



買入

日期：2019年04月03日

恒生指數：29,624

收市價：14.96 港元
12個月目標價：18.50 港元
上升/下跌空間：+23.7%

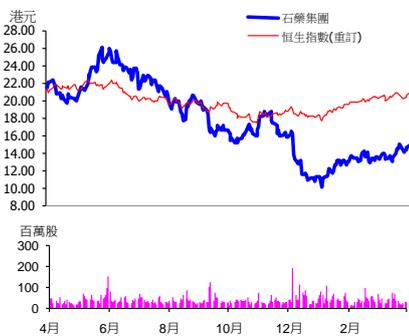
行業：藥品

股份資料

股票代號：1093 HK
 市值：932.96 億港元
 總發行股數：62.36 億
 每股帳面值 (2018)：2.74 港元
 市賬率 (2018)：5.45 倍
 每日平均成交 (30 天)：4.8 億港元
 估計流通量：76.84%
 平均股本回報率 (2018)：11.27%
 資產回報率 (2018)：15.3%
 12 個月高/低：港元 26.75/9.90
 主要股東：Massive Giant Group Ltd - 10.18%

註：財務資料及比率截至 2018 年 12 月 31 日
 來源：公司、彭博

股價圖



來源：彭博

分析員：蔣丹清 (CE: BOD769)
 信箱：arya.jiang@sctrade.com

重要提示：請參閱本報告頁尾之披露及免責聲明。

石藥集團 (1093 HK)

創新藥成推動力，研發持續加碼，穩步向好

➤ **創新藥發展強勁+研發管線豐富，估值修復態勢可期** - 2018 年是醫療體制改革不斷深化的一年，4+7 帶量採購、輔藥目錄政策的出臺，使得藥企普遍下跌。石藥也受市場恐慌情緒影響，估值處於低位。但公司的核心品種主要為創新藥，著重覆蓋心腦血管和抗腫瘤兩個市場規模最大的市場，旗下產品恩必普、歐萊寧、抗腫瘤藥等都有一定的市場基礎，公司涉及帶量採購的品種也基本沒有中標，各不利事件對企業影響不大。恩必普+抗腫瘤產品組合，保證了石藥增長的確定性，加上研發管線的豐富使得在研新品種的陸續上市，確定性和增長性相結合，公司也有望重新迎來自己的新的開端，估值可望修復。據此公司 2019 年的預測每股盈利為 0.72 元 (港幣，下同)，以公司過去兩年平均市盈率給出 25.7 倍目標市盈率，推算目標價為 18.50 元，潛在升幅約 23.7%，建議買入。

➤ **18 年業績符合市場預期，實現從“原料藥到創新藥”的轉型** - 18 年收入 210.3 億元，同比增長 36.0%，純利 36.5 億元，同比增長 28.4%，符合市場預期。毛利率同比提升 5.8 百分點至 66.2%，公司盈利結構持續優化。其中創新藥業務收入 103.44 億大幅增長 57.2%，佔公司總收入的百分比由 2017 年的 42.6% 進一步增加至 2018 年的 49.2%，成為核心業務；普藥業務收入 62.09 億同比增長 29.6%，佔比 29.5%；原料藥業務收入 44.76 億同比增長 9.5%，較上半年 35% 增速放緩，收入佔公司總收入比 21.3%，近期公司逐漸剝離原料藥 (維生素 C 和咖啡因產品) 等業務板塊進行單獨上市。由此可見集團基本實現了從“原料藥到創新藥”的轉型。公司淨利潤增速慢於收入增速，主要受到銷售開支及研發投入大幅加大影響。

➤ **恩必普強勁增長有望維持，抗腫瘤產品成公司新增長引擎** - 新醫保執行及公司不斷加速重點城市及醫院的開拓、終端管道下沉，使得創新藥板塊繼續保持強勁增長。其中第一大驅動因素急性缺血性腦卒用藥恩必普銷售收入強勁增長 36.5% 至 48.7 億港元。隨著空白地級市場 (尤其是縣級和社區衛生服務中心等基層) 的滲透率提升，預計該產品仍能維持穩健增長。第二大驅動因素抗腫瘤生物領域銷售收入 23.1 億港幣，同比增速約 123.3%，核心產品用於癌症的多美素銷售收入增長 81.1% 至 9.5 億港幣，降低化療後感染的津優力銷售收入增速 102.8% 至 7.6 億港幣，剛上市的靶向化療藥克艾力銷售收入 4.3 億港元。預計未來抗癌藥品種有望進入醫保，加上腫瘤產品群需求不斷增長，腫瘤生物藥將迎來新一輪高速增長，成為公司新的增長引擎。

➤ **研發加碼，併購齊舉，為公司長期發展助燃助力** - 2018 年研發投入約 15.83 億港元 (佔營收 7.5%)，而 2017 年則為 8.15 億港元 (佔營收 5.3%)，同比增速約 94.2%。公司持續加大產品研發的投入，目前在研產品達 300 餘個。同時，公司正尋找擁有強大藥品研發能力及在研品種收購目標，並於近期完成了多項並購：19 年 1 月，收購英創醫藥 5 個小分子腫瘤新藥的獨家開發和商業化權利；收購永順 100% 股權，其擁有 3 個單抗藥臨床試驗批件；19 年 2 月，收購上海藥物研究所的 4 個小分子腫瘤藥的獨家開發和商業化權利。積極通過並購豐富了研發管道的佈局，未來穩步增長有期。

盈利摘要

截至 12 月 31 日		2017 年	2018 年	2019 年 預測	2020 年 預測	2021 年 預測
營業收入	百萬港元	15,463	21,029	25,727	30,573	36,192
按年增長	%	25.01	36.00	22.34	18.84	18.38
股東應佔盈利	百萬港元	2,771	3,655	4,483	5,492	6,718
按年增長	%	31.9	31.9	22.7	22.5	22.3
每股盈利	港元	0.45	0.59	0.72	0.88	1.08
每股賬面值	港元	2.45	2.74	3.28	3.95	4.76
每股派息	港元	0.15	0.18	0.22	0.26	0.32
市盈率	倍	32.89	25.55	20.81	16.99	13.89
市賬率	倍	6.10	5.45	4.56	3.79	3.14
週息率	%	1.00	1.20	1.44	1.77	2.16
平均股本回報率	%	9.27	11.27	11.93	12.18	12.37

註：2019 年至 2021 年的預測數字乃彭博提供的市場預測
 來源：公司、彭博



香港總行

中環花園道壹號
中銀大廈 28 樓
電話：(852) 2820 6333
圖文傳真：(852) 2845 5765
網址：http://www.sctrade.com
電郵：info@sctrade.com
電傳機：69208 SCSL

倫敦辦事處

4/F, Sabadell House, 120 Pall Mall,
London SW1Y 5EA, United Kingdom
電話：(4420) 7930 9037
圖文傳真：(4420) 7925 2189

灣仔辦事處

皇后大道東 28 號
金鐘匯中心 19 樓
電話：(852) 3196 6233
圖文傳真：(852) 2537 0606

北角分行

英皇道 255 號
國都廣場 1502 室
電話：(852) 2570 4422
圖文傳真：(852) 2570 4688

紅磡分行

蕪湖街 69 號 A
南安商業大廈 10 樓 1002-03 室
電話：(852) 2330 5881
圖文傳真：(852) 2627 0001

元朗分行

康樂路 25-31 號
嘉好樓地下 D 舖
電話：(852) 2442 4398
圖文傳真：(852) 2479 4418

荃灣分行

沙咀道 289 號
恒生荃灣大廈 17 樓 A-B 室
電話：(852) 2614 1775
圖文傳真：(852) 2615 9427

披露：此研究報告是由南華資料研究有限公司的研究部團隊成員（“分析員”）負責編寫及審核。分析員特此聲明，本研究報告中所表達的意見，準確地反映了分析員對報告內所述的公司（“該公司”）及其證券的個人意見。根據香港證監會持牌人操守準則所適用的範圍及相關定義，分析員確認本人及其有聯繫者均沒有(1)在研究報告發出前 30 日內曾交易報告內所述的股票；(2)在研究報告發出後 3 個營業日內交易報告內所述的股票；(3)擔任報告內該公司的高級人員；(4)持有該公司的財務權益。分析員亦聲明過往、現在或將來沒有、也不會因本報告所表達的具體建議或意見而得到或同意得到直接或間接的報酬、補償及其他利益。

南華金融控股有限公司包括其子公司或其關聯公司（“南華金融”）可能持有該公司的財務權益，而本報告所評論的是涉及該公司的證券，且該等權益的合計總額可能相等於或高於該公司的市場資本值的 1% 或該公司就新上市已發行股本的 1%。一位或多位南華金融的董事、行政人員及/或雇員可能是該公司的董事或高級人員。南華金融及其管理人員、董事和雇員等（不包括分析員），將不時持長倉或短倉、作為交易當事人，及買進或賣出此研究報告中所述的公司的證券或衍生工具（包括期權和認股權證）；及/或為該等公司履行服務或招攬生意及/或對該等證券或期權或其他相關的投資持有重大的利益或影響交易。南華金融可能曾任本報告提及的任何機構所公開發售證券的經理人或聯席經理人，或現正涉及其發行的主要莊家活動，或在過去 12 個月內，曾向本報告提及的證券發行人提供有關的投資或一種相關的投資或投資銀行服務的重要意見或投資服務。南華金融可能在過去 12 個月內就投資銀行服務收取補償或受委託及/或可能現正尋求該公司投資銀行委託。

重要說明：此報告和報告中提供的資訊和意見，由南華資料研究有限公司及/或南華金融向其或其各自的客戶提供資訊而準備，並且以合理謹慎的原則編制，所用資料、資訊或資源均於出版時為真實、可靠和準確的。南華資料研究有限公司對本報告或任何其他內容的準確性或完整性或其他方面，無論明示或暗示，無作出任何陳述或保證。南華資料研究有限公司及/或南華金融，及其或其各自的董事、管理人員、合夥人、代表或雇員並不承擔由於使用、出版、或分發全部或部分本報告或其任何內容，而產生的任何性質的任何直接或間接損失或損害的任何責任。本報告所載資訊和意見會或有可能在沒有任何通知的情況下而變動或修改。

南華資料研究有限公司及/或南華金融，及其或其各自的董事、管理人員、合夥人、代表或雇員可能在本報告中提到的公司直接或間接擁有股權，或可能不時購買、出售、或交易或向客戶要約購買、出售、或交易此類證券，而該等交易可能是為其帳戶作為交易當事人或代理人或任何其他身份或代表他人。這份報告不是、也不是為了、也不構成任何要約或要約購買或出售或以其他方式交易本報告述及的證券。本報告受版權保護及擁有其他權利。據此，未經南華資料研究有限公司明確表示同意，本報告不得用於任何其他目的，也不得出售、分發、出版、或以任何方式轉載。本刊物批准在英國由南華證券（英國）有限公司分派。南華證券（英國）有限公司為一間獲英國金融服務局授權和受該局監管的公司。投資者參閱此報告時，應明白及瞭解其投資目的及相關投資風險，投資前亦應諮詢其獨立的財務顧問。