

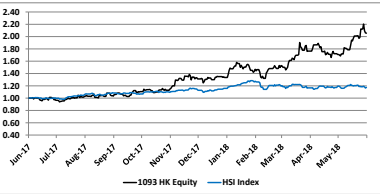
石藥集團 (1093.HK)

中國醫療健康

評級	買入
目標價	港元 32.00 (12/18)
前收市價	港元 24.55
52 週高低	港元 10.94-26.75
市值	港元 1,530 億

資料來源：港交所，彭博，時富

股價相對表現



資料來源：彭博，時富

CASH Research
research@cash.com.hk
1 June 2018
Gary Tsz Yeung KONG
Research Analyst
Tel: (+852) 2287-8487
gary.kong@cash.com.hk

投資亮點

18 財年第一季度業績亮眼：5 月 25 日，石藥集團發布截至 2018 年 3 月 31 日止的第一季度業績。收入按年增長 55.21% 至 53.87 億港元，創新藥銷售額按年增長 66% 至 23.57 億港元，普通仿製藥銷售額按年增長 49.2% 至 16.96 億港元；原料藥達 13.35 億港元，按年增長 45.99%。毛利按年上漲 74.98%，毛利率為 64.27%，原因是產品結構轉向更高毛利率創新藥物。石藥集團的銷售及毛利率也令市場感到意外。股東應佔盈利按年上升 42.6% 至 9.1 億港元，每股盈利 0.15 港元。

恩必普收入增長勢頭依然強勁：據公司統計，恩必普膠囊在 2018 財年第一季錄得按年增長 45%。這對市場來說是一個驚喜。此外，在 2018 年 3 月，恩必普膠囊被美國 FDA 批准用於治療肌萎縮性側索硬化症（ALS）的孤兒藥。該藥物適應症自 2015 年 7 月起也在中國進行臨床研究。我們認為新適應症可有助延長恩必普專利期，為恩必普帶來新的市場潛力和機遇。展望未來，鑑於恩必普於縣級醫院滲透率仍低，我們相信增長將可持續。

腫瘤學藥物是另一個增長引擎：我們看到石藥集團腫瘤藥組合的收入增長非常快速。2018 財年第一季度，石藥集團多美素銷售額按年增長 78% 至 1.96 億，津優力銷售按年增長 119% 至 1.51 億，其他腫瘤藥物銷售按年增長 110% 至 5,600 萬。此外，二月份，石藥集團宣布，該集團研發的“注射用紫杉醇（白蛋白結合）”已獲得國家食品藥品監督管理局藥品註冊批准。該藥於今年 3 月單月銷售達 1,500 萬。截至 5 月 23 日，該藥銷售更達 5,500 萬。管理層預期該藥全年銷售可達 2-3 億。鑑於中國的強勁需求，我們預計石藥集團現有腫瘤藥組合的收入增長將可持續。

重申買入評級，18 年 12 月目標價 32 港元：石藥集團 18/19 年每股預測盈利為 0.61/0.83 港元。我們重申其「買入」評級，並上調 18 年 12 月目標價至 32 港元(前為 22 港元)，建基於 1.2 倍 19 財年 PEG 比率，及 18-20 財年預測年度化盈利增長為 32%。主要下行風險包括：1) 石藥集團主要產品如恩必普銷售增長意外放緩；2) 管道藥物的研發延遲或失敗；3) 中國政府限制藥物使用；4) 國內和國外的競爭加劇。

圖 1. 主要財務數據

	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
Revenue	12,369	15,463	21,380	27,060	33,585
Gross profit	6,309	9,346	13,857	18,393	23,876
Operating profit	2,649	3,482	4,774	6,525	8,293
EBITDA	3,237	4,198	5,542	7,411	9,334
Net profit After tax	2,113	2,780	3,807	5,217	6,636
Income attr. to shareholders	2,101	2,771	3,797	5,207	6,626
EPS	0.35	0.45	0.61	0.83	1.06

資料來源: 彭博, 時富預測

圖 2. 預測更新

	FY18E		FY19E		% Change	
	Old	New	Old	New	FY18E	FY19E
Revenue	16,669	21,380	19,044	27,060	28.3%	42.1%
Gross profit	9,980	13,857	11,711	18,393	38.8%	57.1%
Operating profit	4,566	4,774	5,491	6,525	4.6%	18.8%
EBITDA	5,311	5,542	6,324	7,411	4.4%	17.2%
Net profit After tax	3,652	3,807	4,382	5,217	4.2%	19.1%
Income attr. to shareholders	3,639	3,797	4,369	5,207	4.3%	19.2%
EPS	0.59	0.61	0.70	0.83	3.1%	19.1%

資料來源: 彭博, 時富預測

圖 3. 石藥集團銷售及毛利率主要假設

Sales Breakdown (In million HKD)					
	2016	2017	Forecast		
	Revenue				
Finished Drugs					
Innovative Drugs	4,774	6,582	10,662	15,443	21,141
NBP	2,648	3,567	5,200	7,122	9,716
Capsules	1,403	1,794	2,550	3,468	4,767
Injections	1,245	1,773	2,650	3,654	4,949
Oulaining	1,073	1,310	2,200	2,942	3,319
Capsules	286	395	553	636	668
Injections	787	915	1,647	2,306	2,652
Xuanning	456	672	1,142	1,782	2,581
Duomeisu	356	523	863	1,312	1,857
Jinyouli	153	375	810	1,468	2,183
Albumin-bound PTX			250	539	1,102
Other oncology drugs	88	134	196	278	383
Common generic drugs	4,193	4,793	5,410	6,037	6,666
Total Finished Drugs	8,967	11,375	16,072	21,480	27,807
Bulk Drugs					
Antibiotics	1,334	1,215	1,458	1,632	1,728
Vitamin C	1,309	1,854	2,781	2,837	2,893
Caffeine and others	760	1,019	1,070	1,113	1,157
Total Bulk Drugs	3,402	4,088	5,309	5,581	5,779
Revenue (excluding pipeline)	12,369	15,463	21,381	27,061	33,586
YoY%		25.0%	38.3%	26.6%	24.1%
Finished drugs as a % of total revenue	72.5%	73.6%	75.2%	79.4%	82.8%
Bulk Drugs as a % of total revenue	27.5%	26.4%	24.8%	20.6%	17.2%
	Gross Profit				
Finished drugs	5,815	8,129	12,107	16,632	22,116
Antibiotics	123	172	233	275	307
Vitamin C	126	754	1,209	1,150	1,088
Caffeine and others	245	291	308	336	366
	Gross Profit Margin				
Finished drugs	64.85%	71.46%	75.33%	77.43%	79.53%
Antibiotics	9.22%	14.16%	15.96%	16.86%	17.76%
Vitamin C	9.63%	40.67%	43.48%	40.54%	37.60%
Caffeine and others	32.24%	28.56%	28.79%	30.21%	31.62%
Gross Profit	6,309	9,346	13,857	18,393	23,876
Gross margin	51.01%	60.44%	64.81%	67.97%	71.09%

資料來源: 彭博, 時富預測

估值：石藥集團 18/19 年每股預測盈利為 0.61/0.83 港元。我們亦推出對 2020 財年的盈利預測，預計石藥集團 2020 財年每股盈利將達 1.06 港元。我們重申其「買入」評級，並上調 18 年 12 月目標價至 32 港元(前為 22 港元)，建基於 1.2 倍 19 財年 PEG 比率，及 18-20 財年預測年度化盈利增長為 32%。考慮到保守原則，我們沒有把石藥集團的管道藥物加進我們的財務模型中。主要下行風險包括：1) 石藥集團主要產品如恩必普銷售增長意外放緩；2) 管道藥物的研發延遲或失敗；3) 中國政府限制藥物使用；4) 國內和國外的競爭加劇。

圖 4. 預測市盈率

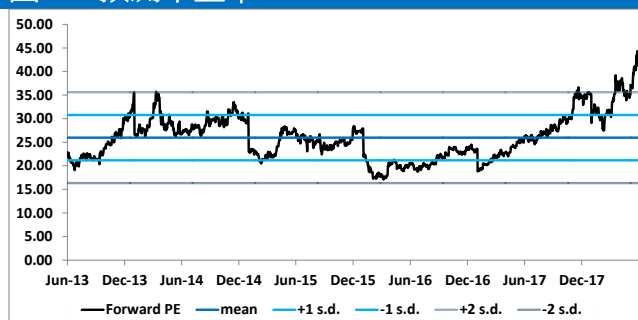
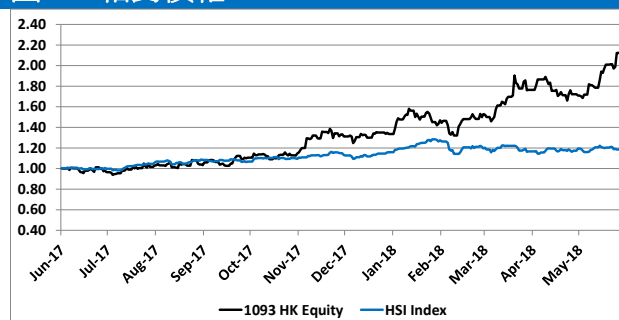


圖 5. 相對價格



資料來源: 彭博, 時富

石藥集團

損益表 (百萬港元)

12月31日	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
收入	15,463	21,380	27,060	33,585
銷售成本	(6,117)	(7,523)	(8,667)	(9,709)
毛利	9,346	13,857	18,393	23,876
行政、銷售及推廣費用	(5,057)	(8,179)	(10,722)	(14,158)
研究及開發成本	(815)	(912)	(1,154)	(1,433)
其他支出	8	8	8	8
員工股權成本	0	0	0	0
經營盈利	3,482	4,774	6,525	8,293
EBITDA	4,198	5,542	7,411	9,334
折舊	(613)	(718)	(832)	(979)
攤銷	(104)	(51)	(54)	(62)
EBIT	3,482	4,774	6,525	8,293
淨利息支出	(27)	(60)	(64)	(75)
聯營投資虧損	10	32	44	55
其他收益	0	0	0	0
扣除所得稅前利潤	3,465	4,746	6,504	8,274
所得稅	(685)	(939)	(1,287)	(1,638)
扣除所得稅後利潤	2,780	3,807	5,217	6,636
非控制性權益	(10)	(10)	(10)	(10)
其他損益	0	0	0	0
優先股權益	0	0	0	0
經調整後扣除所得稅後利潤	2,780	3,807	5,217	6,636
非經常性損益	0	0	0	0
權益持有人應佔盈利	2,771	3,797	5,207	6,626
股息	(726)	(1,139)	(1,562)	(1,988)
儲備	2,044	2,658	3,645	4,638
每股盈利	0.45	0.61	0.83	1.06
每股股息	0.15	0.18	0.25	0.32

現金流量表 (百萬港元)

12月31日	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
股東應佔溢利	2,780	3,807	5,217	6,636
非現金項目	717	768	886	1,041
營運資金變動	(1,633)	(1,528)	(759)	(901)
經營活動的現金流量	3,288	3,047	5,345	6,776
資本開支	(1,164)	(1,609)	(2,036)	(2,527)
自由現金流	2,124	1,438	3,308	4,248
其他非流動資產	(39)	(12)	(12)	(12)
其他非流動負債	72	6	6	7
調整	(300)	(57)	(70)	(86)
計及投資活動後現金流量	(3,287)	(1,672)	(2,113)	(2,619)
股息	(726)	(1,139)	(1,562)	(1,988)
股份發行所得款	2,353	0	0	0
債項所得款	(151)	720	(110)	63
可換股債券發行所得款	0	0	0	0
其它	1,094	0	0	0
融資活動的現金流量	1,631	(419)	(1,672)	(1,925)
淨現金流量	1,632	956	1,560	2,232
年初現金及現金等價物	3,235	5,163	6,119	7,679
調整	296	0	0	0
年終現金及現金等價物	5,163	6,119	7,679	9,911
年終淨負債	(4,176)	(4,413)	(6,082)	(8,252)

資料來源：公司資料、時富

1093.HK, 買入, 目標價: 港元32

資產負債表 (百萬港元)

12月31日	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
現金及現金等價物	5,163	6,119	7,679	9,911
可轉讓證券	1,395	1,423	1,451	1,480
應收賬款	2,334	3,222	4,078	5,061
存貨	2,901	3,092	3,562	3,990
其他非流動資產	1,842	1,878	1,916	1,954
總流動資產	13,635	15,734	18,686	22,397
長期投資	427	435	444	453
固定資產	6,663	7,554	8,758	10,307
商譽	122	122	122	122
其他無形資產	103	101	109	124
其他長期資產	594	606	618	630
總資產	21,543	24,552	28,736	34,032
短期債務	927	1,647	1,537	1,600
應收賬款及其他應收款	4,513	4,122	4,749	5,320
其他流動債務	319	326	332	339
總流動債務	5,760	6,095	6,618	7,259
長期債務	60	60	60	60
可換股債務	0	0	0	0
其他長期債務	316	322	328	335
總負債	6,135	6,477	7,006	7,654
非控制性權益	85	95	105	115
優先股權益	0	0	0	0
股本	12,922	12,922	12,922	12,922
留存收益	7,042	9,700	13,344	17,983
股息	726	1,139	1,562	1,988
其他權益及儲備	(4,642)	(4,642)	(4,642)	(4,642)
總權益	15,407	18,075	21,730	26,378
總權益及負債	21,543	24,552	28,736	34,032

主要比率

	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
成長 (%)				
收入	25.0%	38.3%	26.6%	24.1%
毛利	48.1%	48.3%	32.7%	29.8%
經營盈利	31.4%	37.1%	36.7%	27.1%
權益持有人應佔盈利	31.9%	37.0%	37.1%	27.3%
盈利能力 (%)				
毛利率	60.4%	64.8%	68.0%	71.1%
經營利潤率	22.5%	22.3%	24.1%	24.7%
淨利潤率	18.0%	17.8%	19.3%	19.8%
派息率	26.2%	30.0%	30.0%	30.0%
平均股本回報率	23.7%	29.5%	40.4%	51.4%
平均資產回報率	15.3%	16.5%	19.6%	21.1%
流動性 (x)				
流動比率	2.4	2.6	2.8	3.1
利息覆蓋率	130.7	79.9	102.0	110.8
槓桿比率				
淨負債/EBITDA (x)	0.9	0.7	0.8	0.8
淨負債/權益 (%)	24.7%	22.3%	26.2%	29.8%

資料來源：公司資料、時富