

绿叶制药(2186 HK)

股价已基本反映预期

❖ **股价已基本反映预期，下调至持有评级。**自我们2017年7月覆盖公司以来，绿叶股价已上浮超过60%。尽管公司在研产品最新进展提升了其预期价值，但我们认为公司估值的进一步提升还需要利培酮和罗替戈汀等主要产品后期开发结果来推动。此外，主要产品力朴素由于潜在降价压力及省医保收录的不确定性导致其预期销售疲弱，我们预计2018/2019年公司核心净利润增速为9.1%/12.3%。基于现金流折现模型，我们将目标价从5.20港元上调至7.60港元，以反映主要在研产品的最新进展。我们的目标价为2018/2019年预测市盈率的19.3x/17.2x。

❖ **在研管线产品取得积极进展。**公司最近宣布了主要在研产品取得的积极进展，此举让我们对公司在研产品有更多的了解：利培酮(LY03004)已被美国药监局豁免了所有儿科临床试验，预计将于2019年推出。罗替戈汀(LY03003)已被美国药监局豁免了II期剂量探索临床试验，预计将于2020年推出。安舒法辛(LY03005)已在中国完成II期临床试验，预计将于2021-22年推出。新收购的重组抗VEGF单抗(LY01008)已进入中国的III期临床试验，预计将于2021年推出。新收购的重组抗RANKL单抗(LY06006)已进入中国的I期临床试验，预计将于2022年推出。

❖ **预计力朴素录得高单位数增长。**面对来自石药和恒瑞的白蛋白结合型紫杉醇的竞争，我们并不认为力朴素销售短期内会陡然大幅下滑。我们认为力朴素的未来主要专注于替换传统紫杉醇注射剂，而白蛋白结合紫杉醇将更多地覆盖在高端市场。力朴素未来的不确定性主要在于降价以及是否被纳入或维持部分省份医保目录。因此，我们预计未来三年力朴素将录得温和增长。

❖ **我们预计2016-19年收入和核心净利润年复合增速分别为15.7%和11.5%。**随着Acino全年业绩并表，我们预计公司2017年收入将增长26.2%。然而，随着力朴素销售预期放缓，我们预计2018和2019年收入增速仅为10%左右。因此，我们预计2016-2019年核心净利润复合年增长率为11.5%。

财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	2,563	2,918	3,683	4,046	4,517
核心净利润(百万人民币)	771	887	1,005	1,096	1,231
核心EPS(人民币)	0.23	0.27	0.30	0.33	0.37
EPS变动(%)	15.6	15.2	13.2	9.1	12.3
市盈率(x)	24.5	21.3	18.8	17.3	15.4
市帐率(x)	3.3	2.9	2.7	2.4	2.1
股息率(%)	0.0	1.2	1.2	1.4	1.6
权益收益率(%)	13.3	13.9	13.1	13.8	13.8
净财务杠杆率(%)	净现金	18.7	11.6	3.5	净现金

数据来源：公司及招銀国际预测

持有(下调)

目标价	HK\$7.60
(前目标价)	HK\$5.20)
潜在升幅	+12.1%
当前股价	HK\$6.78

吴永泰, CFA

电话：(852) 3761 8780

邮件：cyrusng@cmbi.com.hk

葛晶晶

电话：(852) 3761 8778

邮件：amyge@cmbi.com.hk

医药行业

市值(百万港元)	22,517
3个月平均流通(百万)	123.2
52周内高/低(港元)	7.4/4.0
总股本(百万)	3,321.1

数据来源：彭博

股东结构

绿叶集团	45.7%
中信集团	5.9%
流通股	48.4%

数据来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1月	-4.1%	1.7%
3月	31.8%	24.9%
6月	71.0%	51.8%

数据来源：彭博

股价表现



数据来源：彭博

审计师: ERNST & YOUNG

公司网站: www.luye.cn

图 1:主要在研管线产品进展

产品	适应症	状态	预期成功率	预期上市时间
利培酮缓释微球	LY03004	精神分裂和躁郁症	2018 下半年于中国和美国递交新药上市申请	85% 2019
罗替戈汀缓释微球	LY03003	帕金森氏病	美国豁免 II 期临床试验 中国处于 II 期临床试验前	50% 2020
安舒法辛缓释片	LY03005	重度抑郁症	中国已完成 II 期临床试验	50% 2021-2022
抗 VEGF 单抗	LY01008	结直肠癌和非小细胞肺癌	中国进入 III 期临床试验	50% 2021
抗 RANKL 单抗	LY06006	骨质疏松症	中国进入 I 期临床试验	10% 2022

资料来源: 公司, 招银国际预测

图 2: 同业估值

公司	代码	股价 港元	市值 百万港元	市盈率(x)			市账率(x)			EV/EBITDA(x)			股本回报率(%)		
				FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
绿叶制药	2186	6.78	22,517	21.3	18.8	17.3	2.9	2.7	2.4	18.4	14.8	12.4	13.9	13.1	13.8
复星医药	2196	45.55	121,319	19.1	27.8	23.4	2.5	3.7	3.3	20.1	38.9	30.0	13.9	13.3	15.0
石药集团	1093	18.08	112,874	23.5	40.2	31.8	5.0	9.1	7.6	14.9	26.4	20.8	22.3	23.7	24.9
中国生物制药	1177	14.82	109,849	21.2	42.2	36.7	4.6	8.4	6.6	10.7	24.1	18.7	23.0	23.8	23.1
白云山	874	21.25	49,511	16.7	15.4	13.7	1.7	1.5	1.4	18.4	14.1	15.1	11.7	10.3	11.2
丽珠集团	1513	58.55	41,916	30.1	11.3	23.5	3.8	2.6	2.4	17.5	19.0	16.3	14.5	29.1	11.2
李氏大药厂	950	11.86	7,016	14.7	25.8	23.3	2.3	3.8	3.4	9.1	N/A	N/A	16.4	14.2	13.9
东瑞制药	2348	4.27	3,387	12.6	9.3	8.2	2.0	N/A	N/A	7.3	N/A	N/A	17.1	16.9	17.1
复旦张江	1349	3.42	3,157	38.6	17.3	14.5	6.3	2.7	2.4	28.5	11.6	9.3	17.6	14.7	16.2
平均				22.0	23.7	21.9	3.5	4.5	3.9	15.8	22.4	18.4	17.1	18.3	16.6

资料来源: 彭博, 招银国际预测

财务报表

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	2,563.1	2,917.8	3,683.3	4,045.9	4,517.5
抗肿瘤	1,395.4	1,569.9	1,684.6	1,808.2	1,957.2
心血管	621.3	651.9	682.2	720.2	764.8
消化道及代谢系统	468.1	554.5	685.8	827.8	976.1
中枢神经	-	40.0	517.5	564.1	681.6
其他	78.2	101.5	113.2	125.6	137.7
销售成本	(475.7)	(535.0)	(754.0)	(829.5)	(917.3)
毛利	2,087.4	2,382.7	2,929.2	3,216.3	3,600.2
其他收益	143.4	155.1	199.3	224.6	235.1
销售费用	(964.1)	(1,121.6)	(1,342.6)	(1,486.3)	(1,659.1)
行政费用	(184.8)	(267.0)	(335.7)	(371.6)	(414.8)
研发开支	(170.4)	(193.7)	(257.8)	(283.2)	(316.2)
其他开支	(3.6)	(3.6)	(3.2)	(3.2)	(3.2)
息税前收益	907.8	952.0	1,189.2	1,296.7	1,442.0
应占联营公司利润	0.3	1.1	1.2	1.3	1.3
净财务收入 / (支出)	6.2	17.3	(11.1)	3.0	17.0
非经常性收入	(16.1)	4.2	(73.1)	-	-
税前利润	898.1	974.7	1,106.1	1,300.9	1,460.3
所得税	(133.4)	(80.7)	(165.9)	(195.1)	(219.0)
非控制股东权益	(10.2)	(2.5)	(8.8)	(9.6)	(10.4)
净利润	754.5	891.5	931.4	1,096.2	1,230.8
核心净利润	770.7	887.5	1,004.6	1,096.2	1,230.8
息税折摊前收益	997.0	1,095.8	1,331.4	1,549.6	1,726.7

资料来源: 公司, 招银国际预测

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17A	FY18A	FY19A
非流动资产	1,981.5	3,923.4	4,168.0	4,321.7	4,573.2
物业、厂房及设备	1,245.0	1,746.0	1,990.9	2,237.9	2,462.1
无形资产	126.2	855.7	859.9	770.9	802.6
商誉	347.4	995.9	995.9	995.9	995.9
其他非流动资产	262.9	325.8	321.3	316.9	312.6
流动资产	5,071.4	5,282.5	7,373.9	7,913.6	8,485.3
现金及现金等值物	843.7	397.8	2,426.2	2,822.0	3,228.2
应收贸易款项	1,311.4	1,598.5	1,661.8	1,777.0	1,891.6
存货	285.6	452.7	452.4	481.1	532.0
可供出售投资	1,402.1	1,473.3	1,473.3	1,473.3	1,473.3
其他流动资产	1,228.7	1,360.2	1,360.2	1,360.2	1,360.2
流动负债	1,045.4	2,374.8	4,000.1	3,842.4	3,715.6
银行贷款	502.2	1,623.7	3,267.7	3,104.2	2,947.5
应付贸易账款	449.7	565.2	546.5	552.3	582.2
其他流动负债	93.5	185.9	185.9	185.9	185.9
非流动负债	208.0	269.1	272.3	271.1	270.8
银行贷款	0.5	0.4	3.6	2.4	2.1
其他非流动负债	207.5	268.7	268.7	268.7	268.7
净资产总值	5,799.5	6,562.0	7,269.5	8,121.8	9,072.2
少数股东权益	135.6	133.5	142.2	151.8	162.2
股东权益	5,664.0	6,428.5	7,127.3	7,970.0	8,910.0

资料来源: 公司, 招银国际预测

现金流量表

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	907.8	952.0	1,189.2	1,296.7	1,442.0
折旧和摊销	115.2	140.9	222.9	261.2	293.8
营运资金变动	(410.2)	(308.4)	(64.9)	(139.5)	(136.1)
税务开支	(111.1)	(132.2)	(165.9)	(195.1)	(219.0)
利息开支	(14.0)	(29.1)	(98.1)	(93.2)	(88.5)
其他	(93.1)	(31.2)	(116.7)	(53.9)	(44.9)
经营活动所得现金净额	394.7	592.0	966.4	1,076.2	1,247.2
资本开支	(208.1)	(274.9)	(483.1)	(412.3)	(543.5)
收购子公司	700.0	(1,674.5)	-	-	-
可供出售投资变动	439.5	(65.0)	-	-	-
其他	(691.1)	179.5	130.6	150.0	150.4
投资活动所得现金净额	240.3	(1,834.9)	(352.5)	(262.3)	(393.1)
债务变化	197.2	1,121.4	1,647.2	(164.7)	(157.0)
发行新股	-	-	-	-	-
派息	(4.6)	(111.5)	(232.7)	(253.5)	(290.9)
利息开支	(141.3)	(189.8)	-	-	-
融资活动所得现金净额	51.3	820.0	1,414.5	(418.1)	(447.9)
现金净变动	686.3	(422.9)	2,028.4	395.8	406.2
年初现金及现金等值物	151.9	843.7	397.8	2,426.2	2,822.0
汇兑差额	5.5	(23.0)	-	-	-
年末现金及现金等值物	843.7	397.8	2,426.2	2,822.0	3,228.2

资料来源: 公司, 招银国际预测

主要比率

年结：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
抗肿瘤	54.4	53.8	45.7	44.7	43.3
心血管	24.2	22.3	18.5	17.8	16.9
消化道及代谢系统	18.3	19.0	18.6	20.5	21.6
中枢神经	-	1.4	14.1	13.9	15.1
其他	3.1	3.5	3.1	3.1	3.0
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	81.4	81.7	79.5	79.5	79.7
息税折摊前利润率	38.9	37.6	36.1	38.3	38.2
税前利率	35.0	33.4	30.0	32.2	32.3
净利润率	29.4	30.6	25.3	27.1	27.2
核心净利润率	30.1	30.4	27.3	27.1	27.2
有效税率	14.9	8.3	15.0	15.0	15.0
增长 (%)					
收入	0.8	13.8	26.2	9.8	11.7
毛利	1.3	14.1	22.9	9.8	11.9
息税折摊前利润	18.4	9.9	21.5	16.4	11.4
经营利润	23.5	4.9	24.9	9.0	11.2
净利润	24.6	18.2	4.5	17.7	12.3
核心净利润	28.2	15.2	13.2	9.1	12.3
资产负债比率					
流动比率 (x)	4.9	2.2	1.8	2.1	2.3
平均应收账款周转天数	89.5	98.6	92.9	85.3	81.2
平均应付账款周转天数	54.6	68.0	59.1	59.2	59.1
平均存货周转天数	205.9	251.8	219.1	205.4	201.6
净负债/权益比率 (%)	净现金	18.7	11.6	3.5	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	13.3	13.9	13.1	13.8	13.8
资产回报率	10.7	9.7	8.1	9.0	9.4
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.23	0.27	0.28	0.33	0.37
核心每股盈利(人民币)	0.23	0.27	0.30	0.33	0.37
每股股息(港元)	-	0.07	0.07	0.08	0.09
每股账面值(人民币)	1.71	1.94	2.15	2.40	2.68

资料来源: 公司, 招银国际预测

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: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

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。