

證券業務部每周證券評論

石藥集團有限公司 (股份代號: 01093)

CSPC Pharmaceutical Group Limited

11 MAR 2019

前日收市價 (08/03/2019)	\$13.22
目標價	\$15.06
股份資料 (截止 08/03/2019)	
52周高位:	HK\$26.75
52周低位:	HK\$9.90
市值:	HK\$82,444.40 (百萬)
已發行股數:	6,236.3(百萬)
買賣單位:	2000股

重點財務數據 (截至31/12/2017止)

每股基本盈利	港幣0.4548元
全年每股股息	HK\$0.15
市盈率 (x)	34.70
市帳率 (x)	6.43
派息比率	32.982%

資料來源:
彭博、AASstock、石藥集團有限公司
Kathy Wong(證券業務部分析員)
kathy.wong@icbcasia.com

公司簡介

石藥集團有限公司(簡稱“石藥集團“或”集團”)，石藥集團於1994年在香港聯合交易所主版上市，前身為中國製藥集團有限公司。為國內主要醫藥製造商之一，在中國的製藥行業中極具領導地位。集團擁有創新藥、普藥及原料藥三大業務板塊，主要從事醫藥及相關產品的開發、生產和銷售，是中國主要的原料藥生產商。成藥產品主要包括抗生素、心腦血管用藥、解熱鎮痛用藥、消化系統用藥、抗腫瘤用藥和中成藥等系列近千個產品，其中「恩必普」、「歐來寧」、「玄寧」、「多美素」、「津優力」及「諾利寧」等為國內暢銷的創新藥。原料藥產品主要包括抗生素、維生素C及咖啡因系列。石藥集團是國內主要的抗生素成藥製造商之一；成藥業務有逾200種青霉素及頭孢菌素成藥產品。其主要生產基地位於中國河北石家莊市和內蒙古呼和浩特市等地。

業績回顧 (截至30/09/2018止)

截至2018年9月30日的9個月止，集團的收入同比增長41.4%至158.49億元(港幣，下同)；整體毛利同比增長57.6%至103.25億元；毛利率為65.1%較去年同期的58.5%提升了6.7個百分點；股東應佔溢利同比增長33.8%至27.34億元；每股基本盈利同比增長29.7%至43.79港仙。

財務方面，截止2018年6月30日止，集團的資產總值為258.71億元，較2017年12月31日的215.43億元，增長20.1%；負債總額為91.8億元，較2017年12月31日的61.35億元，增長49.6%；應收賬款平均周轉為37日，較2017年12月31日的40日減少了3日；存貨平均周轉為150日，較2017年12月31日的173日減少了23日；集團持有現金及現金等價物為44億元，較2017年12月31日的52.38億元，減少了16.0%；集團的流動比率為1.89x，較2017年12月31日的2.37x的流動比率下降了0.48x。集團負債比率為5.6%，較2017年12月31日的6.4%減少了0.8個百分點。

圖表一

業績	截至9月30日止9個月		
	2018	2017	變動%
港幣千元			
收益	15,848,806	11,207,861	41.4%
毛利	10,325,083	6,551,834	57.6%
毛利率	65.1%	58.5%	6.7%
股東應佔溢利	2,733,843	2,043,700	33.8%
每股基本盈利(港仙)	43.79	33.76	29.7%
港幣千元	2018年6月30日	2017年12月31日	變動%
總資產	25,871,330	21,542,680	20.1%
總負債	9,179,599	6,135,284	49.6%
應收賬款平均周轉期(日)	37	40	-3.0
存貨平均周轉期(日)	150	173	-23.0
流動比率(x)	1.89	2.37	(0.48)
現金及現金等價物	4,399,824	5,238,033	-16.0%
負債比率(%)	5.6%	6.4%	-0.8%

資料來源: 石藥集團有限公司

圖表二

投資要點及利好因素

分類收入	截至9月30日止9個月				
	2018		2017		變動%
產品分類收入 (港幣千元)	佔比%	金額	佔比%	金額	
成藥					
創新藥	47.6%	7,543,453	41.5%	4,654,599	62.1%
普藥	30.4%	4,810,845	31.4%	3,521,486	36.6%
原材料藥					
抗生素	6.6%	1,045,646	8.2%	914,358	14.4%
維生素C	10.6%	1,679,335	11.9%	1,334,217	25.9%
咖啡因及其他	4.9%	769,527	7.0%	783,201	-1.7%
總計	100.0%	15,848,806	100.0%	11,207,861	41.4%
分類溢利(虧損)	截至9月30日止9個月				
產品分類收入 (港幣千元)	佔比%	金額	佔比%	金額	變動%
成藥	76.2%	2,606,913	77.2%	2,061,157	26.5%
抗生素	1.2%	40,630	1.6%	43,045	-5.6%
維生素C	18.3%	627,803	15.3%	407,828	53.9%
咖啡因及其他	4.3%	146,843	5.9%	157,174	-6.6%
總計	100.0%	3,422,189	100.0%	2,669,204	28.2%

資料來源：石藥集團有限公司

1. 分類業績表現。集團 2018 年第三季度的整體收入同比增長 41.4%至 158.49 億元。主要由於創新藥、普藥、抗生素及維生素 C 的收入增長所帶動。截止 2018 年 9 月 30 日止的 9 個月，集團按分類的收入及溢利的表現如下(圖表二)：

成藥：佔集團整體收入 78%的成藥分部，其 2018 年第三季度的收入同比增長 51.1%至 123.54 億元，分部溢利同比增長 26.5%至 26.07 億元。其中，佔集團整體收入 47.6%的創新藥，其 2018 年第三季度的收入同比增長 62.1%至 75.43 億元；而佔集團整體收入 30.4%的普藥，其 2018 年第三季度的收入同比增長 36.6%至 48.11 億元；

抗生素：佔集團整體收入 6.6%的抗生素分部，其 2018 年第三季度的收入同比增長 14.4%至 10.46 億元，而分部溢利則同比下跌 5.6%至 4,063 萬元；

維生素 C：佔集團整體收入 10.6%的維生素 C 分部，其 2018 年第三季度的收入同比增長 25.9%至 16.79 億元，而分部溢利同比增長 53.9%至 6.28 億元；

咖啡因及其他：佔集團整體收入 4.9%的咖啡因及其他分部，其 2018 年第三季度的收入同比下跌 1.7%至 7.7 億元，而分部溢利同比下跌 6.6%至 1.47 億元。

2. 研發能力及在研產品的數量。截至 2018 年 9 月 30 日，集團將 14.6%的創新藥的收入用作投入研發開支之用，較去年同期的 10.3%增加了 4.3 個百分點，持續加大研發的投入。截至 2018 年 6 月 30 日止，集團共有在研新產品超過 200 個，主要集中在心腦血管、代謝類疾病（如糖尿病）、抗腫瘤、精神神經及抗感染幾個領域。其中在新靶點大分子生物藥、細胞免疫治療及幹細胞領域有 25 個，小分子新藥 30 個及原化藥 3 類新藥（現在新分類為 3 類或 4 類藥品）55 個。其中部分藥品的情況：

藥品	中國進行臨床研究	美國進行臨床研究	待批的首仿藥	首仿藥進行生物等效試驗	待批美國 ANDA 的藥品	ANDA 批准	美國獲頒發孤兒藥的資格認定
DBPR108 片	●						
SKLB1028 膠囊	●						
羅敏阿西丁片	●						
丁苯酞軟膠囊(適應症：血管性痴呆)	●						
CSPCH115 膠囊	●						
馬來酸左旋氯地平片		●					
丁苯酞軟膠囊(適應症：急性缺血性腦卒中)		●					
CSPCH115 膠囊		●					
聚乙二醇重組人干擾素-α2a 注射液	●						
HER2/CD3 雙特異性抗體	●						
EpCAM/CD3 雙特異性抗體	●						
PD-1 單克隆抗體和白蛋白結合型紫杉醇聯用	●						
注射用鹽酸米托醌脂質體	●	●					
注射用兩性霉素B 膽固醇硫酸酯複合物	●						
酒石酸長春瑞濱脂質體注射液	●						
注射用前列地爾脂質體	●						
伊利替康脂質體注射液		●					
鹽酸去宗達隆片			●				
注射用硼替佐米			●				
硫酸氨基比林片			●				
鹽酸二甲雙胍緩釋片			●				
替格瑞洛片			●				
蘋果酸舒尼替尼膠囊			●				
鹽酸普拉克索片			●				
利伐沙班片				●			
利格列汀片				●			
乙磺酸尼達尼布軟膠囊				●			
苯佐那酯軟膠囊				●			
普瑞巴林膠囊					●		
鹽酸普拉克索片					●		
鹽酸度洛西汀緩釋膠囊					●		
塞來昔布膠囊						●	
鹽酸普拉克索片						●	
注射用鹽酸米托醌脂質體							●
抗腫瘤藥物偶聯物「DP303c」							●
「丁苯酞軟膠囊」(適應症：肌萎縮性脊髓側索硬化症)							●

投資要點及利好因素

而在去年第三季後，集團在研中的藥品最新情況如下：

日期	內容
2018年11月26日	集團在研產品「人源化間隙連接蛋白43單克隆抗體(ALMB0166)」獲得美國藥監局頒發就治療急性脊髓損傷（「SCI」）的孤兒藥資格認定
2018年11月26日	集團開發的“鹽酸替羅非班氯化鈉注射液”已獲中國國家藥品監督管理局頒發藥品註冊批件
2018年11月26日	集團的「阿莫西林膠囊(0.5g、0.25g)」已獲國家藥品監督管理局批准通過仿製藥品質和療效一致性評價，集團並為國內首家通過阿莫西林膠囊(0.5g)一致性評價的企業
2019年3月5日	集團成功就用於治療高血壓的馬來酸左旋氨氯地平片向美國FDA提交新藥上市申請。據悉，此為中國醫藥企業首次向美國FDA提交新藥上市申請，美國新藥上市申請的審評時間約為12個月。

集團積極加大在生物製藥管綫建立的投入。除內部的研發投入外，集團去年第三季後積極對外尋找合作及收購的項目。

日期	內容
2018年10月8日	集團與神州細胞工程訂立協議，同意支付人民幣6.5億元，取得神州細胞工程授出由其開發的注射用抗CD20單克隆抗體(SCT400)產品於(包括香港、澳門及台灣)之獨家權利，於中國申請產品批准及持有產品許可，並於獲得首項產品批准起為期15年內於該地區進行產品之商業化。該產品正就非霍奇金淋巴瘤適應症於中國進行三期臨床試驗，並預期生物製品許可申請將於2019年第一季度遞交。
2018年12月27日	集團的全資附屬公司石藥百克與天境生物訂立協議，石藥百克同意首付人民幣1500萬元，以及根據開發進度支付最多人民幣1.35億元，取得天境生物所開發的注射用長效重組GLP1Fc融合蛋白(TG103)於中國(不包括香港、澳門及台灣)之產品授權及商業化。該產品就二型糖尿病的適應症已獲得國家藥品監督管理局頒發臨床試驗批准，可以在中國開展臨床試驗。
2019年1月4日	集團的全資附屬公司石藥歐意與杭州英創訂立協議，石藥歐意同意首付人民幣2500萬元，以及根據開發進度支付最多人民幣2億元，取得由杭州英創開發的5個小分子化合物於中國(包括香港、澳門及台灣)及美國之獨家商業化權利。
2019年1月7日	集團的全資附屬公司佳曦以人民幣2.53億元收購永順集團。永順集團主要從事有關靶向腫瘤抗原及多種癌症免疫治療之新型單克隆抗體研發業務。目前，永順集團已取得國家藥品監督管理局關於以下兩個研究項目（即JMT101及JMT103）之三個試驗用新藥批件
2019年2月26日	集團的附屬公司上海潤石與上海藥物研究所訂立四份協議，上海潤石同意首付人民幣3430萬元，以及根據開發進度最多支付人民幣4.12億元，取得由上海藥物研究所開發的4個小分子化合物於中國之獨家開發及商業化權利。此協議為集團的產品管綫帶來4個具有國際知識產權的抗腫瘤小分子候選藥物，其中一個預期臨床用於治療胃癌（包括胃食管交接部腺癌）、膽管癌、肺鱗癌、晚期尿路移行細胞癌及雌激素受體陽性(ER+)乳腺癌的FGFR/KDR/CSF1R多靶點抑制劑鹽酸希美替尼已於中國獲得臨床許可，其餘3個小分子候選藥物均在臨床前研究階段。

投資要點及利好因素

集團積極併購及與國內外的藥企合作，以快速的時間增加集團創新藥儲備量。未來將會繼續尋找擁有強大藥品研發能力及在研品種之收購目標，收購重點是即將獲批上市的大小新分子藥品，進一步豐富產品組合，將毛利較高的創新藥品的銷售與佔比增加，同時亦可避開國內藥品集中採購降價的風險，增加創新藥儲備，若推出成功推出市場銷售，有助提升集團的盈利。

股價走勢(圖表三)



資料來源: AASstock

集團於3月8日的收市價為\$13.22，股價按年跌29.15%。走勢上，集團股價由去年5月中26元以上的位置一路反覆下跌至上周五收市13.22元的位置，股價由去年的高位下跌超過50%。現時14天相對強弱指數亦已由高位落至47.91的水平，股價亦已回落至10天及20天移動平均線以下。而MACD線及訊號線於利好的區間內，相信短期集團的股價有望會隨著大市走勢反覆回升。集團去年第三季的業績勝市場預期，創新藥佔比增加，產品組合繼續優化，毛利率再進一步提升，預期未來的銷售增長在創新藥的帶動下會持續向上。而集團在研發能力強及在研究中的產品數量多，加上積極併購加快增加毛利率較高及未受集中採購影響創新藥的儲備量。預計集團未來在不斷優化產品組合下，可進一步提升其產品於市場的佔有率及收入。投資者可考慮於12.5元附近的水平增持或吸納，憧憬集團創新藥的收入增長。

估值預測

以3月8日的收市價\$13.22計算，其市盈率及市帳率分別為24.73及5.12倍的位置，集團的市盈率及市帳率處於同行及行業中偏高水平。去年底一眾上市的醫藥企業股價受到公佈的“4+7”的藥品帶量採購結果震散，因4+7帶量採購的結果最大降價為90%，出乎市場原先60%-70%的降價預期。在市場未有心理準備下，眾多上市的醫藥股不理原因而遭到拋售。但細心一看，在“4+7”城市藥品集中採購試點擬中選結果公佈中，31個品種中，有25個擬中選，成功率為81%。其中，精神類疾病藥物4種；高血壓用藥、高膽固醇等心血管病用藥10種；癲癇類1種；抗菌藥1種；肝炎藥物2種；抗腫瘤藥物3種；鎮痛藥物2種；哮喘藥1種；腹瀉藥1種。其中，22個為通過一致性評價的仿製藥，佔中選的88%。創新藥及生物藥受“帶量採購”的影響較細。而到今年的1月16日國務院發佈了《關於印發國家組織藥品集中採購和使用試點方案》，國務院首次提出以集中採購中標價作

估值預測

為醫保支付標準，超出部分患者自付。集團擁有創新藥、普藥及原料藥三大業務板塊，當中又以創新藥的收入佔比最高，現時石藥集團在研中的新產品有 200 多個，多數集中在心腦血管、代謝類疾病（如糖尿病）、抗腫瘤、精神神經及抗感染幾個領域。其中在新靶點大分子生物藥、細胞免疫治療及幹細胞領域有 25 個，小分子新藥 30 個及原化藥 3 類新藥（現在新分類為 3 類或 4 類藥品）55 個（其中 48 個已獲臨床批件）。相信集團的業務並未受到“帶量採購”重大影響。石藥集團於今年 1 月 16 日發表公告指，管理層表示於 2019 年財政年度目標指引為集團盈利增長 20%至 30%，恩必普產品銷售增長 25%至 30%，部分產品存在降價風險。集團在試點城市集中採購的第二輪價格談判中，由於招標價格較低，而放棄了試點城市集中採購中標，因此石藥在此次集採的影響較小。但因“歐來寧”出現於廣州的集採談判名單中，預計或可能有降價可能的風險。雖然有傳內地希望盡快開展第二批帶量採購，預計第二批會有大概 40 多個品種的名單。但相信在用藥結構調整的大背景下，創新藥、生物藥、優質仿製藥仍有較大的用藥滲透率提升空間，加上集團積極收對外尋求合作及收購的機會，豐富研發管線及創新藥品的儲備量，有利增加收入。另外，集團於 3 月 3 日公佈，分拆新諾威製藥在深圳證券交易所上市的建議獲中國證監會批准。新諾威獲准自核准日期起 12 個月內公開發行不超過 5000 萬股新股份。新諾威主要從事製造及銷售咖啡因及維他命 C 保健及飲料產品。管理層表示將原料藥業務逐步剝離，分拆於 A 股上市有利集團進一步擴大融資能力，降低融資成本，同時亦可專注加強保健產品的業務發展，有利於提高該業務分部的市場規模和利潤貢獻。雖然“集中採購”會對集團部分藥品收入構成壓力，但集團現時在研藥品數量眾多，同時亦著力併購擁即將獲批上市的大小新分子藥品的藥企，這有助加快新藥品上市的數量，有利推升集團的收入及利潤。所以會將石藥集團的目標價定在 \$15.06 即相當於 25.97 市盈率的位置，目標價與現價相比預計會有 13.92% 的潛在升幅。

風險因素

- 集團產品未能納入國家醫療保險目錄或省級醫療保險目錄或從有關目錄調出，這會對集團的銷售額、盈利能力及業務前景受到不利影響
- 生物技術及製藥行業的特點是技術日新月異、行業技能不斷提升及新產品頻出。集團的許多競爭對手（包括外國製藥公司及大型國有製藥公司）擁有的臨床、研究、監管、製造、營銷、財務及人力資源可能較集團豐富，集團未必能夠與現有及未來的競爭對手有效競爭。
- 醫藥改革的進度及力度，近日出臺的“帶量採購”對醫藥行業的銷售收入造成打擊，特別是仿製藥，未來的醫改會否涉及創新藥及生物藥仍是未知知數。
- 環保治理趨嚴。河北省石家莊市作為原料藥生產重鎮印發了《2017 年防治大氣污染工作方案》。該方案明確指出，醫藥企業實施錯峰生產、限產停產。而石藥集團曾於 2016 年底因“霧霾”而被停產，這會對集團生產帶來一定影響，同時亦影響收入。

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，分析員本人及其聯繫人仕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責上或承擔任何責任。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。

客戶如不想接收服務號推送信息，可自行取消關注服務號或關閉接收消息功能。