

证券研究报告—动态报告/公司快评
石四药集团 (2005.HK)
买入

重大事件快评

(维持评级)

2017年10月12日

盈利上升期，业绩再超预期

——重新认识大输液和石四药集团

证券分析师：江维娜	021-60933157	jiangwn@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980515060001
证券分析师：徐衍鹏	021-60875165	xuyanp@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517070004
联系人：谢长雁	0755-82133263	xiecy@guosen.com.cn	

事项：

石四药集团发布三季报：2017年前三季度实现营收 21.05 亿港元（+24.2%，人民币口径+28%），实现毛利润 11.6 亿港元（+35.1%，人民币口径+39%）。我们预计净利润约 4.8 亿港元，净利润增速快于收入增速，业绩增长再次好于预期。

国信观点：

■ 重新认识大输液行业——优秀龙头企业盈利能力显著提升，媲美医用耗材

市场普遍认为输液行业竞争惨烈，盈利能力低。研究表明，石四药集团维持较高的净利率，2017年上半年提升至 21.7%，达到优秀制药企业水平。经营现金流良好，2016年 ROE 达 19%。大输液行业进入深度整合期后，产业壁垒大幅提升，龙头企业显著受益，迎来行业盈利上升期以及产品结构升级带来的增长空间。换个角度看，我们认为基础大输液产品或可视为医用耗材，需求刚性，销售粘度高。具备产品质量优势的龙头公司估值有望向医用耗材企业看齐。

■ 石四药集团：专注输液领域五十年，具显著产业链规模优势，尽享行业洗牌红利

石四药集团是唯一专注输液的龙头公司，虽然规模位居行业第三，但拥有全国最大规模单一工厂，通过持续改进工艺设备，收购整合原材料厂商，提高自动化和管理水平，规模经济优势突出。目前行业前两大巨头科伦药业和华润双鹤均实行战略转移，发展重点不在于大输液业务。一些小厂也在行业洗牌中逐渐退出，为石四药的脱颖而出提供良好机遇。石四药集团一大优势在于软袋包装，非 PVC 软袋输液市占率第一，软袋不受销售地区影响，可实现销售区域的快速扩张。同时，大输液行业集中度仍有提升空间，石四药将成为行业整合的最大赢家。

投资建议：未来一年合理估值 5.14-5.71 港元，维持“买入”评级

我们预计公司 2017-2019 年销售收入为 28.2/33.4/38.3 亿港元，增速为 19.4/18.6/14.6%。净利润为 6.4/8.1/9.7 亿港元，增速为 29.8/27.5/19.2%，对应 EPS 为 0.22/0.29/0.34 港元，当前股价对应 PE 16/13/11x。

考虑大输液行业迎来盈利上升期，且有望享受医用耗材行业估值。公司是唯一专注于大输液领域的龙头公司，具备规模优势和技术优势，盈利能力、成长性等均在行业里位列第一，受益于行业深度整合后的盈利回升期，业绩快速弹升，有望持续超预期，给予公司 2018 年 PE18-20x，未来一年合理估值 5.14-5.71 港元，具 40-56% 收益空间，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万港元)	2,222	2,361	2,818	3,342	3,832
(+/-%)	6.2%	6.3%	19.4%	18.6%	14.6%
归母净利润(百万港元)	403	490	636	811	967
(+/-%)	-33.1%	21.3%	29.8%	27.5%	19.2%
摊薄每股收益(港元)	0.14	0.17	0.22	0.29	0.34
市盈率(PE)	20.8	18.0	16.4	12.8	10.8

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

评论:

■ 2017年前3季度收入已达2016年全年水平,收入实际增长约28%,再超预期

公司2017年前三季度实现营收21.05亿港元(+24.2%,人民币口径约+28%),实现毛利润11.6亿港元(+35.1%,人民币口径约+39%)。我们预计净利润约4.8亿港元,净利润增速快于收入增速,业绩增长再次好于预期。业绩增长主要原因为大输液产品量价齐升,以及高端产品占比的不断提高。

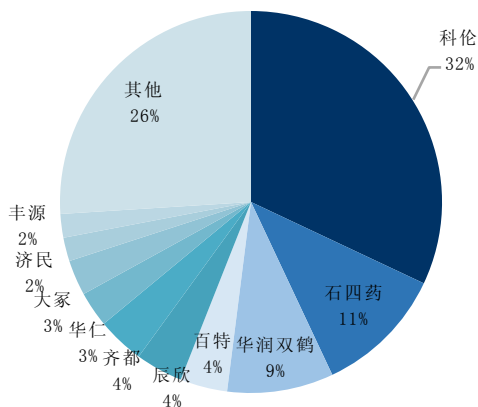
■ 大输液产品量价齐升,毛利率同比和环比持续提升

2017年前三季度,石四药集团大输液产品实现营收19亿港元,同比增长27.8%。两类高毛利产品实现营收13亿港元,同比增长35.7%。其中,非PVC软袋输液销售收入10.5亿港元,同比增长29.4%,直立式软袋输液销售收入2.5亿港元,同比增长70.4%。大输液产品,尤其是高端高毛利产品延续量价齐升,符合我们此前对行业和公司迎来盈利上升期的判断。我们预计公司目前非PVC软袋单价约提升至2.57元,直立式软袋约提升至1.5元,同比增长分别约为10%和20%。受益于行业洗牌之后大输液产品价格的提升以及高毛利软袋产品占比的提高,石四药集团2017年前三季度毛利率再度提升,目前已经达到55.1%(同比+4.4pp,较2017年上半年+0.2pp)。

■ 大输液行业TOP3占据50%份额,集中度不断提高,壁垒不断增大

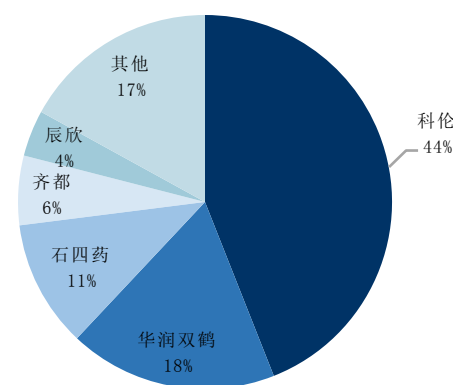
2006年我国大输液行业前十强集中度约为23.37%,2008年提升至48.4%,2015年已达73%,行业经过惨烈的洗牌。据统计,2016年全国大输液市场约百亿瓶装,价值约200亿。其中前三名共计73%市场份额,分别是四川科伦药业44%,北京华润双鹤18%,石四药集团11%。预计目前石四药集团市场份额已提升至约14%,且受益于集中度提高,份额有进一步提升空间。在行业集中度不断提升的过程中,规模化生产带来的成本优势和产品结构升级将是企业取胜的关键因素。实力雄厚的龙头企业将通过生产高毛利、高附加值的营养型、治疗型输液,优化产品结构,提高盈利能力。

图1: 2015年中国大输液行业竞争格局



资料来源: 立木信息咨询、国信证券经济研究所整理

图2: 2016年中国只有五家大输液生产超过2亿瓶装



资料来源: 各公司年报、行业信息、国信证券经济研究所整理

■ 竞争对手逐渐战略转型,石四药集团最具规模和技术优势,盈利能力最优,是行业洗牌的最大赢家

行业第一巨头科伦药业生产基地较分散,共20多个分布于15各省市。这种分散布局并不利于降低运输费用,反而失去

了规模优势。且科伦药业 2010 年进军抗生素领域，研发投入巨大，影响营收和利润。国内规模第二的大输液企业华润双鹤，目前已搭建慢病普药业务、专科业务、输液业务三大业务平台，主要产品聚焦在输液、心脑血管、内分泌、儿科和肾科等领域。近年来公司对输液业务重视不足，销售收入和毛利占比逐渐降低，非输液业务已经成为了公司利润的主要来源。

反观唯一专注输液的龙头公司石四药集团，拥有全国最大规模单一工厂，通过持续改进工艺设备，收购整合原材料厂商，提高自动化和管理水平，规模经济优势突出。且石四药集团极具技术优势，软袋水平全国最高。未来随着行业治疗性输液占比的提升（目前我国占比 11%vs 国际 70-80%），软袋包装需求将不断加大。目前，石四药集团非 PVC 软袋输液市场占有率第一。软袋不受销售地区影响，有利于实现销售区域的扩张，从而在大量小企业淘汰、Top2 转型的大背景下，石四药集团的大输液不断扩大销售区域，市场份额快速提升，盈利能力最优异，将成为行业集中度提升和结构优化的最大赢家。

盈利预测与估值分析

石四药集团 2017 年前三季度业绩增速再次超预期。受益于行业深度整合后的盈利上升期和行业产品升级，非 PVC 软袋输液和直立式软袋输液产品量价齐升。考虑软袋产品不受销售半径限制，有望实现销售地域的急速扩张，且具有提价空间，我们上调 2017-2019 年非 PVC 软袋输液销售收入增速为 28/25/22%（vs 原增速 28/20/14%），上调直立式软袋输液销售收入增速为 55/40/20%（vs 原增速 48/30/20%）。预计 2017-2019 年销售收入为 28.2/33.4/38.3 亿港元，增速为 19.4/18.6/14.6%。

表 1: 石四药集团盈利预测与关键假设（百万港元）

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	备注
主营收入	2,222	2,361	2,818	3,342	3,832	2017 年增长较低是由于汇率变动导致报表转换后损失 6.2%。2017-19 预测暂以 2016 年报汇率 0.85715 为换算标准，先不考虑未来汇率变动
YoY	6.2%	6.3%	19.4%	18.6%	14.6%	计算增长不包括利君抗生素业务
-非 PVC 软袋输液	1,128	1,131	1,448	1,810	2,172	提高收入增速预测，原预测为 28%/20%/14%。2017 年预计非 PVC 软袋增加 23% 瓶袋，售价小幅上升 6%。2018-19 年产能仍能满足。
YoY	-1.02%	0.27%	28.00%	25.00%	20.00%	
毛利率	56.00%	62.00%	65.30%	65.50%	65.80%	2015 到 2017Q1，非 PVC 软袋毛利率不断提高（56%，62%，64%）预计可持续
-直立式软袋输液	151	207	321	449	539	2017 年直立式软袋预计在 1.4 亿袋基础上增加约 0.85 亿瓶袋，并考虑售价提升 10%，2018 产能完全释放，19 年还有产线改变的增长空间。
YoY	N/A	37.29%	55.00%	40.00%	20.00%	
毛利率	52.00%	58.00%	65.30%	65.50%	65.80%	2015-2017Q1 直立式软袋毛利率不断提高（52%，58%，64%），会稳定并略增
-聚丙烯塑料瓶输液	502	501	531	558	580	
YoY	-9.65%	-0.26%	6.00%	5.00%	4.00%	预计小幅增长约 6%
毛利率	35.00%	43.00%	44.50%	45.00%	45.00%	假设毛利率维持不变
-玻璃瓶输液	226	225	236	248	260	
YoY	-7.90%	-0.68%	5.00%	5.00%	5.00%	玻璃瓶由于主要用于治疗性输液，售价和销量均有 2-3% 的提高
毛利率	36.00%	37.00%	41.50%	41.50%	42.00%	假设毛利率略有提高，考虑随着高附加值的治疗性输液产品比例增多
-医用材料	46	142	125	119	120	
YoY	N/A	206.5%	-12.0%	-5.00%	1.00%	江苏博生共挤膜和瓶盖，2015 年只并表三个月因此 2016 增长高
毛利率	35.00%	31.00%	31.00%	31.00%	31.00%	假设毛利率维持不变。
-其他	169	156	158	159	161	
YoY	11.94%	-7.64%	1.00%	1.00%	1.00%	包含服务、租金、加工、销售原材料及副产品，伴随整体销售额增长略增
毛利率	35.00%	31.00%	31.00%	31.00%	31.00%	假设毛利率维持不变

资料来源: Wind、Bloomberg、国信证券经济研究所预测

注: 2017-2019 未考虑汇率变动因素，以 2016 年报汇率为准

费用和毛利率方面，我们认为，随着公司高毛利产品占比不断提高，2017 年毛利率有望提高约 4pp，之后每年提高近 1pp。由于公司不断扩大市场范围，销售费用率上升至 17.5% 左右。公司管理效率高，管理经营费率控制良好，降低至 9.5% 左右。

综上，我们预计公司 2017-2019 年销售收入为 28.2/33.4/38.3 亿港元，增速为 19.4/18.6/14.6%。净利润为 6.4/8.1/9.7 亿港元，增速为 29.8/27.5/19.2%，对应 EPS 为 0.22/0.29/0.34 港元。

表 2: 石四药集团财务估值模型核心要素预测 (百万港元)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	2,222	2,361	2,818	3,342	3,832
(+/-%)	6.24%	6.27%	19.37%	18.59%	14.64%
毛利	1050	1217	1577	1920	2241
毛利率 (%)	47.24%	51.56%	55.95%	57.43%	58.49%
营业外收入	49	64	64	64	64
销售费用	281	373	504	596	682
销售费用率 (%)	12.63%	15.80%	17.50%	17.50%	17.50%
管理费用	278	268	274	313	358
管理费用率 (%)	12.51%	11.37%	9.50%	9.20%	9.20%
财务费用	-62	-52	49	55	62
财务费用率 (%)	2.78%	2.20%	1.70%	1.60%	1.60%
除税前利润 (EBT)	478	588	750	956	1,138
所得税	-75	-98	112	143	171
所得税率 (%)	15.65%	16.61%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润	403	490	637	812	968
YoY	-33.09%	21.35%	30.03%	27.48%	19.14%
净利率 (%)	18.16%	20.73%	22.61%	24.30%	25.26%
少数股东损益	0	1	1	1	1
归母净利润	403	490	636	811	967
(+/-%)	-33.09%	21.35%	29.8%	27.5%	19.2%
EPS (港元)	0.14	0.17	0.22	0.29	0.34

资料来源: Wind, Bloomberg、国信证券经济研究所预测

估值和投资建议

我们预计公司 2017-2019 年销售收入为 28.2/33.4/38.3 亿港元, 增速为 19.4/18.6/14.6%。净利润为 6.4/8.1/9.7 亿港元, 增速为 29.8/27.5/19.2%, 对应 EPS 为 0.22/0.29/0.34 港元, 当前股价对应 PE 16/13/11x。

考虑大输液行业迎来盈利上升期, 且有望享受医用耗材行业估值。公司是唯一专注于大输液领域的龙头公司, 具备规模优势和技术优势, 盈利能力、成长性等均在行业里位列第一, 受益于行业深度整合后的盈利回升期, 业绩快速弹升, 有望持续超预期, 给予公司 2018 年 PE18-20x, 未来一年合理估值 5.14-5.71 港元, 具 40-56% 收益空间, 维持“买入”评级。

相关研究报告

《石四药集团-2005.HK-2017年半年报点评：大输液产品量价齐升，有望持续超预期》——2017-08-25

《石四药集团-2005.HK-大输液龙头，受益行业深度整合，迎来盈利拐点》——2017-06-09

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业 投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

为。