

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

12 OCT 2018

目標價 \$8.50

公司簡介

重點財務數據 (截至31/12/2017止)

每股基本盈利 港幣0.2337元

全年每股股息 港幣0.07元

市盈率 (x) 20.58

市帳率 (x) 4.03

派息比率 29.953%

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，經過六十餘載的發展，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30/06/2018止)

截至2018年6月30日止的六個月，集團的收益同比增長57.9%至20.93億元(港幣，下同)；毛利同比增長81.3%至13.2億元；毛利率為63.1%較去年同期的54.9%提升了8.1個百分點；股東應佔溢利同比增長54.7%至4.46億元。每股基本盈利同比增長47.6%至港幣0.1497元。集團宣佈派中期派4仙港幣，較去年同期派3仙港幣增長33.3%。

財務方面，截止2018年6月30日止，資產總值為60.42億元，較2017年12月31日的59.04億元，增長2.3%；負債總額為18.55億元，較2017年12月31日的23.17億元，減少20%；集團持有的現金及現金等價物6.92億元，較2017年12月31日的6.87億元，增長0.6%；集團的流動比率為2.53x，較2017年12月31日的1.67x提升了0.86x；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8.0%較去2017年12月31日的23.4%減少了15.4百分點。

圖表一

業績	截至6月30日止6個月		
	2018	2017	變動%
港幣千元			
收益	2,092,766	1,325,337	57.9%
毛利	1,320,209	728,131	81.3%
毛利率	63.1%	54.9%	8.1%
股東應佔利潤	445,545	288,016	54.7%
財務表現			
港幣千元	2018年6月30日	2017年12月31日	變動%
總資產	6,041,595	5,903,946	2.3%
總負債	1,854,649	2,317,204	-20.0%
流動比率(x)	2.53	1.67	0.86
現金及現金等價物	691,723	687,319	0.6%
資本負債比率(%)	8.0%	23.4%	-15.4%

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				
	2018		2017		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	96.1%	2,011,191	95.2%	1,261,165	59.5%
其中:非PVC軟袋及直立式軟袋輸液	59.7%	1,249,188	61.3%	812,760	53.7%
PP塑膠瓶輸液	19.1%	399,252	19.4%	257,181	55.2%
玻璃瓶輸液	11.0%	229,990	8.9%	117,437	95.8%
其他	6.3%	132,761	5.6%	73,787	79.9%
醫用材料	3.9%	81,575	4.8%	64,172	27.1%
總計	100.0%	2,092,766	100.0%	1,325,337	57.9%

分部業績 (港幣千元)	截至6月30日止6個月				
	2018		2017		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	97.8%	552,635	98.5%	378,005	46.2%
醫用材料	2.2%	12,354	1.5%	5,645	118.8%
總計	100.0%	564,989	100.0%	383,650	47.3%

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 2018 年 6 月 30 日止的六個月，集團總收益同比增長 57.9% 至 20.93 億元。主要由於靜脈輸液之銷量及平均售價上升所致；毛利同比增長 81.3% 至 13.2 億元；毛利率較去年同期的 54.9% 提了 8.1 個百分點至 63.1%。毛利率上升主要由於較高利潤率之產品組成更佳產品組合及集團持續的成本控制措施見效所致；股東應佔溢利同比增長 54.7% 至 4.46 億元。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 96.1% 的靜脈輸液及其他分部，其今年上半年的收益同比增長 59.5% 至 20.11 億元。其中，佔集團整體收益 59.7% 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 53.7% 至 12.49 億元。

佔集團整體收益 19.1% 的 PP 塑膠瓶輸液，其今年上半年的收益同比增長 55.2% 至 3.99 億元。佔集團整體收益 11.0% 的玻璃瓶輸液，其今年上半年的收益同比增長 95.8% 至 2.30 億元。佔集團整體收益 6.3% 的其他，其今年上半年的收益同比增長 79.9% 至 1.33 億元。分部溢利同比增長 46.2% 至 5.53 億元；

醫用材料：佔集團整體收益 3.9% 的醫用材料分部，其今年上半年的收益同比增長 27.1% 至 8,157.5 萬元。分部溢利同比上升 1.19 倍至 1,235.4 萬元。

上半年集團銷售 7.21 億瓶袋，較去年同期增加 15.0%，其中增長最大的是直立軟袋，銷量同比增長 39.4%。治療性輸液的比例開始提升，帶動集團產品結構優化。安瓿小水針產品產銷量開始加速增長，上半年銷售同比增加 92.9%，達到近 3000 萬支。

出口業務保持穩定的增長，2018 年上半年的出口銷量同比增長 28%。集團完成了甲硝唑氯化鈉注射液、乳酸環丙沙星注射液、18AA 氨基酸注射液等 20 個品規在烏拉圭、巴基斯坦、越南、烏茲別克斯坦、喀麥隆等 9 個國家的出口註冊工作，並取得註冊證書。以及獲得菲律賓衛生部頒發的 GMP 證書，及荷蘭、法國等國客戶的質量審計合格報告。

2. **最新季度業績**。石四藥 2018 年前三季度的營業收入較去年同期增長 46% 至 30.73 億元；毛利同比增長 64% 至 19.05 億元；毛利率較去年同期的 55.1% 提升了 6.9 個百分點至 62.0%；股東應佔溢利同比增長 42% 至 6.47 億元。

截至 2018 年 9 月 30 日止九個月未經審核之靜脈輸液銷售額（包括加工產品）較 2017 年同期增加 45% 至約 27.46 億港元，其由以下組成：

圖表三

截至二零一八年九月三十日止九個月	未經審核之銷售額 (港元)	較二零一七年同期增加	佔靜脈輸液未經審核之銷售額之百分比
非 PVC 軟袋靜脈輸液	13.38 億	28%	48.7%
直立式軟袋靜脈輸液	4.78 億	90%	17.4%
聚丙烯瓶靜脈輸液	5.95 億	46%	21.7%
玻璃瓶靜脈輸液	3.35 億	75%	12.2%

資料來源: 石四藥集團有限公司

3. **市場擴大、產能提升**。2017 年，在強化現有傳統市場滲透率的同時，新市場拓展亦取得突破性優異成就；集團銷售收入超億元人民幣的省份由 2016 年度的 5 個增加至 10 個；14 個省份的銷售收入同比增長超過 50% 以上；集團產品市場領域已成功由原來的華北區域市場轉化為全國性市場。到 2018 年上半年，超過人民幣 5,000 萬元銷售的省份進一步增加至 14 個，為集團未來新產品拓展奠定市場基礎。

投資要點及利好因素

在產能擴張上，現時集團的大輸液產品的年產能為每年 16 億袋。為近合市場需求，集團已新建手術室專用無菌包裝軟袋大輸液生產綫，2018 年將新設 1 億袋手術室專用和 0.5 億袋大輸液專用生產綫，預期於今年四季度投入使用；全新自動化燈檢機取代人工燈檢亦將降低每袋工資成本，以獲得更高的市場份額。而大容量軟袋綫正在建設中，預期於 2019 年具備生產條件，完成建設後將會新增 0.5 億袋透析液、沖洗液等大容量輸液產品。另外，藥物研發平臺、中試及產業化配套專案正加快專案建設進度，2019 年具備使用條件。

集團於 2017 年以 3,500 萬元收購的咖啡因等 7 個原材料批文，會於滄州建設 7,200 噸相關的產能，建設規模及內容：一期年產茶鹼 900 噸、氨茶鹼 600 噸、甲硝唑 1500 噸、苯醯甲硝唑 500 噸、硝苯地平 300 噸、鹽酸占替諾 200 噸、咖啡因 3200 噸等。總建築面積 21.5 萬平方米，預計明年將會投入生產。現時一期項目建設順利。一期主要車間建築物已全面封頂，生產所需設備完成招標採購，開始陸續到貨安裝。

4. 在研產品的存量及新產品的研發。今年上半年，集團共取得化學藥品生產註冊批件 9 項，當中包括有關血液濾過置換基礎液（4000ml）的藥品生產註冊批件；有關血液濾過置換液（1000ml 及 2000ml）的藥品生產註冊批件；有關平衡鹽溶液（供灌注用）（250ml 及 500ml）的藥品生產註冊批件；有關氯化鉀注射液（10ml：1g 及 10ml：1.5g）的藥品生產註冊批件；有關聚丙烯(PP)安瓿包裝的濃氯化鈉注射液（10ml:1g）及氯化鈉注射液（10ml:90mg）的藥品生產註冊批件。而血液濾過置換液和基礎置換液是集團進軍血液濾過市場的兩款重要產品。平衡鹽溶液（供灌注用）用於眼科手術中的灌注沖洗，是國內首款仿製上市產品。靜脈輸液用小容量聚丙烯安瓿水針 4 項產品，進一步豐富了集團在聚丙烯安瓿包裝形式的產品綫。另外，集團於化學藥品口服製劑和注射劑一致性評價工作穩步推進。目前已完成氟康唑片、鹽酸雷尼替丁膠囊、甲硝唑片、氟康唑氯化鈉注射液、氯化鈉注射液等多項產品的研究工作，近期將提交仿製藥一致性評價補充申請。

集團於 3 月 5 日公佈，與中國河南省鄭州大學簽署關於 1.1 類新藥治療肝纖維化創新藥物 ADN-9 的研究與開發項目（「ADN-9 項目」）的技術合作開發協議。根據協議，ADN-9 項目研發的總投入為人民幣 5000 萬元，由石家莊四藥按照研發的不同階段分期支付。根據協議，石家莊四藥取得相關專利的國內獨佔許可，其境外許可權由協議雙方共同享有。而 ADN-9 項目為國家一類創新藥抗肝纖維化新藥。預計 2019 年底初步完成臨床前各項研究，2020 年底取得多期臨床許可，分階段實施。ADN-9 項目是針對肝臟疾病的治療藥物具有巨大的市場需求。肝纖維化是慢性肝炎向肝硬化、肝癌轉化的必經之路，也是控制肝炎惡化的最後治療時機。然而，肝纖維化的病理過程極為複雜，涉及多種器官和系統，目前臨床上尚無治療肝纖維化的理想藥物。因此，開發抗肝纖維化藥物市場廣泛，意義重大。

最新，集團於 10 月 31 日公佈，已取得國家藥品監督管理局有關非 PVC 軟袋包裝的鹽酸莫西沙星氯化鈉注射液的藥品生產註冊批件。而鹽酸莫西沙星氯化鈉注射液屬於原化學藥品第 6 類，並被新增列入 2018 年版《國家基本藥品目錄》。莫西沙星是第四代喹諾酮類抗菌藥物及新一代抗菌譜廣的抗生素，主要用於治療肺炎、肺結核、心內膜炎、結膜炎（紅眼症）及呼吸道感染等各類細菌感染。

集團下半年，醋酸鈉林格、直立袋氨溴索等一批新產品要實現規模銷售；手術室專用軟袋產品要批量投放市場。而鹽酸莫西沙星氯化鈉注射液有望國內仿製首批上市，和集團現有鹽酸溴己新注射液、氨溴索注射液產品及後續待審批的國家 2.1 類新藥左奧硝唑氯化鈉注射液、多索茶鹼注射液形成呼吸領域的產品佈局；另腹透產品的審批上市將和已獲批的血濾產品，加快集團在腎病透析領域的產品佈局；進一步完善聚丙烯塑料安瓿產品綫，搶占高端市場。開發新型微球、脂質體高端注射劑，以及凍乾粉針劑、雙室袋、多室袋、無菌灌裝針劑，逐漸形成集團在注射劑高端

投資要點及利好因素

給藥系統和新型包裝形式的領先地位。繼續開展包括化藥 1 類新藥 AND-9、化藥 2 類新藥米鉑在內的多項原料及口服製劑項目。

在新產品研發上，2018 年開展化藥研究項目共 180 項，主要涉及呼吸系統、消化及代謝系統、神經系統、心血管系統、抗感染及基礎輸液（含透析、沖洗）等治療領域。其中原料藥 32 項；藥包材 12 項；口服製劑 66 項；注射製劑 47 項；沖洗液、透析液、吸入劑等其它劑型 23 項。處於研發階段的 90 項；已開展和待開展臨床 34 項；已上報國家待批產 56 項。集團的在研產品的存量極多，集團希望今年取得注射劑生產批件達到 20 件左右。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 11 月 9 日的收市價為 \$7.75，股價按年升 99.74%。集團於 10 月 18 日時發佈第三季度業績，石四藥前三季度的營業收入較去年同期增長 46% 至 30.73 億元；毛利同比增長 64% 至 19.05 億元；毛利率較去年同期的 55.1% 提升了 6.9 個百分點至 62.0%；股東應佔溢利同比增長 42% 至 6.47 億元。集團的收入在價量齊升下而增長不斷，其中，靜脈輸液銷售額（包括加工產品）較 2017 年同期增加 45% 至約 27.46 億港元。現時集團的股價已由低位 6 元附近的位置回升至上周五收市 7.75 元的水平。14 天相對強弱指數亦已由低位回落至 62.2204 的水平，股價於 10、20 天及 50 天的移動平均線以止，而 MACD 線及訊號線於利好的區間之內，相信短期集團的股價上升的動力，但仍要留意大市的氣氛及波動的走勢。在政策及環保的需求下，大輸液行業經歷多年的整合淘汰，行業的集中度已進一步提高，相信現時大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 7 元附近的位置吸納或增持，以憧憬集團未來收入增加。資料來源：彭博

估值預測

以 11 月 9 日的收市價 \$7.75 計算，其市盈率及市帳率分別為 27.49 及 5.78 倍的位置，集團的市盈率及市帳率維持在同行及行業偏高的水平。行業的情況，在過去的幾年，因為限制輸液、限抗令、醫保控費及新版 GMP 認證等，相關產業已經經歷過一輪大洗牌，輸液產業的整體下滑趨勢將加快行業整合速度，將部分低質素、低成本的小型企業淘汰出局，行業的集中度提高。而截止 2017 年，正常生產的大輸液製造商已減少至不到 50 家，石四藥作為國內大輸液龍頭的市占率不斷上升。石四藥是中國第三大靜脈輸液製造商，排名緊次於科倫(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 20.05% 股份，為集團的第二大股東，去年兩家公司合併的市場份額約為 52%，兩者在區域上及產品上進行互補。而集團現時亦正積極優化產品的結構及擴大區域銷售，去年集團已成功由華北區域市場轉為全國市場，銷售收入超億元人民幣的省份由上年度的 5 個增加至 10 個；有 14 個省份的銷售收入同比增長超過 50%。到今年上半年集團超過人民幣 5,000 萬元銷售的省份進一步增加至 14 個，市場區域不斷擴大，有利集團未來將更多新產品推出銷售。在產能擴大及優化上，今年集團會產能擴充 1.5 億袋/瓶至 17.5 億袋/瓶。其中，1 億袋為手術室專用軟袋，0.5 億袋為大容量輸液。集團亦同時將產能結構擴展至上游的層面，去年構建“原料藥+製劑”完整產業鏈業務，以人民幣 3,500 萬元收購的咖啡因等 7 個原材料批文，並於滄州開始建設 5,000 噸的咖啡因產能，預計 2019 年落成及投入運作，相信能為集團貢獻更多的收入。集團在研中的項目共有 180 項，其中有 56 個已上報國家待批產。集團的生產規模進一步擴大，以及新產品的推出，有利提升集團的毛利從令銷售收入進一步增加。所以會將石四藥的目標價定在 \$8.50 即相當於 27.43 市盈率的位置，目標價與現價相比預計會有 9.74% 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
- 人民幣匯價的貶值

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”。