	4720	4720	4720	4720	主要财务比率				
非流动负债	375	375	375	375	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
长期借款	60	60	60	60	成长性				
其他	316	316	316	316	营业额增长率	25.0%	39.2%	22.3%	19.9%
负债合计	6135	5246	5264	5307	EBIT增长率	30.4%	32.9%	27.6%	24.9%
股本	12922	12922	12922	12922	净利润增长率	31.6%	33.6%	28.2%	24.9%
储备	2400	2400	2400	2400	盈利能力				
保留溢利	-	3703	8449	14377	EBIT/营业额	22.6%	21.6%	22.5%	23.4%
非控制性股东权益	85	97	113	132	EBITDA/营业额	23.3%	25.0%	25.6%	26.6%
总权益	15407	19122	23884	29831	毛利率	60.4%	65.0%	65.3%	65.5%
总负债和总权益	21543	24368	29148	35138	净利率	18.0%	17.3%	18.1%	18.8%
					ROE	18.1%	19.5%	20.0%	20.0%
					偿债能力				
					资产负债率	28.5%	21.5%	18.1%	15.1%
					流动比率	2.47	3.33	4.00	4.83
					速动比率	1.96	2.85	3.09	4.14
					营运能力				
					资产周转率	0.72	0.88	0.90	0.90
					应收帐款周转率	4.18	4.18	4.18	4.18
					应付账款周转率	144.67	163.51	164.92	165.88
					存货周转率	2.53	2.88	2.71	2.79
					每股资料				
					每股收益	0.44	0.59	0.76	0.95
					每股经营现金流	0.53	0.46	0.50	0.89
					每股净资产	2.46	3.05	3.81	4.76
					估值比率(倍)				
					PE	38.50	28.81	22.48	18.00
					PB	6.96	5.61	4.49	3.59
					EV/EBITDA	25.83	18.58	14.72	11.52

来源：公司公告，国金证券研究所

投资评级的说明:

买入: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上;
增持: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%;
中性: 预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%;
减持: 预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考, 不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》, 本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用; 非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903
传真: 021-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
邮编: 201204
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979
传真: 010-66216793
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn
邮编: 100053
地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378
传真: 0755-83830558
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 518000
地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7GH