

石四药集团(2005 HK)

业绩复苏持续，科伦收购期望太高

- ❖ **中国第三大静脉输液制造商。**石四药是中国第三大静脉输液制造商，排名仅次于科伦（002422 CH, 未评级）和双鹤药业（600062 CH, 未评级）。静脉注射是国内临床领域常见的一种治疗方式，将治疗液直接输入静脉中。在中国，静脉输液人均每年使用量超过7瓶。中国静脉注射治疗人均使用量远超西方国家。因此政府开始出台政策限制静脉注射的使用量，如部分三级医院门诊病人禁止使用静脉注射疗法。同时，静脉注射包装形式从原来低端的玻璃瓶和聚丙烯塑料瓶转变为软袋及直立式软袋。自2015年以来，静脉注射行业由于产品平均售价下降和市场的整合，整个行业增速放缓，小企业逐步被淘汰，行业龙头抢占市场份额。石四药管理层认为随着产品平均售价的逐步稳定，行业整合已基本完成。
- ❖ **2017年1季度业绩显著反弹。**2016年由于产品平均售价和毛利率的改善，石四药业绩显露复苏信号。2017年1季度公司业绩改善依然持续，剔除人民币兑港币汇率贬值的影响（6.2%），1季度石四药收入同比增长22.6%，毛利率提高了5.7个百分点到53.5%。静脉输液业务中，非PVC软袋和直立式软袋收入同比增长32%，占静脉输液收入的69.4%。聚丙烯塑料瓶和玻璃瓶的收入同比增长7.3%，增速较为缓慢。我们相信高毛利的软袋和直立式软袋将继续推动石四药的增长。
- ❖ **2017年公司目标销售量增长16%。**公司2017年目标销售13亿瓶静脉输液，其中非PVC软袋目标销售量为4.4亿个，直立式软袋为2.2亿个。全年的目标销售量同比增长16%。若2017年产品平均售价保持稳定，我们预计公司2017年收入增长为低至中双位数。
- ❖ **新产品预计2017年下半年上市。**石四药不是一个强研发的制药公司（公司于2015/2016年在研发上仅投入收入的1.7%/1.8%）。尽管如此，公司未来两年仍有一些仿制药会陆续上市。2017年，石四药计划申请11项原料药的生产许可证，包括平衡盐溶液（3类化学药，用于外科手术和细胞冲洗）和羟乙基淀粉注射液（4类化学药，容量扩容为循环系统提供容量）。

财务资料

(截至12月31日)	FY14A	FY15A	FY16A
营业额(百万港元)	2,092	2,222	2,361
核心净利润(百万港元)	488.5	403	487.8
核心EPS(港元)	0.17	0.14	0.17
EPS变动(%)	31.9	-16.4	24.1
市盈率(x)	21.3	14.5	14.3
市帐率(x)	1.9	2.3	2.6
股息率(%)	2.6	6.4	1.8
权益收益率(%)	19.7	14.3	19.3
净财务杠杆率(%)	16.8	61.6	41.8

数据来源：公司及招银国际研究

未评级

当前股价 HK\$3.10

吴永泰, CFA

电话: (852) 3761 8780

邮件: cyrusng@cmbi.com.hk

医药行业

市值(百万港元)	8,804
3个月平均流通(百万)	11.82
52周内高/低(港元)	3.22/2.38
总股本(百万)	2,840.0

数据来源：彭博

股东结构

Qu Jiguang	35.6%
四川科伦	17.0%
流通股	51.7%

数据来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1月	1.0%	-3.6%
3月	13.0%	2.2%
6月	17.7%	3.3%

数据来源：彭博

股价表现



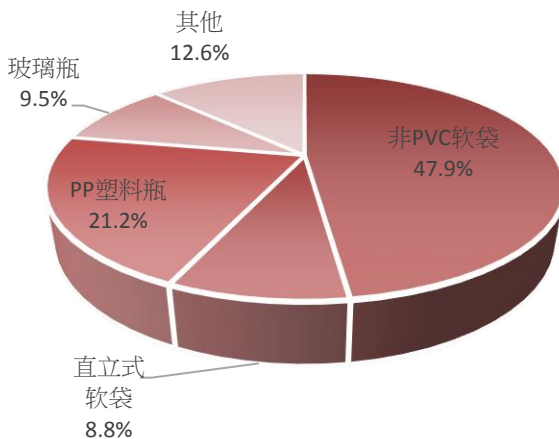
数据来源：彭博

审计师: Pricewaterhouse Coopers

公司网站: www.ssygroup.com.hk

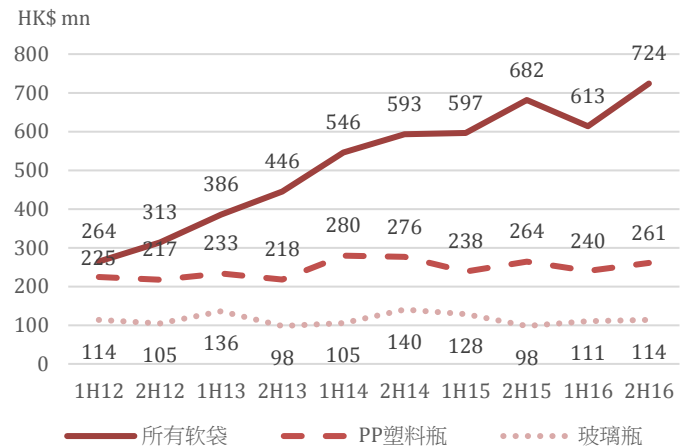
- ❖ **科伦加快收购步伐？未必如此。**2012年科伦公开披露计划向公司两个主要股东收购公司12.29%的股份或1.8亿股，对价为每股2.92港元。科伦同时表示将增持公司股份到30%。然而，此单收购相信由于港交所的反对而中断。尽管第一次收购行动失败，科伦通过公司前主要股东Prime United的配股行动获得公司4.96%的股份，配售价格为每股2.79港元。此后，科伦通过二级市场持续买入公司股票，目前持有石四药17%的股份。市场上比较关心的是科伦什么时候会收购石四药。据我们的了解，科伦并没有就收购一事与石四药正式洽谈。科伦2016年末净资产负债率是54%，我们认为科伦现时财务状况并不稳健，发行新债或发新股进行筹资也比较困难，所以我们不认为科伦短期内会对石四药进行全面收购。
- ❖ **业绩复苏已反映在股价中。**年初至今石四药的股价已上浮25.5%，且自3月底2016年业绩公告至今股价上涨13.1%。根据彭博的预测，2017年石四药收入和净利润预计分别增长11.8%和21.4%。公司目前估值为2017/18年预测市盈率的14.76倍/12.65倍。我们认为近期公司股价的上涨已反映公司核心业务的复苏，相信需要其他催化剂带动股价继续上扬。
- ❖ **催化剂：**(1) 科伦在公开市场上继续增持。(2) 2017年2季度公司收入增长动力持续。
- ❖ **风险：**(1) 产品平均售价压力高于预测。(2) 政府更加严格管控静脉注射使用量。

图 1: 2016 收入分类



资料来源：公司

图 2: 静脉注射收入分类



资料来源：公司

图 3:收入

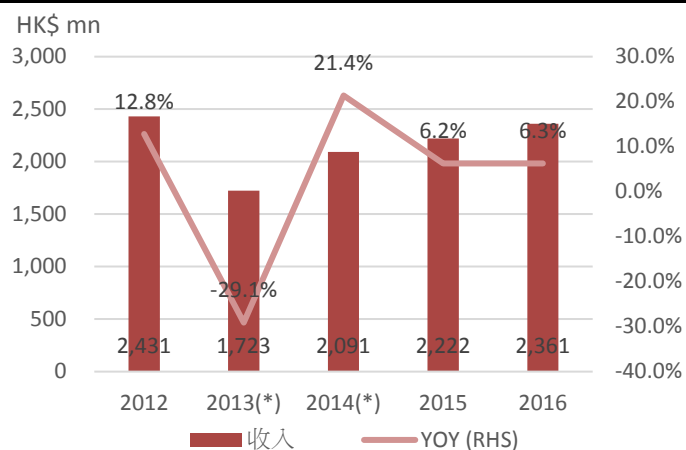
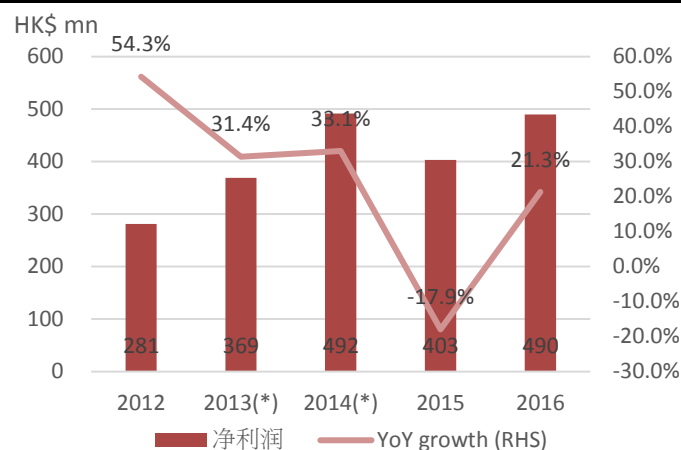


图 4:净利润



(*) 重申:SSY 于 2014 年剥离了抗生素业务
 资料来源:公司

(*) 重申:SSY 于 2014 年剥离了抗生素业务
 资料来源:公司

图 5:同业估值

公司	代码	股价		PER(x)	PBR(x)	EV/EBITDA (x)			ROE(%)						
		HK\$	HK\$mn			FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E				
石四药	2005	3.1	8,804	14.3	14.8	12.7	2.6	2.9	2.5	9.2	N/A	N/A	19.3	20.2	20.3
复兴医药	2196	32.85	92,134	19.1	21	18.1	2.5	2.8	2.5	20.1	30.9	25.6	13.9	14	14.8
石药集团	1093	11.84	71,680	23.5	26.3	21	5	5.9	5	14.9	17.1	13.6	22.3	23.8	25.3
中国生物制	1177	7.16	53,071	21.2	24.8	21.6	4.6	4.7	4	10.7	13.3	11.5	23	21.6	20.4
白云山	874	22.4	51,463	16.7	20	18.3	1.7	1.7	1.6	12.3	19.6	18.7	11.7	8.7	9.1
丽珠医药	1513	53.95	28,758	30.1	21.4	18.1	3.8	2.9	2.3	19.5	15.1	12.9	14.5	14.2	13.6
绿叶制药	2186	4.55	15,111	15.3	12.4	10.9	2.1	1.8	1.6	11.9	9.3	7.9	14.7	15	15
联邦制药	3933	5.18	8,427	N/A	20.4	16.6	1.4	1.3	1.2	13.1	5.8	4.8	-4.9	6.1	7
康臣药业	1681	5.66	4,687	10.8	11.3	9.3	1.9	2.2	1.8	6.8	6.4	5	18.1	22.6	24.5
东瑞制药	2348	4.4	3,528	12.6	8.7	7.3	2	1.7	1.4	7.3	4	3.3	17.1	N/A	N/A
			平均	18.7	18.5	15.7	2.8	2.8	2.4	13	13.5	11.5	14.5	15.7	16.2

资料来源:彭博, CMBIS

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。