

石药集团(1093 HK)

短期政策影响有限，估值处于三年新低

- ❖ **欧来宁在广州 GPO 有潜在降价风险。**广州药品集团采购平台（GPO）于 2018 年 12 月 29 日发布公告，将上一年度采购金额前 20 的药品纳入首批价格谈判目录，过去曾经参加过国家医保局试点城市集采和国家价格谈判药物可豁免此次谈判。谈判将于 2019 年 1 月开始，具体时间，要求和规则公告尚未提及，将在后续公告。我们看到石药的核心产品，欧来宁（奥拉西坦）列入此次谈判清单。在即将到来的广州 GPO 中，我们不排除欧来宁有降价可能性。考虑到潜在降价因素，我们将欧来宁的销售增长预测从之前 33.6% 的 3 年复合年增长率降至 24%。
- ❖ **密切关注全国辅助药物目录。**2018 年 12 月 12 日，国家卫健委发布通知，为了进一步规范医院辅助用药，卫健委让各省呈报使用金额排名前 20 的辅助用药目录，以制定全国辅助用药目录，旨在进一步监测辅助药物使用情况。自 2015 年以来，各省均已开展对辅助药物临床处方限制，预计日后监管更趋紧。石药的欧来宁注射剂（奥拉西坦注射剂）过去被列入部分省份辅助药物目录，占公司 17 财年销售额 5.9%。市场关注点在于欧来宁注射液是否会列入全国目录。根据管理层表述，欧来宁有 1) 清晰的药用成分，及 2) 明确的药效和药理，被列入目录可能性低。
- ❖ **试点城市集中采购影响不大。**在试点城市集采第二轮价格谈判中，由于招标价格较低未达成一致，石药放弃了试点城市集采中标，因此石药受此次集采影响较小。管理层表示，政府不会对此次放弃招标药企实施任何惩罚或阻碍其在其他区域的招标行为。
- ❖ **通过并购丰富管线。**石药目前研管线上有 30 多个小分子新药和 25 个大分子新药。公司白蛋白紫杉醇和君实 PD-1 联合用药已过伦理，正在招募病人。同时，公司收购了一款 PD-1 单抗即将进入临床。2019 年 1 月，石药获得了杭州英创医药的 5 个小分子肿瘤新药的独家开发和商业化权利。同时，以人民币 2.5 亿价格收购了永顺 100% 的股权，永顺拥有 3 个新药试验批件（JMT101：一种人源化单克隆抗体靶向 EGFR，具有知识产权，比同类显示出更好疗效和更少副作用；JMT103：一种新型的全人抗 RANKL 单克隆抗体，为了针对国外已上市抗 RANKL 单抗缺点而开发）。这两项交易使石药管线上增加更多创新型大小分子药物。
- ❖ **2018E/ 19E 核心净利润下调 0.4%/2.3%。**我们将 2019 年收入减少 4.7%，以反映欧来宁降价预期，以及未来潜在仿制药销售放缓。最终，2018E / 19E 的核心净利润下调 0.4% / 2.3%。我们预计 2017-20 年的收入复合年增长率为 25.3%，核心净利润复合年增长率为 23.9%。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万港元)	12,369	15,463	20,413	25,295	30,431
核心净利润(百万港元)	2,101	2,787	3,594	4,387	5,299
核心 EPS (港元)	0.35	0.45	0.58	0.70	0.85
EPS 变动 (%)	24.1	26.6	29.1	22.1	20.8
市盈率 (x)	32.1	25.4	19.6	16.1	13.3
市帐率 (x)	7.0	4.6	3.9	3.3	2.8
股息率 (%)	1.1	1.3	1.7	2.1	2.5
权益收益率 (%)	20.8	18.1	19.9	20.6	21.1
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际预测

买入（维持）

目标价	HK\$18.80
(前目标价)	HK\$24.00)
潜在升幅	+66.1%
当前股价	HK\$11.32

葛晶晶

电话：(852) 3761 8778

邮件：amyge@cmbi.com.hk

医药行业

市值(百万港元)	70,595
3 个月平均流通(百万)	591.43
52 周内高/低(港元)	26.75/9.9
总股本(百万)	6,236.3

资料来源：彭博

股东结构

蔡东晨等管理层	29.94%
花旗	6.96%
黑石	5.12%
流通股	57.98%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	-14.7%	-13.9%
3 月	-26.3%	-25.3%
6 月	-50.7%	-45.3%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师: Deloitte

公司网站: www.e-cspc.com

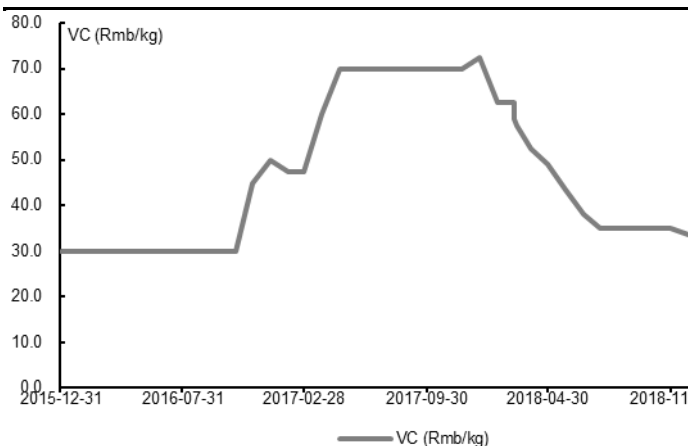
❖ **维持买入，新目标价为 18.80 港元。**公司管理层对公司核心创新药和仿制药增速仍较乐观，维持未来 3 年销售和净利润 20%-30% 年复合增长率不变。受益于现有创新药物强劲增速及丰厚研发管线，预计石药将保持其增长态势。石药目前估值为 FY18/19E 预测市盈率 19.6 倍/16.1 倍（FY18E PEG 为 0.81 倍），低于过去 3 年平均市盈率 23.4 倍的 1 个标准差，创历史 3 年新低。我们认为，考虑到石药未来 20-30% 的增速和丰厚研发管线，石药应享有高于同业的估值溢价。我们维持买入评级，新目标价为 18.80 港元，对应 FY18E / 19E 预测市盈率 32x/ 26.7x。

图 1：预测更新

	2018			2019		
	Old	New	Change	Old	New	Change
恩必普	4,796	4,796	0.0%	6,405	6,166	-3.7%
欧来宁	1,823	1,823	0.0%	2,431	2,190	-9.9%
玄宁	1,109	1,109	0.0%	1,716	1,603	-6.6%
抗肿瘤产品	1,970	1,970	0.0%	2,640	2,640	0.0%
创新药	9,698	9,698	0.0%	14,127	13,534	-4.2%
普药	5,990	5,990	0.0%	7,246	6,830	-5.7%
抗生素	1,276	1,276	0.0%	1,340	1,340	0.0%
维C	2,410	2,410	0.0%	2,771	2,530	-8.7%
咖啡因及其他	1,040	1,040	0.0%	1,061	1,061	0.0%
原料药	4,725	4,725	0.0%	5,171	4,930	-4.7%
总收入	20,413	20,413	0.0%	26,545	25,295	-4.7%
销售成本	(7,784)	(7,784)	0.0%	(9,875)	(9,268)	-6.1%
毛利	12,629	12,629	0.0%	16,670	16,026	-3.9%
其他收益及亏损	146	124	-14.8%	137	139	1.7%
销售费用	(6,049)	(6,044)	-0.1%	(7,954)	(7,592)	-4.6%
行政开支	(975)	(978)	0.4%	(1,231)	(1,166)	-5.3%
其他费用	(1,212)	(1,212)	0.0%	(1,978)	(1,895)	-4.2%
经营利润	4,539	4,519	-0.4%	5,644	5,513	-2.3%
非核心业务	0	1	N/A	0	1	N/A
财务费用	(27)	(27)	-0.1%	(29)	(29)	-0.7%
联营公司收入	34	34	0.0%	37	37	0.0%
税前利润	4,545	4,525	-0.4%	5,652	5,521	-2.3%
所得税	(909)	(905)	-0.4%	(1,130)	(1,104)	-2.3%
非控股权益	(26)	(26)	0.0%	(31)	(30)	-5.7%
净利润	3,610	3,594	-0.4%	4,490	4,387	-2.3%
毛利率	61.9%	61.9%	0 ppt	62.8%	63.4%	0.6 ppt
经营利润率	22.2%	22.1%	-0.1 ppt	21.3%	21.8%	0.5ppt
净利率	17.7%	17.6%	-0.1 ppt	16.9%	17.3%	0.4ppt

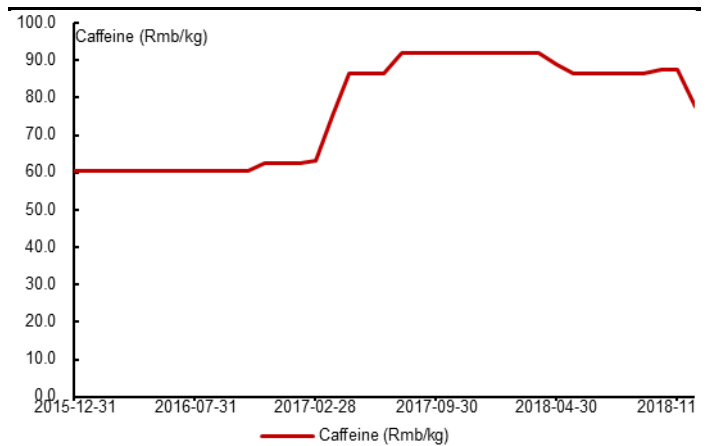
资料来源：公司，招银国际预测

图 2：维生素 C 价格回落



资料来源：万得、招银国际研究预测

图 3：咖啡因价格稳定



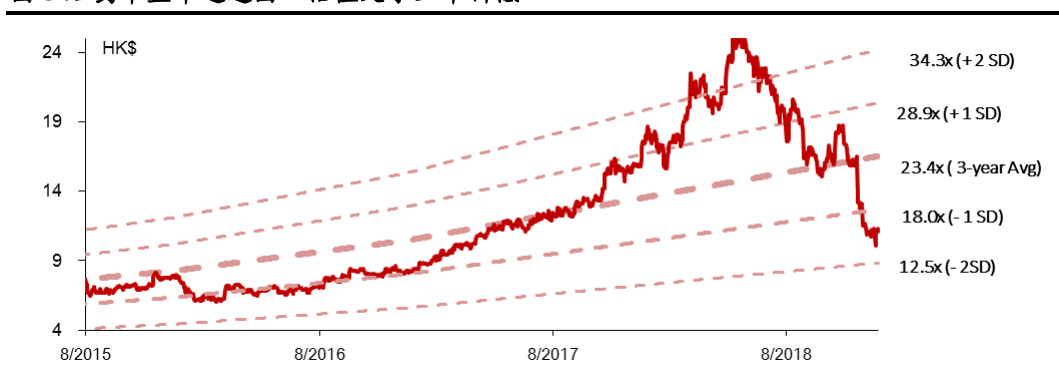
资料来源：万得、招银国际研究预测

图 4: 同业估值

公司	代碼	股價 HK\$	市值 HK\$mn	PER(x)			PBR(x)			EV/EBITDA (x)			ROE(%)		
				FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
石药集团	1093	11.32	70,595	25.4	19.6	16.1	4.6	3.9	3.3	15.8	11.8	9.5	18.1	19.9	20.6
复星医药	2196	21.55	62,523	35.0	16.0	13.4	4.4	1.7	1.5	31.0	22.0	17.8	13.2	10.6	11.5
中国生物制药	1177	5.05	63,664	39.4	18.8	16.5	9.3	3.7	3.1	22.6	9.9	8.1	25.4	26.8	24.3
白云山	874	26.80	60,541	15.1	10.6	12.6	1.7	1.7	1.6	9.5	16.2	13.1	11.4	16.2	14.0
丽珠集团	1513	21.00	18,713	8.2	11.9	10.4	3.4	1.2	1.1	17.2	7.3	6.1	51.3	9.8	10.5
三生制药	1530	10.14	25,793	34.5	19.9	15.6	4.4	2.7	2.3	22.5	13.5	10.5	13.4	14.5	16.0
绿叶制药	2186	5.22	17,095	17.1	11.4	9.8	2.5	1.7	1.4	11.9	9.5	8.3	14.9	16.4	16.3
复旦张江	1349	4.02	3,710	47.4	27.0	20.7	4.1	N/A	N/A	27.1	N/A	N/A	8.8	N/A	N/A
			平均	28.1	16.5	14.1	4.2	2.1	1.8	20.3	13.1	10.6	19.8	15.7	15.4

資料來源：彭博，招銀國際預測

图 5: 石药市盈率通道图，估值处于三年新低



資料來源：wind，招銀國際預測

财务报表

利润表

年结：12月31日（百万港元）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	12,369.0	15,462.5	20,413.2	25,294.9	30,430.8
创新药	4,774.0	6,582.2	9,697.6	13,534.1	17,716.1
普药	4,193.0	4,792.2	5,990.3	6,830.4	7,609.7
原料药	3,402.0	4,088.1	4,725.4	4,930.4	5,105.0
销售成本	(6,060.2)	(6,116.6)	(7,784.2)	(9,268.4)	(11,015.7)
毛利	6,308.8	9,346.0	12,629.0	16,026.5	19,415.1
其他收益	107.0	120.5	124.2	138.9	160.1
销售费用	(2,788.2)	(4,374.6)	(6,043.7)	(7,591.8)	(8,949.3)
行政费用	(553.7)	(682.0)	(978.4)	(1,165.8)	(1,490.8)
研发开支	(403.1)	(815.3)	(1,212.2)	(1,894.8)	(2,480.3)
其他开支					
息税前收益	2,649.5	3,481.6	4,518.9	5,513.0	6,654.9
应占联营公司利润	27.6	10.3	33.9	37.3	41.0
净财务收入 / (支出)	(41.7)	(26.6)	(27.3)	(29.0)	(30.5)
税前利润	2,635.3	3,465.3	4,525.5	5,521.3	6,665.3
所得税	(522.1)	(685.2)	(905.1)	(1,104.3)	(1,333.1)
非控制股东权益	(12.4)	(9.5)	(26.0)	(29.6)	(33.0)
净利润	2,100.8	2,770.5	3,594.4	4,387.4	5,299.3
核心净利润	2,100.8	2,786.5	3,594.4	4,387.4	5,299.3
息税折摊前收益	3,237.2	4,198.2	5,459.6	6,523.9	7,738.2

资料来源：公司，招银国际预测

资产负债表

年结：12月31日（百万港元）	FY16A	FY17A	FY18A	FY19A	FY20A
非流动资产	6,332.6	7,908.0	8,947.4	8,898.5	8,809.3
物业、厂房及设备	5,415.0	6,662.5	6,742.9	6,786.3	6,785.5
商誉	111.8	121.7	121.7	121.7	121.7
无形资产	79.2	103.2	755.4	643.9	532.6
其他非流动资产	726.5	1,020.5	1,327.3	1,346.5	1,369.4
流动资产	8,427.6	13,634.7	16,089.2	19,815.4	24,726.9
现金及现金等值物	3,234.7	5,238.0	7,105.9	9,879.0	13,509.7
应收贸易款项	3,124.0	3,880.8	5,122.2	5,668.6	6,484.9
存货	1,933.1	2,900.8	2,958.0	3,345.9	3,777.8
其他流动资产	135.8	1,615.1	903.1	922.0	954.5
流动负债	4,084.7	5,759.9	6,427.4	6,839.2	7,676.0
银行贷款	897.8	927.3	783.8	868.7	894.7
应付贸易账款	3,038.5	4,573.2	5,384.2	5,711.1	6,521.8
其他流动负债	148.4	259.4	259.4	259.4	259.4
非流动负债	484.2	375.4	467.7	467.3	525.6
银行贷款	240.4	59.8	123.3	94.6	118.6
其他非流动负债	243.8	315.6	344.5	372.7	407.0
净资产总值	10,191.3	15,407.4	18,141.5	21,407.3	25,334.5
少数股东权益	83.7	85.0	111.0	140.6	173.6
股东权益	10,107.6	15,322.4	18,030.5	21,266.8	25,161.0

资料来源：公司，招银国际预测

现金流量表

年结：12月31日 (百万港元)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	2,649.5	3,481.6	4,518.9	5,513.0	6,654.9
折摊和摊销	587.7	716.5	940.7	1,010.9	1,083.3
营运资金变动	218.8	(269.7)	(458.7)	(579.1)	(403.2)
税务开支	(479.2)	(575.1)	(905.1)	(1,104.3)	(1,333.1)
其他	(60.6)	(65.2)	(60.9)	(75.9)	(94.7)
经营活动所得现金净额	2,916.3	3,288.1	4,034.9	4,764.7	5,907.2
资本开支	(1,131.0)	(1,592.4)	(1,677.1)	(925.3)	(953.8)
存放结构性银行存款	-	(1,342.7)	-	-	-
其他	(196.3)	(352.3)	476.4	28.6	32.3
投资活动所得现金净额	(1,327.4)	(3,287.3)	(1,200.7)	(896.8)	(921.4)
债务变化	(365.4)	30.7	(80.0)	56.3	50.1
派息	(654.5)	(750.0)	(886.3)	(1,151.1)	(1,405.1)
融资活动所得现金净额	(456.7)	1,631.4	(966.3)	(1,094.9)	(1,355.0)
现金净变动	1,132.3	1,632.2	1,867.8	2,773.1	3,630.7
年初现金及现金等值物	2,313.0	3,234.7	5,238.0	7,105.9	9,879.0
汇兑差额	(210.6)	296.4	-	-	-
存放时到期期限超过三个月之银行存款	-	74.7	-	-	-
年末现金及现金等值物	3,234.7	5,238.0	7,105.9	9,879.0	13,509.7

資料來源：公司，招银国际预测

主要比率

年结：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
创新药	38.6	42.6	47.5	53.5	58.2
普药	33.9	31.0	29.3	27.0	25.0
原料药	27.5	26.4	23.1	19.5	16.8
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	51.0	60.4	61.9	63.4	63.8
息税折摊前利润率	26.2	27.2	26.7	25.8	25.4
税前利率	21.3	22.4	22.2	21.8	21.9
净利润率	17.0	17.9	17.6	17.3	17.4
核心净利润率	17.0	18.0	17.6	17.3	17.4
有效税率	19.8	19.8	20.0	20.0	20.0
增长 (%)					
收入	8.6	25.0	32.0	23.9	20.3
毛利	20.8	48.1	35.1	26.9	21.1
息税折摊前利润	16.8	29.7	30.0	19.5	18.6
经营利润	22.3	31.4	29.8	22.0	20.7
净利润	26.2	31.9	29.7	22.1	20.8
核心净利润	25.2	32.6	29.0	22.1	20.8
资产负债比率					
流动比率 (x)	2.1	2.4	2.5	2.9	3.2
平均应收账款周转天数	44.9	39.3	38.4	35.9	31.6
平均应付账款周转天数	56.2	77.6	79.1	81.5	81.6
平均存货周转天数	113.0	144.2	137.4	124.1	118.0
净负债/权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	20.8	18.1	19.9	20.6	21.1
资产回报率	14.2	12.9	14.4	15.3	15.8
每股数据					
每股盈利(港元)	0.35	0.44	0.58	0.70	0.85
核心每股盈利(港元)	0.35	0.45	0.58	0.70	0.85
每股股息(港元)	0.12	0.15	0.19	0.24	0.29
每股账面值(港元)	1.62	2.46	2.89	3.41	4.03

資料來源：公司，招银国际预测

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

本报告期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作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上责任。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 年证券交易法规则 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人士。