

## 石药集团(1093 HK)

### 潜在升幅有限，下调评级至持有

- ❖ **由于估值较高，下调评级至持有。**自我们于2016年7月开始覆盖以来，石药的股价已上涨66%，现价2017年预测市盈率达25.7倍，介乎公司3年平均滚动预测市盈率+1及+2标准偏差的24.2倍及27.1倍。虽然我们仍然看好公司强大的产品线及在研产品，但我们相信估值应已反映公司现时的营运情况，即使即将推出新产品如白蛋白紫杉醇等，相信对股价的刺激作用亦不大。我们因而下调石药的评级至持有，目标价维持于11.65港元，对应2017/18年预测市盈率25.9倍/20.6倍。
- ❖ **17年一季度净利润按年升26.2%。**期内收入按年升16.0%至34.7亿港元，毛利率及经营利润率按年升8.2及1.9个百分点至57.0%及23.2%。净利润按年升26.2%，净利润率按年升1.5个百分点至18.4%。我们相信一季度业绩大致符合我们及市场预期。
- ❖ **恩必普、玄宁增长势头持续，但欧来宁继续放缓。**恩必普及玄宁一季度收入按年升31.3%及17.9%，与16年四季度的31.7%及16.5%相约。但另一方面，欧来宁的增速由16年四季度的8.4%进一步降至17年一季度的7.5%。总括而言，一季度创新药的收入按年升29.7%，较16年四季度的21.1%快，最主要是由于抗肿瘤药物强劲的反弹所带动。
- ❖ **抗肿瘤药物出现反弹。**抗肿瘤药物收入在16年度及16年四季度分别升21.8%及跌6%，主要源于药品招标延迟的影响。这业务在17年一季度出现显著反弹，按年升85.6%，我们相信部份源于16年四季度延迟的订单所影响。公司管理层此前目标抗肿瘤业务收入于2018年可达到20亿港元，主要由于产品被纳入医保目录及推出新产品所带动。
- ❖ **普药及咖啡因业务出乎预期的增长。**普药业务一季度收入按年升11.4%，为公司于2012年进行业务重组后最快的增长，16年四季度增长仅为6.2%。而咖啡因业务收入亦从16年四季度的7.5%大增至17年一季度的65.3%。

#### 财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万港元)	11,394	12,369	14,721	16,833	19,443
核心净利润(百万港元)	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变动(%)	72.9	24.1	27.8	25.7	21.5
市盈率(x)	40.7	32.8	25.7	20.4	16.8
市帐率(x)	8.0	6.9	5.8	4.8	4.0
股息率(%)	1.0	1.0	1.3	1.7	2.0
权益收益率(%)	19.1	20.8	22.2	23.2	23.4
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

数据源：公司及招银国际研究预测

#### 持有(下调)

目标价	HK\$11.65
(前目标价)	HK\$11.65)
潜在升幅	+0.8%
当前股价	HK\$11.56

#### 吴永泰, CFA

电话：(852) 3761 8780

邮件：cyrusng@cmbi.com.hk

#### 医药行业

市值(百万港元)	69,985
3个月平均流通(百万)	167.0
52周内高/低(港元)	11.80/6.47
总股本(百万)	6,054

数据源：彭博

#### 股东结构

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

数据源：彭博

#### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1月	5.0%	-0.3%
3月	17.0%	11.0%
6月	44.6%	29.0%

数据源：彭博

#### 股价表现



数据源：彭博

#### 审计师：德勤

公司网站：www.e-cspc.com

**利潤表**

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>收入</b>	<b>11,393.7</b>	<b>12,369.0</b>	<b>14,721.0</b>	<b>16,832.6</b>	<b>19,442.7</b>
创新药	3,775.0	4,774.0	6,159.7	7,978.2	10,329.0
普药	4,019.0	4,193.0	4,318.8	4,448.4	4,537.3
原料药	3,600.0	3,402.0	4,242.6	4,406.0	4,576.5
销售成本	(6,172.8)	(6,060.2)	(6,848.9)	(7,389.1)	(8,208.0)
<b>毛利</b>	<b>5,220.9</b>	<b>6,308.8</b>	<b>7,872.2</b>	<b>9,443.4</b>	<b>11,234.7</b>
其他收益	86.6	107.0	103.4	107.3	131.0
销售费用	(2,267.0)	(2,788.2)	(3,318.1)	(3,780.5)	(4,371.8)
行政费用	(534.9)	(553.7)	(675.7)	(762.0)	(869.7)
研发开支	(324.5)	(403.1)	(523.6)	(678.1)	(878.0)
其他开支					
<b>息税前收益</b>	<b>2,166.5</b>	<b>2,649.5</b>	<b>3,458.2</b>	<b>4,330.1</b>	<b>5,246.2</b>
应占联营公司利润	10.8	27.6	30.8	33.9	37.3
净财务收入/(支出)	(56.3)	(41.7)	(68.0)	(70.6)	(72.9)
非经常性收入	(8.9)	-	-	-	-
<b>税前利润</b>	<b>2,112.0</b>	<b>2,635.3</b>	<b>3,421.1</b>	<b>4,293.4</b>	<b>5,210.6</b>
所得税	(432.4)	(522.1)	(718.4)	(901.6)	(1,094.2)
非控制股东权益	(14.4)	(12.4)	(18.7)	(19.3)	(19.7)
净利润	1,665.3	2,100.8	2,683.9	3,372.5	4,096.7
<b>核心净利润</b>	<b>1,677.6</b>	<b>2,100.9</b>	<b>2,683.9</b>	<b>3,372.5</b>	<b>4,096.7</b>
<b>息税折摊前收益</b>	<b>2,771.7</b>	<b>3,237.2</b>	<b>4,288.0</b>	<b>5,253.3</b>	<b>6,272.2</b>

来源: 公司及招银国际研究部预测

**资产负债表**

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18A	FY19A
<b>非流动资产</b>	<b>5,892.3</b>	<b>6,332.6</b>	<b>6,431.7</b>	<b>6,562.3</b>	<b>6,694.9</b>
物业、厂房及设备	5,142.8	5,415.0	5,479.6	5,572.6	5,666.1
商誉	119.4	111.8	111.8	111.8	111.8
无形资产	96.1	79.2	102.2	125.1	146.1
其他非流动资产	534.1	726.5	738.1	752.8	770.9
<b>流动资产</b>	<b>7,647.5</b>	<b>8,427.6</b>	<b>10,409.5</b>	<b>13,056.4</b>	<b>16,183.9</b>
现金及现金等值物	2,299.5	3,234.7	4,558.8	6,543.1	8,830.1
应收贸易款项	3,429.3	3,124.0	3,679.1	4,175.7	4,779.9
存货	1,819.2	1,933.1	2,018.5	2,177.7	2,419.0
其他流动资产	99.5	135.8	153.1	159.9	154.9
<b>流动负债</b>	<b>3,484.3</b>	<b>4,084.7</b>	<b>3,484.9</b>	<b>3,768.7</b>	<b>4,059.8</b>
银行贷款	452.0	897.8	441.6	448.6	413.4
应付贸易账款	2,881.5	3,038.5	2,894.8	3,171.7	3,498.0
其他流动负债	150.8	148.4	148.4	148.4	148.4
<b>非流动负债</b>	<b>1,243.0</b>	<b>484.2</b>	<b>1,171.5</b>	<b>1,179.1</b>	<b>1,170.1</b>
银行贷款	1,010.9	240.4	898.7	871.8	822.0
其他非流动负债	232.0	243.8	272.8	307.3	348.0
<b>净资产总值</b>	<b>8,812.6</b>	<b>10,191.3</b>	<b>12,184.9</b>	<b>14,670.8</b>	<b>17,648.9</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>74.6</b>	<b>83.7</b>	<b>102.4</b>	<b>121.7</b>	<b>141.3</b>
<b>股东权益</b>	<b>8,738.1</b>	<b>10,107.6</b>	<b>12,082.5</b>	<b>14,549.1</b>	<b>17,507.6</b>

来源: 公司及招银国际研究部预测

## 现金流量表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
<b>息税前收益</b>	<b>2,166.5</b>	<b>2,649.5</b>	<b>3,458.2</b>	<b>4,330.1</b>	<b>5,246.2</b>
折摊和摊销	605.3	587.7	829.8	923.2	1,026.0
营运资金变动	(46.1)	15.4	(755.2)	(344.3)	(478.6)
税务开支	(385.9)	(492.8)	(718.4)	(901.6)	(1,094.2)
其他	(89.2)	(54.7)	(83.6)	(92.8)	(104.9)
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>2,250.6</b>	<b>2,705.1</b>	<b>2,730.8</b>	<b>3,914.6</b>	<b>4,594.6</b>
资本开支	(835.7)	(823.9)	(898.1)	(1,019.9)	(1,121.4)
其他	123.4	(37.0)	(1.7)	15.4	37.0
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(712.3)</b>	<b>(861.0)</b>	<b>(899.8)</b>	<b>(1,004.5)</b>	<b>(1,084.3)</b>
债务变化	(10.6)	(259.0)	202.2	(20.0)	(84.9)
派息	(594.1)	(650.0)	(709.1)	(905.9)	(1,138.2)
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>(604.6)</b>	<b>(908.9)</b>	<b>(506.9)</b>	<b>(925.8)</b>	<b>(1,223.2)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>933.7</b>	<b>935.2</b>	<b>1,324.2</b>	<b>1,984.3</b>	<b>2,287.0</b>
年初现金及现金等值物	1,468.4	2,299.5	3,234.7	4,558.8	6,543.1
汇兑差额	(102.6)	(0.0)	-	-	-
<b>年末现金及现金等值物</b>	<b>2,299.5</b>	<b>3,234.7</b>	<b>4,558.8</b>	<b>6,543.1</b>	<b>8,830.1</b>

来源: 公司及招银国际研究部预测

## 主要比率

年结: 12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>销售组合 (%)</b>					
创新药	33.1	38.6	41.8	47.4	53.1
普药	35.3	33.9	29.3	26.4	23.3
原料药	31.6	27.5	28.8	26.2	23.5
<b>总额</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	45.8	51.0	53.5	56.1	57.8
息税折摊前利润率	24.3	26.2	29.1	31.2	32.3
税前利率	18.5	21.3	23.2	25.5	26.8
净利润率	14.6	17.0	18.2	20.0	21.1
核心净利润率	14.7	17.0	18.2	20.0	21.1
有效税率	20.5	19.8	21.0	21.0	21.0
<b>增长 (%)</b>					
收入	4.0	8.6	19.0	14.3	15.5
毛利	24.7	20.8	24.8	20.0	19.0
息税折摊前利润	21.3	16.8	32.5	22.5	19.4
经营利润	29.4	22.3	30.5	25.2	21.2
净利润	31.3	26.2	27.8	25.7	21.5
核心净利润	32.6	25.2	27.8	25.7	21.5
<b>资产负债比率</b>					
流动比率(x)	2.2	2.1	3.0	3.5	4.0
平均应收账款周转天数	52.2	48.0	44.7	44.5	44.3
平均应付账款周转天数	50.5	46.4	44.7	45.7	45.1
平均存货周转天数	107.2	113.0	105.3	103.6	102.2
净负债/权益比率 (%)	Net cash	Net cash	淨現金	淨現金	淨現金
<b>回报率 (%)</b>					
资本回报率	19.1	20.8	22.2	23.2	23.4
资产回报率	12.3	14.2	15.9	17.2	17.9
<b>每股数据</b>					
每股盈利(人民币)	0.28	0.35	0.45	0.57	0.69
核心每股盈利(人民币)	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
每股账面值(人民币)	1.44	1.67	2.00	2.40	2.89

来源: 公司及招银国际研究部预测

## 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 个工作日内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	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 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。報告所載數據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。而過去的表现亦不代表未來的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。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。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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，本公司及其僱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责任。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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时自行及/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，任何機構或個人于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信息，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 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士。