

## 远大医疗(512 HK)

### 受益核心产品增长，潜在盈喜可期

- ❖ **中国心血管、五官科急救用药领导者。**公司主要从事制造及销售药物制剂和健康护理产品，业务涵盖医药制剂及医疗器械、生物技术产品及营养品、精品原料药和其他产品。医药制剂主要适用于1) 心脑血管，2) 耳鼻喉，3) 眼科的治疗领域。2016年，公司制剂及器械产品销售占总收入的54%（2015年44%，制剂和器械产品占比逐年攀升），生物及营养产品占总收入的23%，精品API及甾体贡献收入23%。截至2017年，公司共有203种药品被纳入国家医保目录，公司学术推广队伍拥有医疗相关专业人士2,100人，覆盖全国6,000家以上医院和30,000家零售药房。
- ❖ **公司独家五官科产品“切诺”2017年增长显著。**耳鼻喉产品中，公司于2015年收购北京九和97%的股份，九和的独家药物“切诺”现已成为公司的重磅产品。2016年“切诺”收入录得3亿人民币，同比增长67%，净利润录得9,000万人民币，同比增长64%，收入与利润的突飞猛进主要归功于公司收购后的良好整合、渠道扩充和销售模式转变。该产品目前被纳入新版的国家医保目录，未来增长可期。除此以外，自2017年四月以来公司加大对“切诺”儿童剂型的营销推广，预计儿童剂型2017年录得收入5,000万人民币。我们预计独家产品“切诺”（成人+儿童剂型）于2017年贡献收入约4.5亿人民币。心脑血管产品方面，公司两个核心产品“利舒安”、“欣维宁”均被纳入新版国家医保目录。预计利舒安于2017年将维持8%-10%的收入增速。
- ❖ **药涂球囊第二代升级产品即将推出。**联营公司德国凯德诺目前经营状况逐步改善且基本达到经营现金流盈亏平衡点。德国凯德诺是全球唯一一家同时拥有冠状动脉、外周介入和血透领域药涂球囊产品线的公司，目前该系列产品已于欧洲上市销售。公司开发的第二代药涂球囊升级产品，拥有最低洗脱率，吸收均匀稳定，临床操作方便。目前该产品于中国已基本完成临床三期试验，正向中国药监局递交试验结果，管理层希望能于2018年三季度前获得该产品的生产批件。同时，2017年初公司向美国药监局申请启动该产品在美国的临床试验。

#### 财务资料

(截至12月31日)	FY14A	FY15A	FY16A
营业额(百万港元)	3,122.1	3,245.5	3,696.2
核心净利润(百万港元)	175.2	180.9	269.1
核心EPS(港元)	0.09	0.09	0.13
EPS变动(%)	72.8	3.3	41.3
市盈率(x)	17.3	20.0	11.6
市帐率(x)	2.7	3.1	2.0
股息率(%)	-	-	-
权益收益率(%)	17.6	15.9	18.8
净财务杠杆率(%)	125.8	180.2	122.8

数据来源：公司及招银国际

#### 未评级

当前股价 HK\$2.09

#### 吴永泰, CFA

电话：(852) 3761 8780

邮件：[cyrusng@cmbi.com.hk](mailto:cyrusng@cmbi.com.hk)

#### 葛晶晶

电话：(852) 3761 8778

邮件：[amyge@cmbi.com.hk](mailto:amyge@cmbi.com.hk)

#### 医药行业

市值(百万港元)	4,675
3个月平均流通(百万)	4.24
52周内高/低(港元)	2.29/1.36
总股本(百万)	2237.0

数据来源：彭博

#### 股东结构

KAIJUN HU	59.76%
鼎晖	4.85%
流通股	35.39%

数据来源：彭博

#### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1月	-6.4%	-4.4%
3月	9.6%	3.6%
6月	35.8%	20.1%

数据来源：彭博

#### 股价表现



数据来源：彭博

审计师：HLB HODGSON IMPEY CHENG

公司网站：[www.chinagrandpharm.com](http://www.chinagrandpharm.com)

- ❖ **低毛利业务潜在分拆上市计划。**公司现计划分拆生物及营养品、精品原料药和其他产品（毛利率 22%-25%，拖累整体毛利率）于 A 股上市。公司期望于 2018 年底拿到 A 股上市批文，2019 年实现上市计划。尽管此块业务有剥离计划，2017 年上半年营养品业绩表现突出，由于牛磺酸的平均售价的上浮（从 2 元到 7 元），营养品业务预计有 40%-50%的净利润增速。
- ❖ **三款青光眼首仿产品将抢先登录市场。**2016 年，公司三款青光眼研发产品（曲伏前列素、贝美前列素、曲伏噻吗滴眼液）获得首仿药的优先评审资格。这代表着公司可以极大缩短一致性评价试验时间以及加快产品的上市审批。三款产品上市后将抢占原研药的市场份额，预计三款产品贡献收入 5 亿人民币左右。
- ❖ **负债高企的制药公司。**截至 2016 年底，远大医疗的净财务杠杆率高达 122.8%，远高于港股上市的其他制药公司。公司尚未偿还的银行贷款共计 23.5 亿港元，其中短期银行贷款为 16.3 亿港元，管理层计划发行更多的长期债去置换短期债务以节省财务费用开支。
- ❖ **2017 年收入和利润预计增长强劲。**受惠于核心产品“切诺”的销售带动以及西安碑林（2016 年 7 月收购）全年业绩并表，公司 2017 年收入有望录得 20%-30%的增长。同时，净利润预计增长 50%，这主要受益于公司销售成本的控制（西安碑林销售模式由代理商转变为直销方式）以及财务费用的下降。根据彭博的预测，公司目前估值为 2017 年/18 年的 13.9 倍/11 倍预测市盈率，明显低于港股上市的其他药企。基于公司可期的利润增速以及未来新产品的推出，我们认为公司目前的估值仍属吸引。

图 1: 公司总收入分布

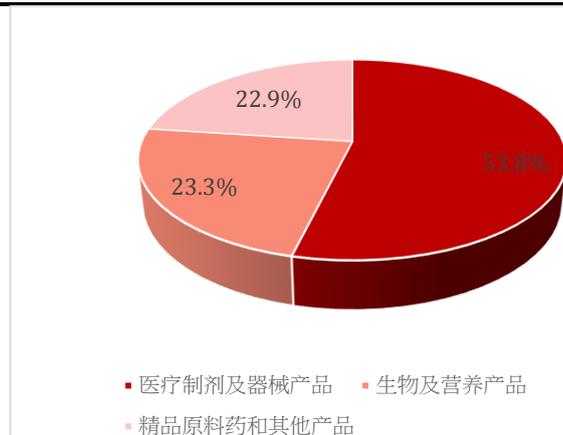
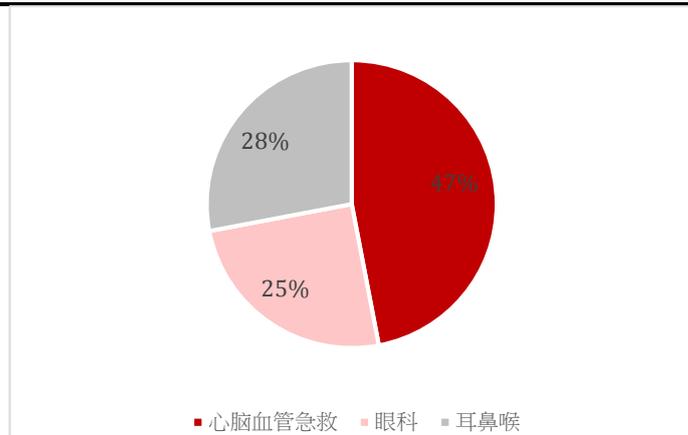
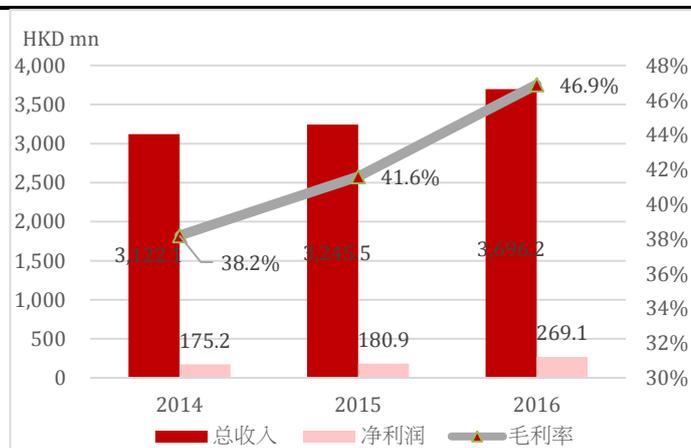


图 2: 医疗制剂和器械收入分布



资料来源: 公司

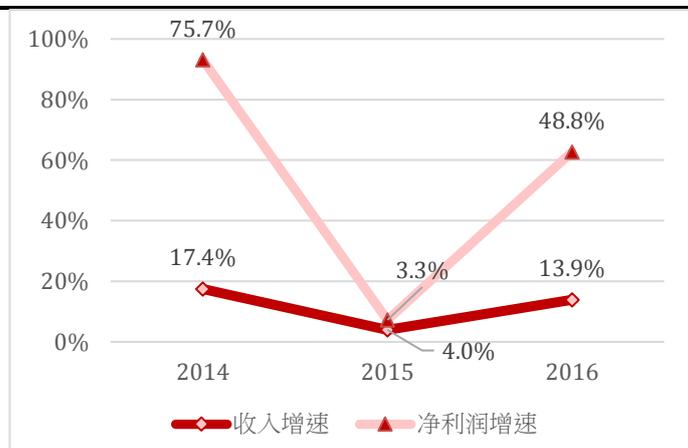
图 3: 公司总收入、净利润和毛利率



资料来源: 公司

资料来源: 公司

图 4: 公司收入和净利增速



资料来源: 公司

图 5: 同业估值

公司	代码	股价 HK\$	市值 HK\$mn	PER(x)			PBR(x)			EV/EBITDA (x)			ROE(%)		
				FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
远大医药	512	2.09	4,675	11.6	13.9	11.0	2.0	N/A	N/A	8.6	N/A	N/A	18.8	N/A	N/A
复星医药	2196	28.50	81,938	19.1	18.1	15.5	2.5	2.4	2.2	20.1	27.2	22.6	13.9	14.0	14.9
石药集团	1093	11.56	69,984	23.5	25.5	20.5	5.0	5.8	4.9	14.9	16.7	13.3	22.3	23.9	25.4
白云山	874	21.10	49,740	16.7	18.9	17.2	1.7	1.6	1.5	12.3	N/A	N/A	11.7	8.7	9.1
中生制药	1177	6.81	50,477	21.2	23.6	20.7	4.6	4.4	3.7	10.7	12.6	10.9	23.0	21.0	19.8
丽珠医药	1513	43.90	28,921	30.1	15.5	18.8	3.8	2.8	2.5	19.5	15.1	12.8	14.5	19.0	13.9
三生制药	1530	10.36	26,235	24.1	25.0	19.1	2.6	3.1	2.7	16.7	17.4	13.8	11.7	13.1	15.1
绿叶制药	2186	4.33	14,380	15.3	11.8	10.4	2.1	1.7	1.5	11.9	8.7	7.4	14.7	15.0	15.1
复旦张江	1349	4.59	4,237	38.6	21.6	16.3	6.3	3.7	3.0	28.5	14.6	9.8	17.6	18.8	23.1
李氏大药厂	950	6.55	3,867	14.7	13.7	12.4	2.3	2.1	1.8	9.1	N/A	N/A	16.4	17.5	19.3
东瑞制药	2348	5.16	4,127	12.6	11.8	8.5	2.0	1.9	1.7	7.3	N/A	N/A	17.1	N/A	N/A
			平均	21.6	18.5	15.9	3.3	3.0	2.5	15.1	16.0	12.9	16.3	16.8	17.3

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。