睿智投資

石藥集團(1093 HK)

潛在升幅有限，下調評級至持有

❖ **由於估值較高，下調評級至持有。**自我們於 2016 年 7 月開始覆蓋以來，石藥的股價已上漲 66%，現價 2017 年預測市盈率達 25.7 倍，介乎公司 3 年平均滾動預測市盈率+1 及+2 標準差的 24.2 倍及 27.1 倍。雖然我們仍然看好公司強大的產品線及在研產品，但我們相信估值應已反映公司現時的營運情況，即使即將推出新產品如白蛋白紫杉醇等，相信對股價的刺激作用亦不大。我們因而下調石藥的評級至持有，目標價維持於 11.65 港元，對應 2017/18 年預測市盈率 25.9 倍/20.6 倍。

❖ **17 年一季度淨利潤按年升 26.2%。**期內收入按年升 16.0%至 34.7 億港元，毛利率及經營利潤率按年升 8.2 及 1.9 個百分點至 57.0%及 23.2%。淨利潤按年升 26.2%，淨利潤率按年 1.5 個百分點至 18.4%。我們相信一季度業績大致符合我們及市場預期。

❖ **恩必普、玄寧增長勢頭持續，但歐來寧繼續放緩。**恩必普及玄寧一季度收入按年升 31.3%及 17.9%，與 16 年四季度的 31.7%及 16.5%相約。但另一方面，歐來寧的增速由 16 年四季度的 8.4%進一步降至 17 年一季度的 7.5%。總括而言，一季度創新藥的收入按年升 29.7%，較 16 年四季度的 21.1%快，最主要由於抗腫瘤藥物強勁的反彈所帶動。

❖ **抗腫瘤藥物出現反彈。**抗腫瘤藥物收入在 16 年度及 16 年四季度分別升 21.8%及跌 6%，主要源於藥品招標延遲的影響。這業務在 17 年一季度出現顯著反彈，按年升 85.6%，我們相信部份源於 16 年四季度延遲的訂單所影響。公司管理層此前目標抗腫瘤業務收入於 2018 年可達到 20 億港元，主要由於產品被納入醫保目錄及推出新產品所帶動。

❖ **普藥及咖啡因業務出乎預期的增長。**普藥業務一季度收入按年升 11.4%，為公司於 2012 年進行業務組後最快的增長，16 年四季度增長僅為 6.2%。而咖啡因業務收入亦從 16 年四季度的 7.5%大增至 17 年一季度的 65.3%。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬港元)	11,394	12,369	14,721	16,833	19,443
核心淨利潤 (百萬港元)	1,678	2,101	2,684	3,372	4,097
核心 EPS（港元）	0.28	0.35	0.45	0.57	0.69
EPS 變動 (%)	72.9	24.1	27.8	25.7	21.5
市盈率 (x)	40.7	32.8	25.7	20.4	16.8
市帳率 (x)	8.0	6.9	5.8	4.8	4.0
股息率 (%)	1.0	1.0	1.3	1.7	2.0
權益收益率 (%)	19.1	20.8	22.2	23.2	23.4
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究預測

持有(下調)

目標價	HK$11.65
(前目標價	HK$11.65)
潛在升幅	+0.8%
當前股價	HK$11.56

吳永泰, CFA
電話：(852) 3761 8780
郵件：cyrusng@cmbi.com.hk

醫藥行業

市值(百萬港元)	69,985
3 個月平均流通(百萬)	167.0
52 周內高/低 (港元)	11.80/6.47
總股本 (百萬)	6,054

資料來源：彭博

股東結構

Cai Dongchen & management	31.3%
UBS Group AG	6.3%
Free float	51.4%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1 月	5.0%	-0.3%
3 月	17.0%	11.0%
6 月	44.6%	29.0%

資料來源：彭博

股價表現

資料來源：彭博

審計師: 德勤

公司網站: www.e-cspc.com

利潤表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	**11,393.7**	**12,369.0**	**14,721.0**	**16,832.6**	**19,442.7**
創新藥	3,775.0	4,774.0	6,159.7	7,978.2	10,329.0
普藥	4,019.0	4,193.0	4,318.8	4,448.4	4,537.3
原料藥	3,600.0	3,402.0	4,242.6	4,406.0	4,576.5
銷售成本	(6,172.8)	(6,060.2)	(6,848.9)	(7,389.1)	(8,208.0)
毛利	**5,220.9**	**6,308.8**	**7,872.2**	**9,443.4**	**11,234.7**
其他收益	86.6	107.0	103.4	107.3	131.0
銷售費用	(2,267.0)	(2,788.2)	(3,318.1)	(3,780.5)	(4,371.8)
行政費用	(534.9)	(553.7)	(675.7)	(762.0)	(869.7)
研發開支	(324.5)	(403.1)	(523.6)	(678.1)	(878.0)
其他開支	(14.6)	(21.3)	-	-	-
息稅前收益	**2,166.5**	**2,649.5**	**3,458.2**	**4,330.1**	**5,246.2**
應佔聯營公司利潤	10.8	27.6	30.8	33.9	37.3
淨財務收入 / (支出)	(56.3)	(41.7)	(68.0)	(70.6)	(72.9)
非經常性收入	(8.9)	-	-	-	-
稅前利潤	**2,112.0**	**2,635.3**	**3,421.1**	**4,293.4**	**5,210.6**
所得稅	(432.4)	(522.1)	(718.4)	(901.6)	(1,094.2)
非控制股東權益	(14.4)	(12.4)	(18.7)	(19.3)	(19.7)
淨利潤	1,665.3	2,100.8	2,683.9	3,372.5	4,096.7
核心淨利潤	**1,677.6**	**2,100.9**	**2,683.9**	**3,372.5**	**4,096.7**
息稅折攤前收益	**2,771.7**	**3,237.2**	**4,288.0**	**5,253.3**	**6,272.2**

來源: 公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18A	FY19A
非流動資產	**5,892.3**	**6,332.6**	**6,431.7**	**6,562.3**	**6,694.9**
物業、廠房及設備	5,142.8	5,415.0	5,479.6	5,572.6	5,666.1
商譽	119.4	111.8	111.8	111.8	111.8
無形資產	96.1	79.2	102.2	125.1	146.1
其他非流動資產	534.1	726.5	738.1	752.8	770.9
流動資產	**7,647.5**	**8,427.6**	**10,409.5**	**13,056.4**	**16,183.9**
現金及現金等值物	2,299.5	3,234.7	4,558.8	6,543.1	8,830.1
應收貿易款項	3,429.3	3,124.0	3,679.1	4,175.7	4,779.9
存貨	1,819.2	1,933.1	2,018.5	2,177.7	2,419.0
其他流動資產	99.5	135.8	153.1	159.9	154.9
流動負債	**3,484.3**	**4,084.7**	**3,484.9**	**3,768.7**	**4,059.8**
銀行貸款	452.0	897.8	441.6	448.6	413.4
應付貿易賬款	2,881.5	3,038.5	2,894.8	3,171.7	3,498.0
其他流動負債	150.8	148.4	148.4	148.4	148.4
非流動負債	**1,243.0**	**484.2**	**1,171.5**	**1,179.1**	**1,170.1**
銀行貸款	1,010.9	240.4	898.7	871.8	822.0
其他非流動負債	232.0	243.8	272.8	307.3	348.0
淨資產總值	**8,812.6**	**10,191.3**	**12,184.9**	**14,670.8**	**17,648.9**
少數股東權益	**74.6**	**83.7**	**102.4**	**121.7**	**141.3**
股東權益	**8,738.1**	**10,107.6**	**12,082.5**	**14,549.1**	**17,507.6**

來源: 公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬港元)	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	**2,166.5**	**2,649.5**	**3,458.2**	**4,330.1**	**5,246.2**
折攤和攤銷	605.3	587.7	829.8	923.2	1,026.0
營運資金變動	(46.1)	15.4	(755.2)	(344.3)	(478.6)
稅務開支	(385.9)	(492.8)	(718.4)	(901.6)	(1,094.2)
其他	(89.2)	(54.7)	(83.6)	(92.8)	(104.9)
經營活動所得現金淨額	**2,250.6**	**2,705.1**	**2,730.8**	**3,914.6**	**4,594.6**
資本開支	(835.7)	(823.9)	(898.1)	(1,019.9)	(1,121.4)
其他	123.4	(37.0)	(1.7)	15.4	37.0
投資活動所得現金淨額	**(712.3)**	**(861.0)**	**(899.8)**	**(1,004.5)**	**(1,084.3)**
債務變化	(10.6)	(259.0)	202.2	(20.0)	(84.9)
派息	(594.1)	(650.0)	(709.1)	(905.9)	(1,138.2)
融資活動所得現金淨額	**(604.6)**	**(908.9)**	**(506.9)**	**(925.8)**	**(1,223.2)**
現金淨變動	**933.7**	**935.2**	**1,324.2**	**1,984.3**	**2,287.0**
年初現金及現金等值物	1,468.4	2,299.5	3,234.7	4,558.8	6,543.1
匯兌差額	(102.6)	(0.0)	-	-	-
年未現金及現金等值物	**2,299.5**	**3,234.7**	**4,558.8**	**6,543.1**	**8,830.1**

來源: 公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結: 12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
創新藥	33.1	38.6	41.8	47.4	53.1
普藥	35.3	33.9	29.3	26.4	23.3
原料藥	31.6	27.5	28.8	26.2	23.5
總額	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**
盈利能力比率 (%)					
毛利率	45.8	51.0	53.5	56.1	57.8
息稅折攤前利潤率	24.3	26.2	29.1	31.2	32.3
稅前利率	18.5	21.3	23.2	25.5	26.8
淨利潤率	14.6	17.0	18.2	20.0	21.1
核心淨利潤率	14.7	17.0	18.2	20.0	21.1
有效稅率	20.5	19.8	21.0	21.0	21.0
增長 (%)					
收入	4.0	8.6	19.0	14.3	15.5
毛利	24.7	20.8	24.8	20.0	19.0
息稅折攤前利潤	21.3	16.8	32.5	22.5	19.4
經營利潤	29.4	22.3	30.5	25.2	21.2
淨利潤	31.3	26.2	27.8	25.7	21.5
核心淨利潤	32.6	25.2	27.8	25.7	21.5
資產負債比率					
流動比率 (x)	2.2	2.1	3.0	3.5	4.0
平均應收賬款周轉天數	52.2	48.0	44.7	44.5	44.3
平均應付帳款周轉天數	50.5	46.4	44.7	45.7	45.1
平均存貨周轉天數	107.2	113.0	105.3	103.6	102.2
淨負債/ 權益比率 (%)	Net cash	Net cash	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	19.1	20.8	22.2	23.2	23.4
資產回報率	12.3	14.2	15.9	17.2	17.9
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.28	0.35	0.45	0.57	0.69
核心每股盈利(人民幣)	0.28	0.35	0.45	0.57	0.69
每股股息(港元)	0.11	0.12	0.15	0.19	0.23
每股帳面值(人民幣)	1.44	1.67	2.00	2.40	2.89

來源: 公司及招銀國際研究部預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入 : 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有 : 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出 : 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級 : 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司 (招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者
本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令("金融服務令")第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者
本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。