

绿叶制药 (2186 HK, HK\$4.72, 未评级) — 管理层对力扑素充满信心

- ❖ **2016 年业绩符合预期。**期内收入按年升 13.8% 至 29.2 亿人民币，净利润按年升 18.2% 至 8.9 亿人民币，毛利率按年升 0.3 个百分点至 81.7%，净利率从 2015 年的 29.4% 升至 2016 年的 30.6%，净利率上升主要由于 2016 年的有效税率由 14.9% 下降至 8.3% (递延税款的上升)。收入及净利润分别较彭博综合预测好 2.4% 及 3.5%，表现符预期。
- ❖ **产品组合改变使毛利率于 2016 年下半年下滑。**虽然 2016 全年毛利率按年升 0.2 个百分点至 81.7%，下半年的毛利率按年跌 3 个百分点及较上半年下跌 5.8 个百分点，管理层解释下跌主要由于下半年低利产品的增长速度高于高毛利产品，亦因此，高毛利抗肿瘤药物收入占比由上半年的 59.6% 下跌至下半年的 47.7%。
- ❖ **管理层相信力扑素可持续增长。**力扑素进入了医保的议价目录，管理层相信价格下降是无可避免的事实，但同时指出往后所得的市场潜力是巨大的。一方面，关于力扑素的潜在竞争对手，石药及恒瑞的白蛋白紫杉醇，管理层相信在未来 5 年他们都难以对力扑素构成威胁：(1) 医护人员的习惯及行之有效的药效，(2) 已成熟的分销网络及医保目录的覆盖。
- ❖ **关于 Acino 的收购。**绿叶于 2016 年入账了 Acino 大概一个月(2016 年 12 月)，约 4,000 万人民币的收入，产生约 220 万的利润。管理层指出，该收购每年会为公司带来 1,300 欧元的折旧摊销开支。管理层早前表示，Acino 收入增长速度可达约 10% 的水平，并于 2017 年为公司带来约 1 亿人民币的盈利贡献。
- ❖ **香港上市药企中的主要落后者。**公司现价 2016 市盈率及 2017 年预测市盈率为 15.7 倍及 13.0 倍，较同业平均值有着大约 30% 的折让。我们认为市场现时主要忧虑力扑素的前景及价格的压力，管理层在分析员价议上的看法或有助消除市场上部分的疑虑。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
营业额 (百万人民币)	2,544	2,563	2,918
净利润 (百万人民币)	606	755	892
每股收益 (人民币)	0.20	0.23	0.27
每股收益变动 (%)	84.4	6.9	18.1
市盈率(x)	21.0	18.3	15.7
市帐率(x)	5.4	4.0	2.3
股息率 (%)	0.0	0.0	1.6
权益收益率 (%)	18.1	13.3	13.9
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金

来源: 公司

吴永泰, CFA
(852) 3761 8780
cyrusng@cmbi.com.hk

绿叶制药 (2186 HK)

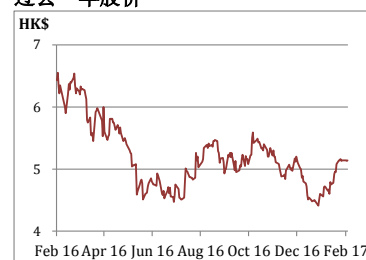
评级	未评级
收市价	HK\$4.72
市值 (港币百万)	15,675
过去 3 月平均交易 (港币百万)	52.3
52 周高/低 (港币)	6.10/4.37
发行股数 (百万)	3,321.1
主要股东	绿叶制药投资(45.7%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	12.5%	7.5%
3 月	0.4%	-2.0%
6 月	-0.6%	-6.4%

来源: 彭博

过去一年股价


来源: 彭博

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之分析员，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。报告所载资料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，并可能会受标的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。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，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资料。报告中的资讯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风险。任何使用本报告资讯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资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、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资讯，请与我们联络。

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。