

石藥集團(1093 HK)

短期政策影響有限，估值處於三年新低

- ❖ **歐來甯在廣州 GPO 有潛在降價風險。**廣州藥品集團採購平臺 (GPO) 於 2018 年 12 月 29 日發佈公告，將上一年度採購金額前 20 的藥品納入首批價格談判目錄，過去曾經參加過國家醫保局試點城市集采和國家價格談判藥物可豁免此次談判。談判將於 2019 年 1 月開始，具體時間，要求和規則公告尚未提及，將在後續公告。我們看到石藥的核心產品，歐來寧 (奧拉西坦) 列入此次談判清單。在即將到來的廣州 GPO 中，我們不排除歐來寧有降價可能性。考慮到潛在降價因素，我們將歐來寧的銷售增長預測從之前 33.6% 的 3 年複合年增長率降至 24%。
- ❖ **密切關注全國輔助藥物目錄。**2018 年 12 月 12 日，國家衛健委發佈通知，為了進一步規範醫院輔助用藥，衛健委讓各省呈報使用金額排名前 20 的輔助用藥目錄，以制定全國輔助用藥目錄，旨在進一步監測輔助藥物使用情況。自 2015 年以來，各省均已開展對輔助藥物臨床處方限制，預計日後監管更趨緊。石藥的歐來寧注射劑 (奧拉西坦注射劑) 過去被列入部分省份輔助藥物目錄，占公司 17 財年銷售額 5.9%。市場關注點在於歐來寧注射液是否會列入全國目錄。根據管理層表述，歐來寧有 1) 清晰的藥用成分，及 2) 明確的藥效和藥理，被列入目錄可能性低。
- ❖ **試點城市集中採購影響不大。**在試點城市集采第二輪價格談判中，由於招標價格較低未達成一致，石藥放棄了試點城市集采中標，因此石藥受此次集采影響較小。管理層表示，政府不會對此次放棄招標藥企實施任何懲罰或阻礙其在其他區域的招標行為。
- ❖ **通過並購豐富管線。**石藥目前研管線上有 30 多個小分子新藥和 25 個大分子新藥。公司白蛋白紫杉醇和君實 PD-1 聯合用藥已過倫理，正在招募病人。同時，公司收購了一款 PD-1 單藥即將進入臨床。2019 年 1 月，石藥獲得了杭州英創醫藥的 5 個小分子腫瘤新藥的獨家開發和商業化權利。同時，以人民幣 2.5 億價格收購了永順 100% 的股權，永順擁有 3 個新藥試驗批件 (JMT101：一種人源化單克隆抗體靶向 EGFR，具有智慧財產權，比同類顯示出更好療效和更少副作用；JMT103：一種新型的全身抗 RANKL 單克隆抗體，為了針對國外已上市抗 RANKL 單抗缺點而開發)。這兩項交易使石藥管線上增加更多創新型大小分子藥物。
- ❖ **2018E/ 19E 核心淨利潤下調 0.4%/2.3%。**我們將 2019 年收入減少 4.7%，以反映歐來寧降價預期，以及未來潛在仿製藥銷售放緩。最終，2018E / 19E 的核心淨利潤下調 0.4% / 2.3%。我們預計 2017-20 年的收入複合年增長率為 25.3%，核心淨利潤複合年增長率為 23.9%。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬港元)	12,369	15,463	20,413	25,295	30,431
核心淨利潤 (百萬港元)	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 變動 (%)	24.1	26.6	29.1	22.1	20.8
市盈率 (x)	32.1	25.4	19.6	16.1	13.3
市帳率 (x)	7.0	4.6	3.9	3.3	2.8
股息率 (%)	1.1	1.3	1.7	2.1	2.5
權益收益率 (%)	20.8	18.1	19.9	20.6	21.1
淨財務槓桿率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際預測

買入 (維持)

目標價	HK\$18.80
(前目標價)	HK\$24.00)
潛在升幅	+66.1%
當前股價	HK\$11.32

葛晶晶

電話：(852) 3761 8778

郵件：amyge@cmbi.com.hk

醫藥行業

市值 (百萬港元)	70,595
3 個月平均流通 (百萬)	591.43
52 周內高/低 (港元)	26.75/9.9
總股本 (百萬)	6,236.3

資料來源：彭博

股東結構

蔡東晨等管理層	29.94%
花旗	6.96%
黑石	5.12%
流通股	57.98%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1 月	-14.7%	-13.9%
3 月	-26.3%	-25.3%
6 月	-50.7%	-45.3%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: Deloitte

公司網站: www.e-cspc.com

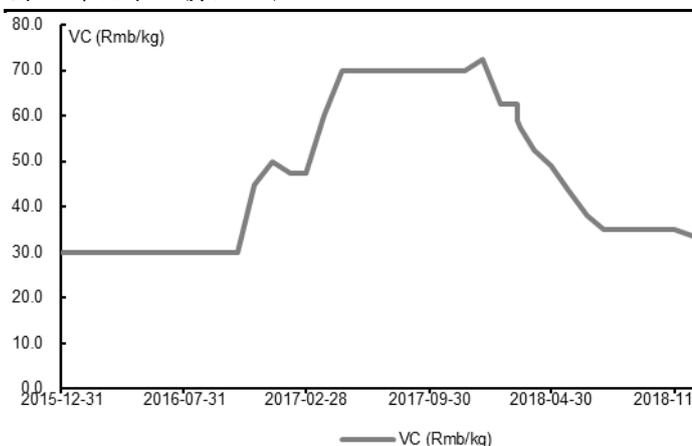
❖ 維持買入，新目標價為 18.80 港元。公司管理層對公司核心創新藥和仿製藥增速仍較樂觀，維持未來 3 年銷售和淨利潤 20%-30% 年複合增長率不變。受益于現有創新藥物強勁增速及豐厚研發管線，預計石藥將保持其增長態勢。石藥目前估值為 FY18/19E 預測市盈率 19.6 倍/16.1 倍（FY18E PEG 為 0.81 倍），低於過去 3 年平均市盈率 23.4 倍的 1 個標準差，創歷史 3 年新低。我們認為，考慮到石藥未來 20-30% 的增速和豐厚研發管線，石藥應享有高於同業的估值溢價。我們維持買入評級，新目標價為 18.80 港元，對應 FY18E / 19E 預測市盈率 32x/ 26.7x。

圖 1：預測更新

	2018			2019		
	Old	New	Change	Old	New	Change
恩必普	4,796	4,796	0.0%	6,405	6,166	-3.7%
歐來寧	1,823	1,823	0.0%	2,431	2,190	-9.9%
玄寧	1,109	1,109	0.0%	1,716	1,603	-6.6%
抗腫瘤產品	1,970	1,970	0.0%	2,640	2,640	0.0%
創新藥	9,698	9,698	0.0%	14,127	13,534	-4.2%
普藥	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%
維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%
原料藥	4,725	4,725	0.0%	5,171	4,930	-4.7%
總收入	20,413	20,413	0.0%	26,545	25,295	-4.7%
銷售成本	(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%
其他收益及虧損	146	124	-14.8%	137	139	1.7%
銷售費用	(6,049)	(6,044)	-0.1%	(7,954)	(7,592)	-4.6%
行政開支	(975)	(978)	0.4%	(1,231)	(1,166)	-5.3%
其他費用	(1,212)	(1,212)	0.0%	(1,978)	(1,895)	-4.2%
經營利潤	4,539	4,519	-0.4%	5,644	5,513	-2.3%
非核心業務	0	1	N/A	0	1	N/A
財務費用	(27)	(27)	-0.1%	(29)	(29)	-0.7%
聯營公司收入	34	34	0.0%	37	37	0.0%
稅前利潤	4,545	4,525	-0.4%	5,652	5,521	-2.3%
所得稅	(909)	(905)	-0.4%	(1,130)	(1,104)	-2.3%
非控股權益	(26)	(26)	0.0%	(31)	(30)	-5.7%
淨利潤	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
經營利潤率	22.2%	22.1%	-0.1 ppt	21.3%	21.8%	0.5ppt
淨利率	17.7%	17.6%	-0.1 ppt	16.9%	17.3%	0.4ppt

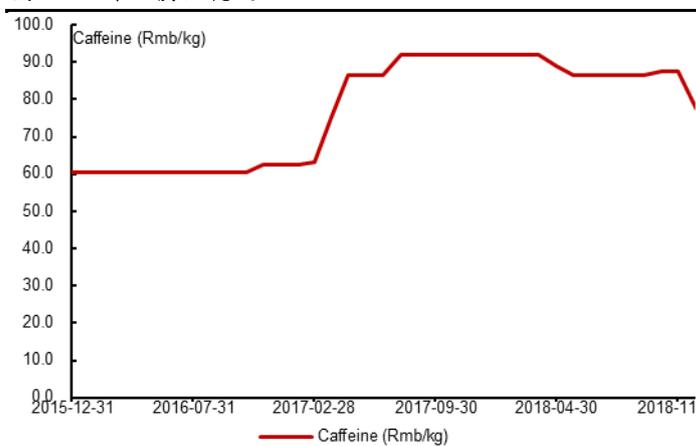
資料來源：公司，招銀國際預測

圖 2：維生素 C 價格回落



資料來源：萬得、招銀國際研究預測

圖 3：咖啡因價格穩定



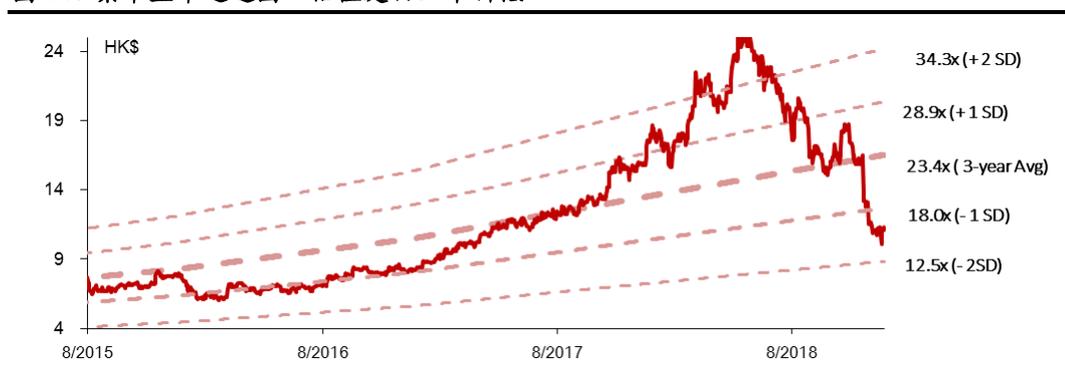
資料來源：萬得、招銀國際研究預測

圖 4: 同業估值

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
石藥集團	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
復星醫藥	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
中國生物製藥	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
白雲山	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
麗珠集團	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
三生製藥	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
綠葉製藥	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
復旦張江	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

圖 5: 石藥市盈率通道圖，估值處於三年新低



資料來源：wind，招銀國際預測

財務報表

利潤表

年結：12月31日（百萬港元）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	12,369.0	15,462.5	20,413.2	25,294.9	30,430.8
創新藥	4,774.0	6,582.2	9,697.6	13,534.1	17,716.1
普藥	4,193.0	4,792.2	5,990.3	6,830.4	7,609.7
原料藥	3,402.0	4,088.1	4,725.4	4,930.4	5,105.0
銷售成本	(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
銷售費用	(2,788.2)	(4,374.6)	(6,043.7)	(7,591.8)	(8,949.3)
行政費用	(553.7)	(682.0)	(978.4)	(1,165.8)	(1,490.8)
研發開支	(403.1)	(815.3)	(1,212.2)	(1,894.8)	(2,480.3)
其他開支	(21.3)	(112.9)	-	-	-
息稅前收益	2,649.5	3,481.6	4,518.9	5,513.0	6,654.9
應佔聯營公司利潤	27.6	10.3	33.9	37.3	41.0
淨財務收入 / (支出)	(41.7)	(26.6)	(27.3)	(29.0)	(30.5)
稅前利潤	2,635.3	3,465.3	4,525.5	5,521.3	6,665.3
所得稅	(522.1)	(685.2)	(905.1)	(1,104.3)	(1,333.1)
非控制股東權益	(12.4)	(9.5)	(26.0)	(29.6)	(33.0)
淨利潤	2,100.8	2,770.5	3,594.4	4,387.4	5,299.3
核心淨利潤	2,100.8	2,786.5	3,594.4	4,387.4	5,299.3
息稅折攤前收益	3,237.2	4,198.2	5,459.6	6,523.9	7,738.2

資料來源：公司，招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬港元）	FY16A	FY17A	FY18A	FY19A	FY20A
非流動資產	6,332.6	7,908.0	8,947.4	8,898.5	8,809.3
物業、廠房及設備	5,415.0	6,662.5	6,742.9	6,786.3	6,785.5
商譽	111.8	121.7	121.7	121.7	121.7
無形資產	79.2	103.2	755.4	643.9	532.6
其他非流動資產	726.5	1,020.5	1,327.3	1,346.5	1,369.4
流動資產	8,427.6	13,634.7	16,089.2	19,815.4	24,726.9
現金及現金等值物	3,234.7	5,238.0	7,105.9	9,879.0	13,509.7
應收貿易款項	3,124.0	3,880.8	5,122.2	5,668.6	6,484.9
存貨	1,933.1	2,900.8	2,958.0	3,345.9	3,777.8
其他流動資產	135.8	1,615.1	903.1	922.0	954.5
流動負債	4,084.7	5,759.9	6,427.4	6,839.2	7,676.0
銀行貸款	897.8	927.3	783.8	868.7	894.7
應付貿易賬款	3,038.5	4,573.2	5,384.2	5,711.1	6,521.8
其他流動負債	148.4	259.4	259.4	259.4	259.4
非流動負債	484.2	375.4	467.7	467.3	525.6
銀行貸款	240.4	59.8	123.3	94.6	118.6
其他非流動負債	243.8	315.6	344.5	372.7	407.0
淨資產總值	10,191.3	15,407.4	18,141.5	21,407.3	25,334.5
少數股東權益	83.7	85.0	111.0	140.6	173.6
股東權益	10,107.6	15,322.4	18,030.5	21,266.8	25,161.0

資料來源：公司，招銀國際預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬港元）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	2,649.5	3,481.6	4,518.9	5,513.0	6,654.9
折攤和攤銷	587.7	716.5	940.7	1,010.9	1,083.3
營運資金變動	218.8	(269.7)	(458.7)	(579.1)	(403.2)
稅務開支	(479.2)	(575.1)	(905.1)	(1,104.3)	(1,333.1)
其他	(60.6)	(65.2)	(60.9)	(75.9)	(94.7)
經營活動所得現金淨額	2,916.3	3,288.1	4,034.9	4,764.7	5,907.2
資本開支	(1,131.0)	(1,592.4)	(1,677.1)	(925.3)	(953.8)
存放结构性銀行存款	-	(1,342.7)	-	-	-
其他	(196.3)	(352.3)	476.4	28.6	32.3
投資活動所得現金淨額	(1,327.4)	(3,287.3)	(1,200.7)	(896.8)	(921.4)
債務變化	(365.4)	30.7	(80.0)	56.3	50.1
派息	(654.5)	(750.0)	(886.3)	(1,151.1)	(1,405.1)
融資活動所得現金淨額	(456.7)	1,631.4	(966.3)	(1,094.9)	(1,355.0)
現金淨變動	1,132.3	1,632.2	1,867.8	2,773.1	3,630.7
年初現金及現金等值物	2,313.0	3,234.7	5,238.0	7,105.9	9,879.0
匯兌差額	(210.6)	296.4	-	-	-
存放時到期限超過三個月之銀行存款	-	74.7	-	-	-
年末現金及現金等值物	3,234.7	5,238.0	7,105.9	9,879.0	13,509.7

資料來源：公司，招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
創新藥	38.6	42.6	47.5	53.5	58.2
普藥	33.9	31.0	29.3	27.0	25.0
原料藥	27.5	26.4	23.1	19.5	16.8
總額	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
息稅折攤前利潤率	26.2	27.2	26.7	25.8	25.4
稅前利率	21.3	22.4	22.2	21.8	21.9
淨利潤率	17.0	17.9	17.6	17.3	17.4
核心淨利潤率	17.0	18.0	17.6	17.3	17.4
有效稅率	19.8	19.8	20.0	20.0	20.0
增長 (%)					
收入	8.6	25.0	32.0	23.9	20.3
毛利	20.8	48.1	35.1	26.9	21.1
息稅折攤前利潤	16.8	29.7	30.0	19.5	18.6
經營利潤	22.3	31.4	29.8	22.0	20.7
淨利潤	26.2	31.9	29.7	22.1	20.8
核心淨利潤	25.2	32.6	29.0	22.1	20.8
資產負債比率					
流動比率 (x)	2.1	2.4	2.5	2.9	3.2
平均應收賬款周轉天數	44.9	39.3	38.4	35.9	31.6
平均應付賬款周轉天數	56.2	77.6	79.1	81.5	81.6
平均存貨周轉天數	113.0	144.2	137.4	124.1	118.0
淨負債/權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	20.8	18.1	19.9	20.6	21.1
資產回報率	14.2	12.9	14.4	15.3	15.8
每股數據					
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
每股帳面值(港元)	1.62	2.46	2.89	3.41	4.03

資料來源：公司，招銀國際預測

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: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

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责任。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士。