

中期業績符預期；抗癌業務迎機遇

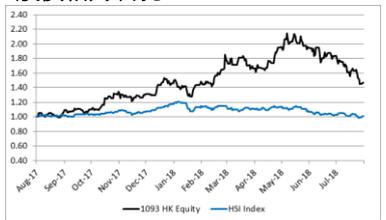
石藥集團 (1093.HK)

中國醫療

評級	買入
目標價	港元 28.00 (12/18)
前收市價	港元 17.82
52 週高低	港元 11.98-26.75
市值	港元 1,112 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
21 August 2018
Cynthia Tam
Tel: (+852) 2287-8466
cynthia.tam@cash.com.hk

投資亮點

中期業績符合預期：昨日石藥集團發佈截至 2018 年 6 月 30 日止的中期業績。收入按年增長 49.8%至 100.8 億港元，創新藥銷售額按年增長 65.3%至 48.7 億港元，普通仿製藥銷售額按年增長 42.3%；原料藥按年增長 35.1%。毛利按年上漲 67.1%，毛利率從上年同期的 57.3%增至 63.9%，原因是產品結構轉向更高毛利率創新藥物。創新藥物佔整體銷售 45.2%，佔比增 4.2 個百分點。石藥集團的銷售及毛利均表現理想，惟經營溢利率由 23.3%降至 21.5%，當中創新藥物經營溢利率錄得 6 個百分點跌幅，主要因為研發開支與銷售及分銷費用分別按年增 112%及 93.6%，後者歸因於銷售力度及銷售團隊擴大。淨利率因此由 18.3%降至 17.1%，我們認為石藥整體表現良好，因現時的經營費用增加可支持將來的業務增長，尤其是抗腫瘤分部的發展。

現有藥物增長勢頭依然強勁：恩必普在上半年銷售錄得按年增長 42.6%，主要受惠於恩必普注射劑被納入 2017 年國家醫保目錄，其銷售錄得 57.5%按年升幅。受惠於集團轉用自營銷售，歐來寧/玄寧銷售按年增 78.1%/105.2%。除了創新藥物外，石藥之普藥分部亦取得了良好成績。2018 年上半年，普藥業務銷售收入增 42.3%至 33 億港元。隨著更多藥物通過生物等效性測試，其售價及銷量均有所增長。

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。上半年，石藥集團抗腫瘤藥品銷售收入按年增長 109.2%至 9.07 億港元，當中多美素銷售額按年增長 80.6%至 4.07 億港元，津優力銷售按年增長 113.8%至 3.29 億港元。此外，三月份才上市的克艾力“注射用紫杉醇（白蛋白結合）”錄得銷售收入 8,600 萬港元，覆蓋 290 間醫院。

展望未來，克艾力的滲透率將在各個省份有所增加，銷售團隊規模也將擴大。儘管恒瑞有新的競爭產品推出，但鑑於內地市場有着強勁的替代需求，整個市場潛力巨大，管理層對白蛋白紫杉醇的銷售前景充滿信心。管理層指引 18/19 財年的銷售額將超過 3 億/ 10 億港元。同時，腫瘤學組合的銷售團隊將在今年年底達到 1,800 人（6 月份為 1,100 人，7 月為 1,200 人）。

研發可支持未來增長：目前石藥有在研藥品約 200 個，其中新靶點大份子生物藥、細胞免疫治療及幹細胞領域 25 個，小份子新藥 30 個，包括 DBPR108, SKLB1028 等。對於小份子藥物，美國有 3 個正在進行臨床試驗，分別是左旋氨氯地平、丁苯酞軟膠囊和 CSPCHA115 膠囊。

管理層認為，未來的趨勢將是大份子應用、大份子小分子連用，以及免疫療法。我們認為，早前石藥與君實的戰略合作協議顯示了公司想擴大腫瘤業務的決心。料於 2020 年後上市的 PD1 應用將有助石藥提升其腫瘤領域的地位，以及拉動其整體增長。

圖. 石藥集團銷售及毛利率主要假設

Sales Breakdown (In million HKD)					
	2016	2017	Forecast		
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
	Revenue				
Finished Drugs					
Innovative Drugs	4,774	6,582	11,245	16,492	25,181
NBP	2,648	3,567	5,149	6,592	9,620
Capsules	1,403	1,794	2,434	3,150	4,550
Injections	1,245	1,773	2,715	3,442	5,070
Oulaining	1,073	1,310	2,333	3,086	3,466
Capsules	286	395	722	830	871
Injections	787	915	1,611	2,256	2,595
Xuanning	456	672	1,377	1,956	2,531
Duomeisu	356	523	945	1,399	1,936
Jinyouli	153	375	802	1,235	1,635
Albumin-bound PTX			306	1,003	2,665
Other oncology drugs	88	134	419	1,222	3,329
Common generic drugs	4,193	4,793	6,819	8,250	9,463
Total Finished Drugs	8,967	11,375	18,063	24,742	34,644
Bulk Drugs					
Antibiotics	1,334	1,215	1,486	1,665	1,763
Vitamin C	1,309	1,854	2,935	2,994	3,054
Caffeine and others	760	1,019	1,035	1,076	1,119
Total Bulk Drugs	3,402	4,088	5,456	5,734	5,935
Revenue (excluding pipeline)	12,369	15,463	23,520	30,477	40,579
YoY%		25.0%	52.1%	29.6%	33.1%
Finished drugs as a % of total revenue	72.5%	73.6%	76.8%	81.2%	85.4%
Bulk Drugs as a % of total revenue	27.5%	26.4%	23.2%	18.8%	14.6%
	Gross Profit				
Finished drugs	5,815	8,129	13,473	18,972	27,292
Antibiotics	123	172	252	297	330
Vitamin C	126	754	1,260	1,127	989
Caffeine and others	245	291	254	272	292
	Gross Profit Margin				
Finished drugs	64.85%	71.46%	74.59%	76.68%	78.78%
Antibiotics	9.22%	14.16%	16.93%	17.83%	18.73%
Vitamin C	9.63%	40.67%	42.93%	37.66%	32.38%
Caffeine and others	32.24%	28.56%	24.58%	25.32%	26.07%
Gross Profit	6,309	9,346	15,239	20,669	28,903
Gross margin	51.01%	60.44%	64.79%	67.82%	71.23%

資料來源: 彭博, 時富預測

重申買入評級，18年12月目標價28港元：我們把石藥集團19/20年每股預測盈利修正至0.84/1.17港元(原先為0.83/1.06港元)，主要反映抗腫瘤藥品銷售優於我們預期。我們重申其「買入」評級，但鑑於近期醫藥相關股份被內地假疫苗事件影響投資情緒，我們把18年12月目標價下調至28港元(前為32港元)，相當於19/20年預測市盈率33倍/24倍。主要下行風險包括：1) 石藥集團主要產品銷售增長意外放緩；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. 預測市盈率



圖. 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	23,519	30,476	40,578
銷售成本	(6,117)	(8,281)	(9,807)	(11,676)
毛利	9,346	15,238	20,668	28,902
行政、銷售及推廣費用	(5,057)	(8,927)	(11,986)	(16,955)
研究及開發成本	(815)	(1,646)	(2,133)	(2,840)
其他支出	8	8	8	8
員工股權成本	0	0	0	0
經營盈利	3,482	4,672	6,557	9,115
EBITDA	4,198	5,357	7,351	10,064
折舊	(613)	(633)	(741)	(888)
攤銷	(104)	(52)	(53)	(61)
EBIT	3,482	4,672	6,557	9,115
淨利息支出	(27)	(35)	(51)	(44)
聯營投資虧損	10	31	44	61
其他收益	0	0	0	0
扣除所得稅前利潤	3,465	4,669	6,550	9,132
所得稅	(685)	(924)	(1,296)	(1,808)
扣除所得稅後利潤	2,780	3,745	5,254	7,325
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	3,745	5,254	7,325
非經常性損益	0	0	0	0
權益持有人應佔盈利	2,771	3,735	5,244	7,314
股息	(726)	(1,121)	(1,573)	(2,194)
儲備	2,044	2,615	3,671	5,120
每股盈利	0.45	0.60	0.84	1.17
每股股息	0.15	0.18	0.25	0.35

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	3,745	5,254	7,325
非現金項目	717	685	794	950
營運資金變動	(1,633)	(1,746)	(899)	(1,327)
經營活動的現金流量	3,288	2,683	5,149	6,947
資本開支	(1,164)	(1,770)	(2,293)	(3,054)
自由現金流	2,124	913	2,855	3,893
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)	(62)	(78)	(102)
計及投資活動後現金流量	(3,287)	(1,838)	(2,377)	(3,161)
股息	(726)	(1,121)	(1,573)	(2,194)
股份發行所得款	2,353	0	0	0
債項所得款	(151)	289	(310)	(249)
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	(831)	(1,883)	(2,444)
淨現金流量	1,632	14	888	1,342
年初現金及現金等價物	3,235	5,163	5,177	6,065
調整	296	0	0	0
年終現金及現金等價物	5,163	5,177	6,065	7,408
年終淨負債	(4,176)	(3,901)	(5,099)	(6,691)

資料來源：公司資料、時富

1093.HK, 買入, 目標價: 港元28

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	5,177	6,065	7,408
可轉讓證券	1,395	1,423	1,451	1,480
應收賬款	2,334	3,544	4,592	6,115
存貨	2,901	3,403	4,030	4,798
其他非流動資產	1,842	1,878	1,916	1,954
總流動資產	13,635	15,425	18,055	21,755
長期投資	427	435	444	453
固定資產	6,663	7,800	9,352	11,517
商譽	122	122	122	122
其他無形資產	103	105	122	154
其他長期資產	594	606	618	630
總資產	21,543	24,493	28,713	34,631
短期債務	927	1,216	907	657
應收賬款及其他應收款	4,513	4,537	5,374	6,398
其他流動債務	319	326	332	339
總流動債務	5,760	6,079	6,613	7,394
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	6,461	7,001	7,788
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	9,656	13,327	18,447
股息	726	1,121	1,573	2,194
其他權益及儲備	(4,642)	(4,642)	(4,642)	(4,642)
總權益	15,407	18,032	21,712	26,842
總權益及負債	21,543	24,493	28,713	34,631

主要比率

	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
成長 (%)				
收入	25.0%	52.1%	29.6%	33.1%
毛利	48.1%	63.0%	35.6%	39.8%
經營盈利	31.4%	34.2%	40.3%	39.0%
權益持有人應佔盈利	31.9%	34.8%	40.4%	39.5%
盈利能力 (%)				
毛利率	60.4%	64.8%	67.8%	71.2%
經營利潤率	22.5%	19.9%	21.5%	22.5%
淨利潤率	18.0%	15.9%	17.2%	18.1%
派息率	26.2%	30.0%	30.0%	30.0%
平均股本回報率	23.7%	29.0%	40.7%	56.7%
平均資產回報率	15.3%	16.3%	19.7%	23.1%
流動性 (x)				
流動比率	2.4	2.5	2.7	2.9
利息覆蓋率	130.7	135.2	128.3	209.1
槓桿比率				
淨負債/EBITDA (x)	0.9	0.7	0.6	0.6
淨負債/權益 (%)	24.7%	19.6%	21.7%	23.5%

資料來源：公司資料、時富