

# 證券業務部每周證券評論

石四藥集團有限公司 (股份代號:02005)

SSY Group Limited

18 SEP 2017

目標價 \$3.94

## 公司簡介

### 重點財務數據 (截至31/12/2016止)

每股基本盈利	港幣0.1730元
全年每股股息	港幣0.055元
市盈率(x)	14.28
市帳率(x)	2.63
派息比率	31.792%

資料來源:  
彭博、石四藥集團有限公司

Kathy Wong(證券業務部分析員)  
kathy.wong@icbcasia.com

石四藥集團有限公司(簡稱“石四藥”或“集團”),(前稱利君國際醫藥(控股)有限公司)是中國製藥行業領先製造商之一。集團於2005年12月10日在香港交易所上市。集團主要從事研究、開發、製造及銷售廣泛類別藥物產品,包括向醫院及分銷商銷售主要為靜脈輸液的成藥、原料藥及醫用材料。而集團的靜脈輸液產品主要是由全資附屬公司石家莊四藥有限公司(「石家莊四藥」)製造及銷售。石家莊四藥有限公司生產經營以靜脈輸液為主的廣泛類別的藥品。石家莊四藥始建於1948年,其前身是家生產衛生材料的小作坊。1968年開始生產靜脈輸液產品,經過60多年的發展,現在已成為中國靜脈輸液行業的領先企業之一,具有全球靜脈輸液產品生產規模最大的單一工廠,可生產非PVC標準軟袋、PP塑瓶和玻璃瓶等各種包裝形式的上百品規的靜脈輸液產品,產品暢銷全國市場,同時亦是中國最大的靜脈輸液產品出口廠家。而集團的醫用材料主要由集團全資附屬公司江蘇博生醫用新材料股份有限公司(「江蘇博生」)生產及銷售。集團除以靜脈輸液產品為主導之外,同時兼顧小容量注射劑、口服製劑、中藥製劑及生物製劑的研發和生產經營。在生產上,集團的生產線集合了世界最先進的設備及技術,實現了生產過程及物流過程的全自動化和全信息化,達到國際先進水平。具有低成本、低能耗和零污染的綠色生產明顯優勢。

## 業績回顧 (截至30/06/2017止)

截至2017年6月30日止的六個月,集團的收益同比增長19.5%至13.25億元(港幣,下同);毛利同比增長32.4%至7.28億元;毛利率為54.9%較去年同期的49.6%提升了5.3個百分點;股東應佔溢利同比增長36.9%至2.88億元。每股基本盈利同比增長35.7%至港幣0.1014元。集團宣佈派中期息3仙港幣,較去年同期派2.5仙港幣增長20%。

財務方面,截止2017年6月30日止,資產總值為50.98億元,較2016年12月31日的47.44億元,增長7.5%;負債總額為21.11億元,較2016年12月31日的20.60億元,增長2.5%;集團持有的現金及現金等價物4.7億元,較2016年12月31日的4.47億元,增長5.1%;集團的流動比率為1.42x,較2016年12月31日的1.53x下跌了0.11x;集團的資本負債比率(即為銀行借款減現金及現金等值物除以資本總額減非控股權益)為28.3%較去2016年12月31日的29.5%減少了1.2百分點。

圖表一

業績	截至6月30日止6個月		
	2017	2016	變動%
港幣千元			
收益	1,325,337	1,109,112	19.5%
毛利	728,131	550,073	32.4%
毛利率	54.9%	49.6%	5.3%
股東應佔利潤	288,016	210,428	36.9%
財務表現			
港幣千元			
總資產	5,097,616	4,744,074	7.5%
總負債	2,110,876	2,059,652	2.5%
流動比率(x)	1.42	1.53	-0.11
現金及現金等價物	469,950	447,036	5.1%
資本負債比率(%)	28.3%	29.5%	-1.2%

資料來源: 石四藥集團有限公司

## 投資要點及利好因素

圖表二

分部收入及業績	截至6月30日止6個月				
	2017		2016		變動%
分部收入(港幣千元)	佔比%	金額	佔比%	金額	
靜脈輸液及其他	95.2%	1,261,165	93.5%	1,036,716	21.6%
其中:非PVC軟袋及直立式軟袋輸液	61.3%	812,760	55.3%	613,497	32.5%
PP塑膠瓶輸液	19.4%	257,181	21.6%	239,838	7.2%
玻璃瓶輸液	8.9%	117,437	10.0%	110,706	6.1%
其他	5.6%	73,787	6.6%	72,675	1.5%
醫用材料	4.8%	64,172	6.5%	72,396	-11.4%
總計	100.0%	1,325,337	100.0%	1,109,112	19.5%
分部業績(港幣千元)	截至6月30日止6個月				
	2017		2016		變動%
分部業績(港幣千元)	佔比%	金額	佔比%	金額	
靜脈輸液及其他	98.5%	378,005	96.9%	313,104	20.7%
醫用材料	1.5%	5,645	3.1%	9,971	-43.4%
總計	100.0%	383,650	100.0%	323,075	18.7%

資料來源: 石四藥集團有限公司

1. **分部表現及營運數據**。截至2017年6月30日止的六個月，集團收益同比增長19.5%至13.25億元。主要由於大輸液之銷量及平均售價增加所致；毛利同比增長32.4%至7.28億元；毛利率較去年同期的49.6%提升了5.3個百分點至54.9%。毛利率上升主要由於較高利潤率的產品組成更佳產品組合及集團持續的成本控制措施所致；股東應佔溢利同比增長36.9%至2.88億元。若以人民幣計算，集團今年上半年的收入同比增長25.2%至11.69億元人民幣；股東應佔溢利同比增長43.4%至2.54億元人民幣。集團的兩大分部(圖表二)今年上半年的表現如下：

**靜脈輸液及其他**：佔集團整體收益95.2%的靜脈輸液及其他分部，其今年上半年的收益同比增長21.6%至12.61億元。其中，佔集團整體收益61.3%的非PVC軟袋及直立式軟袋輸液，其今年上半年的收益同比增長32.5%至8.12億元。佔集團整體收益19.4%的PP塑膠瓶輸液，其今年上半年的收益同比增長7.2%至2.57億元。佔集團整體收益8.9%的玻璃瓶輸液，其今年上半年的收益同比增長6.1%至1.17億元。佔集團整體收益5.6%的其他，其今年上半年的收益同比增長1.5%至7379萬元。分部溢利同比增長20.7%至3.78億元；

**醫用材料**：佔集團整體收益4.8%的醫用材料分部，其今年上半年的收益同比下跌11.4%至6417萬元。分部溢利同比下跌43.4%至564萬元。

上半年大輸液銷售達6.27億瓶(袋)，較去年同期增長16.3%，主導產品軟袋大輸液銷量達到3.32億袋，同比增長25.0%，其中直立軟袋的銷量達到0.93億袋，同比增長35.2%，產品規模經營優勢進一步得以強化。

國際出口業務保持快速增長，2017年上半年實現出口5,048萬港元，同比增長30.2%。完成了法國客戶質量審計，IDA質量審計，埃塞俄比亞衛生部GMP認證工作。目前，集團出口註冊規格品種已達66個，出口國家或地區已達78個。

2. **輸液市場最壞時間已過**。近年，內地在“以藥補醫”下，引發的醫療機構大處方、大輸液、濫用抗生素等問題日益嚴重。為減輕大輸液的抗生素濫用，國內從2012年開始限制利用靜宜輸液，大輸液產量增長率開始出現較大下滑，從25.18%跌至9.85%，總體產量從2014年開始下跌至130億袋。現時已有廣東、浙江、江蘇、安徽、江西等14個省份明確限制門診輸液。而醫藥大省廣東，更走在前列，率先叫停了急診輸液。因為限制輸液、限抗令、醫保控費及新版GMP認證等，再加上招標、二次議價的影響下，相關輸液產業已經經歷過一輪大洗牌，行業進行了整合，將部分低層次、低成本的小型企業淘汰出局，為大型龍頭企業轉型升級贏取生機。

經歷輸液行業的大整改下，雖然去年國內輸液行業仍在萎縮當中，但集團抓住國家限制輸液政策和醫藥招投標政策給整個大輸液行業帶來的整合時機，積極擴大產品市場，調整產品結構，降低產品成本方面狠下功夫，強化市場競爭力，產品銷量和銷售市場擴大，終端客戶迅速增加。集團由去年開始已受惠於新中標省份增加，而產品價格已由底位回升，相信最壞的時間已過。今年上半年，集團產品市場進一步拓寬，新增市場發展加快，由原來的以華北地區為主的區域市場逐步發展為全國性市場，一些新增省份迅速成為集團的主要市場。產品結構優化，高價位和高毛利率產品的比例增加，非PVC軟袋和直立軟袋高端產品上量明顯，有效帶動產品平均售價和毛利率的合理提升。

## 投資要點及利好因素

3. **在研產品的存量及新產品的研發**。今年上半年，集團已先後取得了軟袋包裝複方氨基酸注射液(18AA)、塑瓶包裝的碳酸氫鈉注射液、直立包裝的替硝唑氯化鈉注射液的生產文號，以及新增聚丙安甌小針品種葡萄糖注射液和滅菌注射用水 5ml、10ml、20ml 產品規格。並完成了氟康唑片的體外評價並進行了 BE 等效臨床備案，開始進行等效臨床實驗。苯磺酸左旋氨氯地平片和頭孢地尼膠囊完成了按照與原研一致進行的臨床等效研究並申報了生產。亦完成了兒童用碳酸氫鈉注射液的研究並進行了生產申報。

集團下半年，要完成腹膜透析液等 32 個項目國家技術發補工作，儘早完成補充取得生產批件。完成新型的雙室袋包裝的氨基酸葡萄糖注射液、霧化吸入製劑吸入用硫酸沙丁胺醇溶液等 6 個項目的生產報批。完成降血脂他汀類藥物瑞舒伐他汀鈣片等 3 個項目按照與原研一致進行等效臨床實驗申報生產。並要完成首個治療女性便秘藥物琥珀酸普魯卡比利片等 8 個項目申報等效臨床備案。一致性評價工作方面完成鹽酸雷尼替丁膠囊和頭孢氨苄膠囊兩個品種的體外評價工作。繼續進行原 3.1 類新藥拉科醯胺的臨床工作，爭取於明年完成生產申報。

集團同時有望於今年下半年取得治療愛滋病和乙肝的原料藥富馬酸替諾福韋二吡嘧啶、血液濾過置換基礎液、羥乙基澱粉 130 氯化鈉注射液和羥乙基澱粉 200/0.5 氯化鈉注射液新產品生產批件 11 個，增加直立袋包裝的鹽酸氨溴索注射液生產批件。爭取 2018 年獲得數個仿製藥的原料藥和製劑的生產批件。

最新，集團於 8 月 30 日發出產品開發的最新進展的公告。公告指，集團已得到河北省食品藥品監督管理局批覆，獲得有關咖啡因、茶鹼、氨茶鹼、甲硝唑、苯醯甲硝唑、硝苯地平及煙酸占替諾共七個原料藥的生產批准文號。該等生產批准文號獲轉讓自一間國內製藥公司，作價為人民幣 3,500 萬元。

現時集團現有在研項目 161 項，其中已申報生產註冊審評項目 54 項。集團的在研產品的存量多，加上國家發改委於去年內批准集團成立的「化學藥品注射劑質量控制國家地方聯合工程實驗室」，該實驗室可根據國家產業政策和發展戰略實現的需要，研究化學藥品注射劑生產全過程質量控制相關理論和技術、建立注射劑質量一致性評價和新產品開發科研實踐基地。「化學藥品注射劑質量控制國家地方聯合工程實驗室」的成立將有助集團在迎合國家的需求繼續提升研發產品的創新能力。新產品投產有助優化集團的產品結構，提升集團的毛利及收入，亦能長遠為集團提供穩定的發展。

## 股價走勢

集團於 9 月 15 日的收市價為 \$3.42，股價按年升 37.35%。集團於 8 月 1 日時發出了正面盈利預告，預期截至 2017 年 6 月 30 日止六個月集團的股東應佔溢利同比將顯著增加及錄得不少於 30% 的增長。盈喜的消息帶動集團股價由 3.2 元附近的位置升至 3.6 元以上的高位。更於 9 月 1 日創出 52 周新高 3.68 元的位置。現時集團的股價已由高位回落至上周五收市 3.42 元的水平。14 天相對強弱指數亦已由高位回落至 46.6311 的水平，股價於 10、20 天及 50 天的移動平均線以下，而 MACD 線及訊號線於利好的區間之內，但相信短期集團的股價仍有下行的壓力。大輸液行業經歷多年的整合，中小型的輸液企業要淘汰的已淘汰，較大型的輸液企業亦已進行了一定程度的整合，行業的技術、產品質量已提升至較高的水平，相信輸液行業的最壞時間已經過去。而集團積極繼續擴大產品市場，優化產品結構，提高生產效率，推行精益管理，提升輸液產品的盈利空間，實現銷售額、利潤的穩定增長。投資者可考慮於 3.4 元以下位置吸納或增持，以憧憬集團未來收入增加。

資料來源: 彭博

## 估值預測

以9月15日的收市價\$3.42計算，其市盈率及市帳率分別為17.14及3.31倍的位置，集團的市盈率及市帳率維持在同行及行業較低的水平。石四藥是中國第三大靜脈輸液製造商，排名緊次於科倫藥業(002422.CH)和華潤雙鶴藥業(600062.CH)。而科倫藥業是集團的第二大股東，持有集團19.04%的股權。不排除雙方會有更大的合作，或科倫會繼續增持集團的股份，兩者均會成為集團股價的催化劑。2017年集團目標銷售13億瓶靜脈輸液，其中非PVC軟袋目標銷售量為4.4億個，直立式軟袋為2.2億個。全年的目標銷售量同比增長16%。截止2017年6月30日止的六個月，集團大輸液銷售達6.27億瓶(袋)，即上半年已完成全年目標的48.2%，主導產品軟袋大輸液銷量達到3.32億袋，已完成全年目標的75.5%，其中直立軟袋的銷量達到0.93億袋，已完成全年目標42.3%，在產品規模經營優勢進一步得以強化下，相信集團有能力完成訂下的全年目標。石四藥管理層認為隨著產品平均售價的逐步穩定，行業整合已基本完成，今年上半年集團產品銷售出現價量齊升的好現象。現時集團的產品結構在成本控制得宜、生產規模進一步擴大及新產品的推出下而不斷優化，現時集團的在研項目共有161項之多，而今年明年預計有多個重磅治療性輸液產品可取得生產批文，當中包括羥乙基澱粉130氯化鈉注射液和羥乙基澱粉200/0.5氯化鈉注射液，以及腹膜透析液，高毛利的產品推出有助集團擴大銷售的版圖及收入。所以會將新天綠色能源的目標價定在\$3.94即相當於16.44市盈率的位置，目標價與現價相比預計會有15.08%的潛在升幅。

資料來源: 彭博

## 風險因素

- 產品平均售價下行壓力增加
- 中國政府對靜脈輸液之政策
- 醫改的不明朗因素

## 利益披露及免責聲明

### 利益披露：

本文的作者為香港證監會持牌人，分析員本人或其聯繫人並未涉及任何與該報告中所評論的上市公司的金錢利益或擔任該上市公司的任何職務，而在編製的過程中分析員會根據預先訂立的程序及政策，去避免因研究工作可能會引起利益衝突情況。

### 免責聲明：

本文的預測及意見只作為一般的市場或個別股份的評論，僅供參考之用，在未經中國工商銀行(亞洲)有限公司(“本行”)同意前，不得以任何形式複製、分發或本文的全部或部分的內容，本行不會對利用本文內的資料而構成直接或間接的任何損失負責。

文中所刊載的資料是根據本行認為可靠的資料來源編製而成，惟該等資料的來源未有經獨立核證，本行並無就文中所載的任何資料、預測及/或意見的公平性、準確性、完整性、時限性或正確性，以及文中該等預測及/或意見所採用的基準作出任何明文或暗示的保證、陳述、擔保或承諾，本行亦不會就使用及/或依賴文中所載任何該等資料、預測及/或意見所引致之損失負上或承擔任何責任。而文中的預測及意見乃本行分析員於本文刊發時的意見，可作修改而毋須另行通知。若派發或使用本文所刊載的資料違反任何司法管轄區或國家的法律或規例，則本文所刊載的資料不得為任何人或實體在該司法管轄區或國家派發或使用。

本文不構成任何要約，招攬或邀請購買，出售或持有任何證券。在本文所載資料沒有考慮到任何人的投資目標，財務狀況和風險偏好及投資者的任何個人資料，因此不應依賴作出任何投資決定。訂立任何投資交易前，你應該參照自己的財務狀況及投資目標考慮這種買賣是否適合你，並尋求諮詢意見的獨立法律、財務、稅務或其他專業顧問”。