

绿叶制药 (2186 HK)

被低估的药物运释技术先锋

- ❖ **首次覆盖给予买入评级，目标价 5.7 港元。**我们看好绿叶的药物运释技术平台，产品组合和在研管线。目前绿叶估值较低，我们认为市场过度担忧绿叶未来的增长潜力。公司现在估值为 2017/2018 年的 12 倍/10.7 倍预测市盈率，较同业平均水平分别低 36.2%/34.4%。我们相信绿叶目前明显被市场低估，所以首次覆盖公司给予买入评级，我们根据 5 年现金流折现模型给出目标价 5.7 港元 (WACC: 10.3%, 终端增长率: 3%)。我们的目标价代表着 2017/2018 年的 16.2 倍/14.5 倍预测市盈率，较现价有 35.1% 的上浮空间。
- ❖ **白蛋白结合型紫杉醇仿制药对力朴素的威胁并非迫在眉睫。**我们认为短期内白蛋白结合型紫杉醇仿制药不会立刻对力朴素构成威胁，原因有四点：1) 医生的用药行为和习惯短期内很难改变，2) 力朴素未来偏向于替代低端紫杉醇，3) 价格因素，4) 适应症不同。我们相信力朴素未来会面向大众市场，而白蛋白结合型紫杉醇仿制药未来将瞄准高端市场。
- ❖ **医保目录进与退：黑暗中总有一丝光明。**据我们的分析，如果力朴素被纳入国家医保目录且降价幅度小于 30%，销售量的上升将抵消价格的下降的影响。尽管降价会稍稍影响 2018 年的销售增长，若价格降幅度小于 30%，绿叶会从中受益。从另一方面，即使力朴素选择退出国家医保目录，我们仍然相信在未来三年中它依然能够维持一个稳定的增长，因为：1) 力朴素将逐步替代低端紫杉醇，2) 力朴素在医院的渗透率在增长。
- ❖ **强大的药物运释技术研发平台。**绿叶目前的重心是全力打造药物运释技术平台，该平台通过不同的释药方式提高现有药品的药效，同时减少副作用。绿叶现在的两款重磅产品力朴素和预计 2019 年上市的利培酮都是从该平台研发而来。我们相信该药物运释技术平台将助力绿叶与其他研发巨头展开竞争。
- ❖ **我们预测 2016-19 年核心净利润复合增长率为 16.4%。**基于绿叶自身内生增长，新收购业务和即将上市产品的助推，我们预计绿叶 2016-19 年收入的复合增长为 16.9%，核心净利润于 2017/2018/2019 年分别增长 23.2%/11.6%/14.6% 至 10.4 亿/11.6 亿/13.3 亿人民币，复合增长率为 16.4%。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额 (百万港元)	2,563	2,918	3,761	4,170	4,664
核心净利润 (百万港元)	685	847	1,043	1,163	1,334
核心 EPS (港元)	0.21	0.25	0.31	0.35	0.40
EPS 变动 (%)	6.2	23.6	23.2	11.6	14.6
市盈率 (x)	18.3	14.8	12.0	10.8	9.4
市帐率 (x)	2.2	1.9	1.7	1.5	1.3
股息率 (%)	0.0	1.8	2.2	2.4	2.8
权益收益率 (%)	13.3	13.9	15.0	14.9	15.0
净财务杠杆率 (%)	净现金	18.7	8.4	0.7	净现金

数据来源：公司及招银国际

买入(首次覆盖)

目标价	HK\$5.70
潜在升幅	+35.1%
当前股价	HK\$4.22

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)	14,015
3 个月平均流通(百万)	48.39
52 周内高/低(港元)	5.77/4.17
总股本(百万)	3,321.1

数据来源：彭博

股东结构

绿叶制药投资	45.68%
中信产业基金	5.92%
流通股	48.40%

数据来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	-10.3%	-10.3%
3 月	-11.7%	-16.4%
6 月	-5.4%	-19.9%

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

投資觀點總結

被低估的藥物運釋技術先鋒

我們認為市場過度擔心力朴素未來的市場前景。1) 白蛋白結合型紫杉醇仿製藥上市後未必會立刻對力朴素構成威脅。2) 如果力朴素被納入國家醫保目錄且降價幅度小於 30%，對公司來說未來三年會從中受益。由於市場的種種擔憂，綠葉目前估值僅為 2017/2018 年的 12 倍/10.7 倍預測市盈率，較同行平均水平低 36.2%/34.4%。我們認為綠葉目前被明顯低估，原因有四點：1) 綠葉擁有強大的藥物運釋技術研發平台，2) 2019 年公司将推出重磅新藥，3) 2016-2019 年核心淨利潤年複合增速為 16.4%，4) 未來潛在的收購。因此我們首次覆蓋綠葉並給予買入評級，目標價 5.7 港元，我們的目標價代表著 2017/2018/2019 的 16.2 倍/14.5 倍/12.6 倍預測市盈率，較現價有 35.1% 的上浮空間。

我們與市場持有不同的觀點：

(1) 我們不認為白蛋白結合型紫杉醇上市後會立刻對力朴素構成威脅。

白蛋白結合型紫杉醇對比力朴素來說，通常會被認為藥效更強以及過敏反應更少。但是，目前醫學界尚無兩款藥物一對一比較的臨床數據。我們認為白蛋白結合型紫杉醇不會對力朴素立刻構成威脅的原因有四點 1) 醫生的用藥行為和習慣短期內很難改變；2) 力朴素未來會更多的替代低端紫杉醇，力朴素由於過敏反應較輕未來將替代低端紫杉醇，我們認為這一部分的市場很難被白蛋白結合型紫杉醇所取代；3) 價格因素。目前白蛋白結合型紫杉醇一個療程的價格約為力朴素的 3 倍，而白蛋白結合型紫杉醇仿製藥作為首仿藥上市後的價格預計不會低於原研藥的 50%，這樣一來仿製藥價格仍比力朴素高 80% 左右，沒有價格優勢。4) 適應症不同。力朴素是卵巢癌和非小細胞肺癌的一线化療用藥以及乳腺癌的二線用藥。白蛋白結合型紫杉醇現適用於乳腺癌，未來會被批准更多適應症如胃癌和胰腺癌。這兩款藥擁有不同的適應症，目標用藥人群和市場也有一些差異。

(2) 若力朴素進入國家醫保目錄後降價幅度小於 30%，未來三年將受益於此。

根據我們的分析（詳細信息請參考圖 4 第 6 頁），如果力朴素降價幅度小於 30%，力朴素未來銷售量的增長將會抵消價格的下降。儘管降價會稍稍影響 2018 年的銷售預期，若價格降幅度少於 30%，力朴素增長將受益於此。從另一方面看，即使力朴素選擇退出國家醫保目錄，我們仍然相信在未來三年中它依然能夠維持一個穩定的增長，因為：1) 力朴素將逐步替代低端紫杉醇，2) 力朴素在醫院的滲透率在增長。

強大的藥物運釋技術研發平台

投資者經常忽視綠葉的研發能力，儘管它不像其他研發巨頭注重新分子或化合物藥品的開發，綠葉更多精力投入在藥物運釋技術研發上，提高現有藥品的藥效，同時減少藥物副作用。綠葉目前的兩款重磅產品，力朴素和預計上市的利培酮都是通過該平台研發而來。我們相信該藥物運釋技術平台將助力綠葉與其他研發巨頭展開競爭。

2019 年预计上市的重磅产品

绿叶已经于中国和美国完成了利培酮缓释微球所有的临床研究，正在等待美国药监局 2018 年对药品生产车间的实地考察。公司目标于 2019 年下半年将该款产品于中国和美国上市。同时，绿叶正在计划递交罗替戈汀月用剂型配方的申请，计划该产品于 2020 年间上市。我们相信这两款新产品将于 2019 年开始贡献收入，未来会成为公司股价的催化剂。

核心净利润增长潜力

基于绿叶自身内生增长，新收购业务和即将上市产品的助推，我们预计绿叶 2016-19 年收入的复合增长为 16.9%，核心净利润于 2017/18/19 年分别增长 23.2%/11.6%/14.6%至 10.4 亿/11.6 亿/13.3 亿人民币，复合增长率为 16.4%。

投资风险

- (1) 力朴素进入国家医保目录且降价幅度超预期。(2) 白蛋白结合型紫杉醇仿制药未来上市价格比预期低。(3) 公司新产品上市受阻。(4) 公司未来收购价格较高。

估值

首次覆盖给予买入评级，目标价 5.7 港元

目前市场主要关注点在力朴素是否被纳入国家医保目录以及力朴素竞品问题。根据前述，我们认为在以上两点问题上市场过度反应，1) 绿叶拥有强大的药物运释技术研发平台，2) 2019 年公司将推出重磅新药，3) 2016-2019 年核心净利润年复合增速为 16.4%，4) 未来潜在的收购。目前绿叶估值为 2017/2018 年预测市盈率的 12 倍/10.8 倍，明显被市场所低估。因此我们首次覆盖绿叶，并给予买入评级，目标价 5.7 港元，我们的目标价代表着 2017/2018/2019 的 16.2 倍/14.5 倍/12.6 倍预测市盈率，较现价有 35.1% 的上浮空间。

我们的目标价是根据 5 年现金流折现模型推导而来 (WACC:10.3%, 终端增长率: 3%)。详情请参考下列图表和现金流折现模型。

图 1: 绿叶 DCF 模型

	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
	人民币百万	人民币百万	人民币百万	人民币百万	人民币百万
净利润	1,093	1,225	1,386	1,609	1,837
折旧与摊销	220	255	283	312	341
税后利息收入	(9)	(21)	(38)	(57)	(82)
资本性开支	(393)	(412)	(419)	(409)	(382)
营运资本变动	(68)	(221)	(188)	(251)	(225)
自由现金流	842	826	1,038	1,205	1,490
终值					20,922
企业价值	16,733				
负债和优先股	1,624				
银行存款和保证金	1,757				
股权价值	16,866				
股数	3,321				
每股价值 (人民币)	5.08				
每股价值 (港元)	5.70				
无风险利率	3.6%				
Beta	0.8				
风险溢价	10.3%				
股权成本	11.9%				
债券成本	5.0%				
WACC	10.3%				
终端增长率	3.0%				

来源：公司及招银国际预测

图 2: 敏感性分析

终端增长率 / WACC	8.8%	9.3%	9.8%	10.3%	10.8%	11.3%	11.8%
1.5%	6.00	5.60	5.20	4.90	4.60	4.40	4.20
2.0%	6.40	5.90	5.50	5.10	4.80	4.60	4.30
2.5%	6.80	6.30	5.80	5.40	5.10	4.80	4.50
3.0%	7.30	6.70	6.10	5.70	5.30	5.00	4.70
3.5%	7.80	7.10	6.50	6.00	5.60	5.20	4.90
4.0%	8.50	7.70	7.00	6.40	5.90	5.50	5.10
4.5%	9.40	8.40	7.60	6.90	6.30	5.80	5.40

来源：公司及招银国际预测

股价明显被低估。绿叶目前估值为 2017/2018 年 12 倍/10.7 倍预测市盈率，较同行业平均水平低 36.2%/34.4%。基于绿叶的产品组合、研发平台和在研管线，我们给出的目标价代表着 2017/2018 年预测市盈率 16.2 倍/14.5 倍。

图 3: 同业估值比较

公司	股票代码	股价	市值	PER(x)			PBR(x)			EV/EBITDA (x)			ROE(%)		
		港元	港元百万	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
绿叶制药	2186	4.22	14,015	14.7	12.0	10.7	1.9	1.7	1.5	12.5	8.8	7.5	14.7	15.0	15.0
复星医药	2196	30.25	85,731	19.1	19.4	16.6	2.5	2.6	2.3	20.1	28.9	24.0	13.9	14.0	14.9
石药集团	1093	11.58	70,106	23.5	25.7	20.5	5.0	5.8	4.9	14.9	16.7	13.3	22.3	23.9	25.3
白云山	874	21.55	50,520	16.7	19.2	17.6	1.7	1.6	1.5	12.3	19.0	18.1	11.7	8.7	9.1
中国生物制药	1177	6.93	51,366	21.2	24.0	20.9	4.6	4.6	3.8	10.7	12.8	11.1	23.0	21.0	19.8
丽珠医药	1513	54.20	29,875	30.1	14.7	17.8	3.8	2.6	2.3	19.5	15.6	13.2	14.5	19.0	13.9
复旦张江	1349	4.67	4,310	38.6	21.9	16.6	6.3	3.8	3.1	28.5	14.9	10.0	17.6	18.8	23.1
李氏大药厂	950	6.61	3,902	14.7	13.9	12.5	2.3	2.1	1.9	9.1	N/A	N/A	16.4	17.5	19.3
东瑞制药	2348	4.97	3,985	12.6	11.4	8.2	2.0	1.9	1.6	7.3	4.8	4.0	17.1	N/A	N/A
平均				22.0	18.8	16.3	3.5	3.1	2.7	15.3	16.1	13.4	17.1	17.5	17.9

来源：彭博、招银国际预测

图 4：力朴素降价幅度对销售和利润的影响预测

	原始	假设从 2018 年开始降价				
		20%	30%	40%	50%	
假设平均售价@ Rmb100	100	80	70	60	50	
销售成本	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	
毛利	90	70	60	50	40	
营业费用	(43)	(34)	(30)	(26)	(22)	
营业利润	47	36	30	24	19	
	2017	2018	2019	2020		
价格不变						
假设 2018/2019/2020 年销量分别增长 10%						
假设 2017 年销量为 100	100.0	110.0	121.0	133.1	2017-20 CAGR	10.0%
收入	10,000	11,000	12,100	13,310	2017-20 CAGR	10.0%
毛利	9,000	9,900	10,890	11,979	2017-20 CAGR	10.0%
营业利润	4,700	5,170	5,687	6,256	2017-20 CAGR	10.0%
降价 20%						
假设销量于 2018 年增长 30%，2019 年增长 25%，2020 年增长 20%						
假设 2017 年销量为 100	100.0	130.0	162.5	195.0	2017-20 CAGR	24.9%
收入	10,000	10,400	13,000	15,600	2017-20 CAGR	16.0%
毛利	9,000	9,100	11,375	13,650	2017-20 CAGR	14.9%
营业利润	4,700	4,628	5,785	6,942	2017-20 CAGR	13.9%
降价 30%						
假设销量于 2018 年增长 35%，2019 年增长 30%，2020 年增长 25%						
假设 2017 年销量为 100	100.0	135.0	175.5	219.4	2017-20 CAGR	29.9%
收入	10,000	9,450	12,285	15,356	2017-20 CAGR	15.4%
毛利	9,000	8,100	10,530	13,163	2017-20 CAGR	13.5%
营业利润	4,700	4,037	5,247	6,559	2017-20 CAGR	11.8%
降价 40%						
假设销量于 2018 年增长 40%，2019 年增长 35%，2020 年增长 30%						
假设 2017 年销量为 100	100.0	140.0	189.0	245.7	2017-20 CAGR	34.9%
收入	10,000	8,400	11,340	14,742	2017-20 CAGR	13.8%
毛利	9,000	7,000	9,450	12,285	2017-20 CAGR	10.9%
营业利润	4,700	3,388	4,574	5,946	2017-20 CAGR	8.2%
降价 50%						
假设销量于 2018 年增长 45%，2019 年增长 40%，2020 年增长 35%						
假设 2017 年销量为 100	100.0	145.0	203.0	274.1	2017-20 CAGR	39.9%
收入	10,000	7,250	10,150	13,703	2017-20 CAGR	11.1%
毛利	9,000	5,800	8,120	10,962	2017-20 CAGR	6.8%
营业利润	4,700	2,683	3,756	5,070	2017-20 CAGR	2.6%

来源：招银国际预测

图 5：收入分布

	2015 人民币 百万	2016 人民币 百万	2017E 人民币 百万	2018E 人民币 百万	2019E 人民币 百万
肿瘤	1,395	1,570	1,805	2,020	2,226
力朴素	1,179	1,356	1,586	1,790	1,984
其他	217	214	218	230	243
心血管	621	652	696	750	812
血脂康	265	295	324	354	386
麦通纳	313	313	327	349	376
其他	43	45	46	48	50
消化代谢	468	554	629	710	794
贝希	231	302	369	437	507
其他	237	253	260	273	287
中枢神经系统	0	0	0	0	113
利培酮缓释微球	0	0	0	0	85
其他	0	0	0	0	28
其他	78	141	631	690	747
Acino	0	40	518	564	609
其他	78	101	113	126	138
总计	2,563	2,918	3,761	4,170	4,692

来源：公司及招银国际预测

图 6：收入分布增速

	2015 YoY %	2016 YoY %	2017E YoY %	2018E YoY %	2019E YoY %
肿瘤	5.8%	12.5%	15.0%	11.9%	10.2%
力朴素	8.2%	15.0%	17.0%	12.8%	10.8%
其他	-5.9%	-1.3%	2.1%	5.4%	5.4%
心血管	-5.9%	4.9%	6.8%	7.8%	8.2%
血脂康	-10.4%	11.0%	10.0%	9.2%	9.0%
麦通纳	-3.0%	0.0%	4.5%	6.7%	7.9%
其他	3.0%	3.0%	2.0%	5.0%	5.0%
消化代谢	5.5%	18.4%	13.4%	13.0%	11.8%
贝希	10.2%	30.4%	22.3%	18.6%	16.0%
其他	1.3%	6.7%	2.7%	5.0%	5.0%
中枢神经系统	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
利培酮缓释微球	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
其他	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
其他	-35.1%	80.9%	345.8%	9.3%	8.3%
Acino	N/A	N/A	1193.8%	9.0%	8.0%
其他	-35.1%	29.8%	11.5%	10.9%	9.7%
总计	0.8%	13.8%	28.9%	10.9%	12.5%

来源：公司及招银国际预测

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	3,760.5	4,169.9	4,663.9
抗肿瘤	1,395.4	1,569.9	1,804.9	2,019.7	2,226.0
心血管	621.3	651.9	696.3	750.5	812.3
消化道及代谢系统	468.1	554.5	628.6	710.1	793.7
中枢神经	-	-	-	-	84.9
其他	78.2	141.5	630.7	689.7	747.0
销售成本	(475.7)	(535.0)	(713.6)	(785.1)	(866.4)
毛利	2,087.4	2,382.7	3,047.0	3,384.8	3,797.6
其他收益	66.5	117.8	127.6	141.2	157.5
销售费用	(964.1)	(1,121.6)	(1,364.1)	(1,519.7)	(1,696.1)
行政费用	(184.8)	(267.0)	(341.0)	(379.9)	(424.0)
研发开支	(170.4)	(193.7)	(225.6)	(250.2)	(279.8)
其他开支	(3.6)	(3.6)	(3.2)	(3.2)	(3.2)
息税前收益	830.9	914.7	1,240.6	1,372.9	1,551.9
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	10.7	25.1	44.4
非经常性收入	60.8	41.5	43.6	53.9	44.9
税前利润	898.1	974.7	1,296.1	1,453.2	1,642.6
所得税	(133.4)	(80.7)	(194.4)	(218.0)	(246.4)
非控制股东权益	(10.2)	(2.5)	(8.9)	(9.8)	(10.7)
净利润	754.5	891.5	1,092.7	1,225.5	1,385.6
核心净利润	684.7	846.6	1,042.6	1,163.5	1,333.9
息税折摊前收益	997.0	1,095.8	1,496.3	1,673.2	1,870.7

来源: 公司及招银国际研究部

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	4,081.1	4,241.2	4,378.3
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	773.0	690.3	607.7
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	5,882.9	6,608.7	7,508.6
现金及现金等值物	843.7	397.8	938.7	1,439.9	2,137.1
应收贸易款项	1,311.4	1,598.5	1,682.6	1,864.2	2,035.5
存货	285.6	452.7	428.1	471.1	502.5
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	2,282.9	2,223.7	2,191.1
银行贷款	502.2	1,623.7	1,557.3	1,493.1	1,431.7
应付贸易账款	449.7	565.2	539.7	544.8	573.5
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	270.4	269.8	269.7
银行贷款	0.5	0.4	1.7	1.2	1.0
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	7,410.8	8,356.3	9,426.1
少数股东权益	135.6	133.5	142.4	152.2	162.8
股东权益	5,664.0	6,428.5	7,268.4	8,204.1	9,263.3

来源: 公司及招银国际研究部

现金流量表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	830.9	914.7	1,240.6	1,372.9	1,551.9
折摊和摊销	115.2	140.9	219.8	254.9	283.1
营运资金变动	(410.2)	(308.4)	(68.3)	(220.9)	(174.4)
税务开支	(111.1)	(132.2)	(194.4)	(218.0)	(246.4)
利息开支	(14.0)	(29.1)	(46.8)	(44.8)	(43.0)
其他	(16.2)	6.1	(0.0)	(0.0)	0.0
经营活动所得现金净额	394.7	592.0	1,151.0	1,144.2	1,371.3
资本开支	(208.1)	(274.9)	(393.1)	(412.3)	(418.5)
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	101.0	123.9	132.3
投资活动所得现金净额	240.3	(1,834.9)	(292.1)	(288.5)	(286.2)
债务变化	197.2	1,121.4	(65.0)	(64.8)	(61.5)
发行新股	-	-	-	-	-
派息	(4.6)	(111.5)	(252.9)	(289.8)	(326.4)
利息开支	(141.3)	(189.8)	-	-	-
融资活动所得现金净额	51.3	820.0	(317.9)	(354.6)	(387.9)
现金净变动	686.3	(422.9)	541.0	501.1	697.2
年初现金及现金等值物	151.9	843.7	397.8	938.7	1,439.9
汇兑差额	5.5	(23.0)	-	-	-
年末现金及现金等值物	843.7	397.8	938.7	1,439.9	2,137.1

来源: 公司及招银国际研究部

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	48.0	48.4	47.7
心血管	24.2	22.3	18.5	18.0	17.4
消化道及代谢系统	18.3	19.0	16.7	17.0	17.0
中枢神经	-	-	-	-	1.8
其他	3.1	4.8	16.8	16.5	16.0
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	81.0	81.2	81.4
息税折摊前利润率	38.9	37.6	39.8	40.1	40.1
税前利率	35.0	33.4	34.5	34.8	35.2
净利润率	29.4	30.6	29.1	29.4	29.7
核心净利润率	26.7	29.0	27.7	27.9	28.6
有效税率	14.9	8.3	15.0	15.0	15.0
增长 (%)					
收入	0.8	13.8	28.9	10.9	11.8
毛利	1.3	14.1	27.9	11.1	12.2
息税折摊前利润	18.4	9.9	36.5	11.8	11.8
经营利润	15.6	10.1	35.6	10.7	13.0
净利润	24.6	18.2	22.6	12.1	13.1
核心净利润	17.7	23.6	23.2	11.6	14.6
资产负债比率					
流动比率 (x)	4.9	2.2	2.6	3.0	3.4
平均应收账款周转天数	89.5	98.6	91.9	86.8	84.6
平均应付账款周转天数	54.6	68.0	60.7	59.2	59.1
平均存货周转天数	205.9	251.8	225.3	209.0	205.1
净负债/权益比率 (%)	淨現金	18.7	8.4	0.7	淨現金
回报率 (%)					
资本回报率	13.3	13.9	15.0	14.9	15.0
资产回报率	10.7	9.7	11.0	11.3	11.7
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.23	0.27	0.33	0.37	0.42
核心每股盈利(人民币)	0.21	0.25	0.31	0.35	0.40
每股股息(港元)	-	0.07	0.08	0.09	0.10
每股账面值(人民币)	1.71	1.94	2.19	2.47	2.79

来源: 公司及招银国际研究部

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作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責任。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士。