

綠葉製藥 (2186 HK)

被低估的藥物運釋技術先鋒

- ❖ **首次覆蓋給予買入評級，目標價 5.7 港元。**我們看好綠葉的藥物運釋技術平臺，產品組合和在研管線。目前綠葉估值較低，我們認為市場過度擔憂綠葉未來的增長潛力。公司現在估值為 2017/2018 年的 12 倍/10.7 倍預測市盈率，較同業平均水準分別低 36.2%/34.4%。我們相信綠葉目前明顯被市場低估，所以首次覆蓋公司給予買入評級，我們根據 5 年現金流折現模型給出目標價 5.7 港元 (WACC: 10.3%, 終端增長率: 3%)。我們的目標價代表著 2017/2018 年的 16.2 倍/14.5 倍預測市盈率，較現價有 35.1% 的上浮空間。
- ❖ **白蛋白結合型紫杉醇仿製藥對力樸素的威脅並非迫在眉睫。**我們認為短期內白蛋白結合型紫杉醇仿製藥不會立刻對力樸素構成威脅，原因有四點：1) 醫生的用藥行為和習慣短期內很難改變，2) 力樸素未來偏向於替代低端紫杉醇，3) 價格因素，4) 適應症不同。我們相信力樸素未來會面向大眾市場，而白蛋白結合型紫杉醇仿製藥未來將瞄準高端市場。
- ❖ **醫保目錄進與退：黑暗中總有一絲光明。**據我們的分析，如果力樸素被納入國家醫保目錄且降價幅度小於 30%，銷售量的上升將抵消價格的下降的影響。儘管降價會稍稍影響 2018 年的銷售增長，若價格降幅度小於 30%，綠葉會從中受益。從另一方面，即使力樸素選擇退出國家醫保目錄，我們仍然相信在未来三年中它依然能夠維持一個穩定的增長，因為：1) 力樸素將逐步替代低端紫杉醇，2) 力樸素在醫院的滲透率在增長。
- ❖ **強大的藥物運釋技術研發平臺。**綠葉目前的重心是全力打造藥物運釋技術平臺，該平臺通過不同的釋藥方式提高現有藥品的藥效，同時減少副作用。綠葉現在的兩款重磅產品力樸素和預計 2019 年上市的利培酮都是從該平臺研發而來。我們相信該藥物運釋技術平臺將助力綠葉與其他研發巨頭展開競爭。
- ❖ **我們預測 2016-19 年核心淨利潤複合增長率為 16.4%。**基於綠葉自身內生增長，新收購業務和即將上市產品的助推，我們預計綠葉 2016-19 年收入的複合增長為 16.9%，核心淨利潤於 2017/2018/2019 年分別增長 23.2%/11.6%/14.6% 至 10.4 億/11.6 億/13.3 億人民幣，複合增長率為 16.4%。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬港元)	2,563	2,918	3,761	4,170	4,664
核心淨利潤 (百萬港元)	685	847	1,043	1,163	1,334
核心 EPS (港元)	0.21	0.25	0.31	0.35	0.40
EPS 變動 (%)	6.2	23.6	23.2	11.6	14.6
市盈率 (x)	18.3	14.8	12.0	10.8	9.4
市帳率 (x)	2.2	1.9	1.7	1.5	1.3
股息率 (%)	0.0	1.8	2.2	2.4	2.8
權益收益率 (%)	13.3	13.9	15.0	14.9	15.0
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	18.7	8.4	0.7	淨現金

資料來源：公司及招銀國際

買入(首次覆蓋)

目標價	HK\$5.70
潛在升幅	+35.1%
當前股價	HK\$4.22

吳永泰, CFA

電話：(852) 3761 8780

郵件：cyrusng@cmbi.com.hk

醫藥行業

市值(百萬港元)	14,015
3 個月平均流通(百萬)	48.39
52 周內高/低(港元)	5.77/4.17
總股本(百萬)	3,321.1

資料來源：彭博

股東結構

綠葉製藥投資	45.7%
中信產業基金	5.9%
流通股	48.4%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1 月	-10.3%	-10.3%
3 月	-11.7%	-16.4%
6 月	-5.4%	-19.9%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: ERNST & YOUNG

公司網站: 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樸素未來的市場前景。1) 白蛋白結合型紫杉醇仿製藥上市後未必會立刻對力樸素構成威脅。2) 如果力樸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，較同行平均水準低 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臺，2) 2019 年公司將推出重磅新藥，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樸素構成威脅。

白蛋白結合型紫杉醇對比力樸素來說，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資料。我們認為白蛋白結合型紫杉醇不會對力樸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) 力樸素未來會更多的替代低端紫杉醇，力樸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樸素的 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樸素高 80% 左右，沒有價格優勢。4) 適應症不同。力樸素是卵巢癌和非小細胞肺癌的一線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) 若力樸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（詳細資訊請參考圖 4 第 6 頁），如果力樸素降價幅度小於 30%，力樸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%，力樸素增長將受益於此。從另一方面看，即使力樸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) 力樸素將逐步替代低端紫杉醇，2) 力樸素在醫院的滲透率在增長。

強大的藥物運釋技術研發平臺

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，力樸素和預計上市的利培酮都是通過該平臺研發而來。我們相信該藥物運釋技術平臺將助力綠葉與其他研發巨頭展開競爭。

2019 年預計上市的重磅產品

綠葉已經於中國和美國完成了利培酮臨緩釋微球所有的臨床研究，正在等待美國藥監局 2018 年對藥品生產車間的實地考察。公司目標於 2019 年下半年將該款產品於中國和美國上市。同時，綠葉正在計畫遞交羅替戈汀月用劑型配方的申請，計畫該產品於 2020 年間上市。我們相信這兩款新產品將於 2019 年開始貢獻收入，未來會成為公司股價的催化劑。

核心淨利潤增長潛力

基於綠葉自身內生增長，新收購業務和即將上市產品的助推，我們預計綠葉 2016-19 年收入的複合增長為 16.9%，核心淨利潤於 2017/18/19 年分別增長 23.2%/11.6%/14.6%至 10.4 億/11.6 億/13.3 億人民幣，複合增長率為 16.4%。

投資風險

- (1) 力樸素進入國家醫保目錄且降價幅度超預期。(2) 白蛋白結合型紫杉醇仿製藥未來上市價格比預期低。(3) 公司新產品上市受阻。(4) 公司未來收購價格較高。

估值

首次覆蓋給予買入評級，目標價 5.7 港元

目前市場主要關注點在力樸素是否被納入國家醫保目錄以及力樸素競品問題。根據前述，我們認為在以上兩點問題上市場過度反應，1) 綠葉擁有強大的藥物運轉技術研發平臺，2) 2019 年公司將推出重磅新藥，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。目前綠葉估值為 2017/2018 年預測市盈率的 12 倍/10.8 倍，明顯被市場所低估。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。

我們的目標價是根據 5 年現金流折現模型推導而來（WACC:10.3%，終端增長率：3%）。詳情請參考下列圖表和現金流折現模型。

圖 1: 綠葉 DCF 模型

	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
	人民幣百萬	人民幣百萬	人民幣百萬	人民幣百萬	人民幣百萬
淨利潤	1,093	1,225	1,386	1,609	1,837
折舊與攤銷	220	255	283	312	341
稅後利息收入	(9)	(21)	(38)	(57)	(82)
資本性開支	(393)	(412)	(419)	(409)	(382)
營運資本變動	(68)	(221)	(188)	(251)	(225)
自由現金流	842	826	1,038	1,205	1,490
終值					20,922
企業價值	16,733				
負債和優先股	1,624				
銀行存款和保證金	1,757				
股權價值	16,866				
股數	3,321				
每股價值（人民幣）	5.08				
每股價值（港元）	5.70				
無風險利率	3.6%				
Beta	0.8				
風險溢價	10.3%				
股權成本	11.9%				
債券成本	5.0%				
WACC	10.3%				
終端增長率	3.0%				

來源：公司及招銀國際預測

圖 2: 敏感性分析

終端增長率 / 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

來源：公司及招銀國際預測

股價明顯被低估。綠葉目前估值為 2017/2018 年 12 倍/10.7 倍預測市盈率，較同行業平均水準低 36.2%/34.4%。基於綠葉的產品組合、研發平臺和在研管線，我們給出的目標價代表著 2017/2018 年預測市盈率 16.2 倍/14.5 倍。

圖 3: 同業估值比較

公司	股票代碼	股價 港元	市值 港元百萬	PER(x)			PBR(x)			EV/EBITDA (x)			ROE(%)		
				FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
綠葉製藥	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
復星醫藥	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
石藥集團	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
白雲山	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
中國生物製藥	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
麗珠醫藥	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
復旦張江	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
李氏大藥廠	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
東瑞製藥	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

來源：彭博、招銀國際預測

圖 4：力樸素降價對銷售和利潤的影響預測

	原始	假設從 2018 年開始降價			
		20%	30%	40%	50%
假設平均售價@ Rmb100	100	80	70	60	50
銷售成本	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)
毛利	90	70	60	50	40
營業費用	(43)	(34)	(30)	(26)	(22)
營業利潤	47	36	30	24	19
	2017	2018	2019	2020	
價格不變					
假設 2018/2019/2020 年銷量分別增長 10%					
假設 2017 年銷量為 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%
營業利潤	4,700	5,170	5,687	6,256	2017-20 CAGR 10.0%
降價 20%					
假設銷量於 2018 年增長 30%，2019 年增長 25%，2020 年增長 20%					
假設 2017 年銷量為 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%
營業利潤	4,700	4,628	5,785	6,942	2017-20 CAGR 13.9%
降價 30%					
假設銷量於 2018 年增長 35%，2019 年增長 30%，2020 年增長 25%					
假設 2017 年銷量為 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%
營業利潤	4,700	4,037	5,247	6,559	2017-20 CAGR 11.8%
降價 40%					
假設銷量於 2018 年增長 40%，2019 年增長 35%，2020 年增長 30%					
假設 2017 年銷量為 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%
營業利潤	4,700	3,388	4,574	5,946	2017-20 CAGR 8.2%
降價 50%					
假設銷量於 2018 年增長 45%，2019 年增長 40%，2020 年增長 35%					
假設 2017 年銷量為 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%
營業利潤	4,700	2,683	3,756	5,070	2017-20 CAGR 2.6%

來源：招銀國際預測

圖 5：收入分佈

	2015 人民幣百萬	2016 人民幣百萬	2017E 人民幣百萬	2018E 人民幣百萬	2019E 人民幣百萬
腫瘤	1,395	1,570	1,805	2,020	2,226
力撲素	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
麥通納	313	313	327	349	376
其他	43	45	46	48	50
消化代謝	468	554	629	710	794
貝希	231	302	369	437	507
其他	237	253	260	273	287
中樞神經系統	0	0	0	0	113
利培酮緩釋微球	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
總計	2,563	2,918	3,761	4,170	4,692

來源：公司及招銀國際預測

圖 6：收入分佈增速

	2015 YoY %	2016 YoY %	2017E YoY %	2018E YoY %	2019E YoY %
腫瘤	5.8%	12.5%	15.0%	11.9%	10.2%
力撲素	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%
麥通納	-3.0%	0.0%	4.5%	6.7%	7.9%
其他	3.0%	3.0%	2.0%	5.0%	5.0%
消化代謝	5.5%	18.4%	13.4%	13.0%	11.8%
貝希	10.2%	30.4%	22.3%	18.6%	16.0%
其他	1.3%	6.7%	2.7%	5.0%	5.0%
中樞神經系統	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
利培酮緩釋微球	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%
總計	0.8%	13.8%	28.9%	10.9%	12.5%

來源：公司及招銀國際預測

利潤表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	2,563.1	2,917.8	3,760.5	4,169.9	4,663.9
抗腫瘤	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
消化道及代謝系統	468.1	554.5	628.6	710.1	793.7
中樞神經	-	-	-	-	84.9
其他	78.2	141.5	630.7	689.7	747.0
銷售成本	(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
銷售費用	(964.1)	(1,121.6)	(1,364.1)	(1,519.7)	(1,696.1)
行政費用	(184.8)	(267.0)	(341.0)	(379.9)	(424.0)
研發開支	(170.4)	(193.7)	(225.6)	(250.2)	(279.8)
其他開支	(3.6)	(3.6)	(3.2)	(3.2)	(3.2)
息稅前收益	830.9	914.7	1,240.6	1,372.9	1,551.9
應佔聯營公司利潤	0.3	1.1	1.2	1.3	1.3
淨財務收入 / (支出)	6.2	17.3	10.7	25.1	44.4
非經常性收入	60.8	41.5	43.6	53.9	44.9
稅前利潤	898.1	974.7	1,296.1	1,453.2	1,642.6
所得稅	(133.4)	(80.7)	(194.4)	(218.0)	(246.4)
非控制股東權益	(10.2)	(2.5)	(8.9)	(9.8)	(10.7)
淨利潤	754.5	891.5	1,092.7	1,225.5	1,385.6
核心淨利潤	684.7	846.6	1,042.6	1,163.5	1,333.9
息稅折攤前收益	997.0	1,095.8	1,496.3	1,673.2	1,870.7

來源: 公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18A	FY19A
非流動資產	1,981.5	3,923.4	4,081.1	4,241.2	4,378.3
物業、廠房及設備	1,245.0	1,746.0	1,990.9	2,237.9	2,462.1
無形資產	126.2	855.7	773.0	690.3	607.7
商譽	347.4	995.9	995.9	995.9	995.9
其他非流動資產	262.9	325.8	321.3	316.9	312.6
流動資產	5,071.4	5,282.5	5,882.9	6,608.7	7,508.6
現金及現金等值物	843.7	397.8	938.7	1,439.9	2,137.1
應收貿易款項	1,311.4	1,598.5	1,682.6	1,864.2	2,035.5
存貨	285.6	452.7	428.1	471.1	502.5
可供出售投資	1,402.1	1,473.3	1,473.3	1,473.3	1,473.3
其他流動資產	1,228.7	1,360.2	1,360.2	1,360.2	1,360.2
流動負債	1,045.4	2,374.8	2,282.9	2,223.7	2,191.1
銀行貸款	502.2	1,623.7	1,557.3	1,493.1	1,431.7
應付貿易賬款	449.7	565.2	539.7	544.8	573.5
其他流動負債	93.5	185.9	185.9	185.9	185.9
非流動負債	208.0	269.1	270.4	269.8	269.7
銀行貸款	0.5	0.4	1.7	1.2	1.0
其他非流動負債	207.5	268.7	268.7	268.7	268.7
淨資產總值	5,799.5	6,562.0	7,410.8	8,356.3	9,426.1
少數股東權益	135.6	133.5	142.4	152.2	162.8
股東權益	5,664.0	6,428.5	7,268.4	8,204.1	9,263.3

來源: 公司及招銀國際研究部

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬港元)	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	830.9	914.7	1,240.6	1,372.9	1,551.9
折攤和攤銷	115.2	140.9	219.8	254.9	283.1
營運資金變動	(410.2)	(308.4)	(68.3)	(220.9)	(174.4)
稅務開支	(111.1)	(132.2)	(194.4)	(218.0)	(246.4)
利息開支	(14.0)	(29.1)	(46.8)	(44.8)	(43.0)
其他	(16.2)	6.1	(0.0)	(0.0)	0.0
經營活動所得現金淨額	394.7	592.0	1,151.0	1,144.2	1,371.3
資本開支	(208.1)	(274.9)	(393.1)	(412.3)	(418.5)
收購子公司	700.0	(1,674.5)	-	-	-
可供出售投資變動	439.5	(65.0)	-	-	-
其他	(691.1)	179.5	101.0	123.9	132.3
投資活動所得現金淨額	240.3	(1,834.9)	(292.1)	(288.5)	(286.2)
債務變化	197.2	1,121.4	(65.0)	(64.8)	(61.5)
發行新股	-	-	-	-	-
派息	(4.6)	(111.5)	(252.9)	(289.8)	(326.4)
利息開支	(141.3)	(189.8)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	51.3	820.0	(317.9)	(354.6)	(387.9)
現金淨變動	686.3	(422.9)	541.0	501.1	697.2
年初現金及現金等值物	151.9	843.7	397.8	938.7	1,439.9
匯兌差額	5.5	(23.0)	-	-	-
年末現金及現金等值物	843.7	397.8	938.7	1,439.9	2,137.1

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年結: 12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
抗腫瘤	54.4	53.8	48.0	48.4	47.7
心血管	24.2	22.3	18.5	18.0	17.4
消化道及代謝系統	18.3	19.0	16.7	17.0	17.0
中樞神經	-	-	-	-	1.8
其他	3.1	4.8	16.8	16.5	16.0
總額	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
息稅折攤前利潤率	38.9	37.6	39.8	40.1	40.1
稅前利率	35.0	33.4	34.5	34.8	35.2
淨利潤率	29.4	30.6	29.1	29.4	29.7
核心淨利潤率	26.7	29.0	27.7	27.9	28.6
有效稅率	14.9	8.3	15.0	15.0	15.0
增長 (%)					
收入	0.8	13.8	28.9	10.9	11.8
毛利	1.3	14.1	27.9	11.1	12.2
息稅折攤前利潤	18.4	9.9	36.5	11.8	11.8
經營利潤	15.6	10.1	35.6	10.7	13.0
淨利潤	24.6	18.2	22.6	12.1	13.1
核心淨利潤	17.7	23.6	23.2	11.6	14.6
資產負債比率					
流動比率 (x)	4.9	2.2	2.6	3.0	3.4
平均應收賬款周轉天數	89.5	98.6	91.9	86.8	84.6
平均應付賬款周轉天數	54.6	68.0	60.7	59.2	59.1
平均存貨周轉天數	205.9	251.8	225.3	209.0	205.1
淨負債/權益比率 (%)	淨現金	18.7	8.4	0.7	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	13.3	13.9	15.0	14.9	15.0
資產回報率	10.7	9.7	11.0	11.3	11.7
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.23	0.27	0.33	0.37	0.42
核心每股盈利(人民幣)	0.21	0.25	0.31	0.35	0.40
每股股息(港元)	-	0.07	0.08	0.09	0.10
每股帳面值(人民幣)	1.71	1.94	2.19	2.47	2.79

來源: 公司及招銀國際研究部

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令("金融服務令")第 19(5) 條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。