

綠葉製藥(2186 HK)

重磅產品推出前進入瓶頸期

- ❖ **2017年業績符合我們預期。**收入同比增長30.7%至38.1億人民幣，淨利潤同比增長10.1%至9.81億人民幣。核心淨利潤（剔除匯兌損益和處置資產淨收益）同比增長13.1%至10.03億人民幣。收入高於我們及市場預測3.6%/5.6%，核心淨利潤低於我們預期0.1%，高於市場預期8.9%。公司業績基本符合我們預期，略高於市場預期。收入增速高於預期主要由於腫瘤產品強勁增長帶動，腫瘤線產品同比增長19.2%至18.72億人民幣，中樞神經產品增速較預期慢抵消了腫瘤產品的增長。毛利率和核心淨利潤率分別同比下降4ppt和4.1ppt，主要因為合併了低毛利的Acino業務及收購Acino產生的一次性攤銷庫存成本。
- ❖ **我們預計力樸素在白蛋白紫杉醇的競爭下將以高單位數的速度增長。**管理層認為力樸素仍可以抵擋石藥（1093 HK，買入）和恒瑞（600276 CH，未評級）的白蛋白紫杉醇的挑戰：（1）力樸素在中國擁有豐富的經證實的臨床資料，支援其銷售，（2）力樸素在部分省級醫保目錄中。並且公司計畫提高產品在低端市場的滲透率。然而我們認為強勁的競爭對手石藥和恒瑞在未來幾年仍將對力樸素的銷售構成巨大壓力。因此，我們認為未來三年力樸素可能會呈現高單位數增長。
- ❖ **貝希將持續強勁增速。**在最新一輪國家醫保目錄中，貝希由醫保乙類升級到醫保甲類，該產品2017年收入同比增長超過30%，其市場份額也增加了0.4ppt至8.3%。隨著醫院滲透的增加及替換原研藥的需求增多，我們認為貝希的強勁增長將持續。
- ❖ **Acino未來兩年將實現雙位數增長。**由於（1）美國市場管道去庫存，（2）美國市場卡巴拉汀片銷售均價的下降，Acino業務收入錄得負增長。作為美國市場上獨有的三種卡巴拉汀片產品之一，管理層相信該產品2018年將恢復增長。在歐洲市場，管理層預計該產品錄得15%的增長。總體而言，公司預計Acino 2018年將實現低雙位數增長。
- ❖ **更多並購業務進行中。**並購一直是綠葉製藥成長的重要組成部分，公司2017年收購兩款單抗產品後，2018年將繼續尋求並購目標，管理層指出目前已有1-2個項目在進行中預計2018上半年完成。
- ❖ **輕微上調2018/19年核心淨利潤預測2.0%/2.4%。**根據2017年業績，我們做了相應的預測調整。2018/19年收入預測分別上調3.6%/4.3%，以反映腫瘤產品增長強於預期及中樞神經產品增速低於預期。毛利率下調以反映主要產品的潛在降價趨勢。2018/19年核心淨利潤預測上調了2.0%/2.4%。我們預計公司2017-20年收入複合年增長率為13.1%，核心淨利潤複合年增長率為15.1%。

財務資料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	2,918	3,815	4,193	4,710	5,526
核心淨利潤(百萬人民幣)	887	1,004	1,118	1,260	1,531
核心EPS(人民幣)	0.27	0.30	0.34	0.38	0.46
EPS變動(%)	15.2	13.1	11.4	12.8	21.5
市盈率(x)	24.3	21.5	19.3	17.1	14.1
市帳率(x)	3.4	3.2	2.8	2.5	2.2
股息率(%)	1.0	1.1	1.3	1.5	1.8
權益收益率(%)	13.9	14.5	14.7	14.7	15.7
淨財務杠杆率(%)	18.7	23.1	13.2	5.0	淨現金

資料來源：公司及招銀國際預測

持有（維持）

目標價	HK\$7.60
(前目標價)	HK\$7.60
潛在升幅	-1.6%
當前股價	HK\$7.72

吳永泰, CFA

電話：(852) 3761 8780

郵件：cyrusng@cmbi.com.hk

葛晶晶

電話：(852) 3761 8778

郵件：amyge@cmbi.com.hk

醫藥行業

市值(百萬港元)	25,283
3個月平均流通(百萬)	154.5
52周內高/低(港元)	8.10/3.95
總股本(百萬)	3,321.1

資料來源：彭博

股東結構

綠葉集團	45.7%
中信集團	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	4.9%	7.4%
3月	15.5%	11.8%
6月	64.7%	48.3%

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

❖ 維持持有評級，目標價不變 7.60 港元。由於核心產品銷售預期疲弱，我們預計在重磅產品利培酮緩釋微球和羅替戈汀緩釋微球上市前，2018 年是公司業績的瓶頸期。我們認為股價進一步上揚有賴於研發管線產品的進程及新並購專案的進度。因此，我們維持綠葉的持有評級，目標價維持不變 7.60 港元。公司目前估值為 2018/19 年預測市盈率 19.3x / 17.1x。

圖 1: 2017 利潤表

	2H16	2H17	按年變動	2016	2017	按年變動	2017E	按年變動
	百萬元人民幣	百萬元人民幣		百萬元人民幣	百萬元人民幣		百萬元人民幣	
抗腫瘤	682	936	37.3%	1570	1872	19.2%	1685	11.1%
心血管	345	359	4.1%	652	644	-1.2%	682	-5.6%
消化及代謝	304	397	30.6%	554	749	35.1%	686	9.3%
中樞神經	40	183	358.3%	40	413	932.5%	518	-20.2%
其他	59	89	52.2%	101	137	34.8%	113	20.8%
總收入	1,429	1,964	37.5%	2,918	3,815	30.7%	3,683	3.6%
銷售成本	(305)	(467)	53.0%	(535)	(851)	59.1%	(754)	12.9%
毛利	1,124	1,498	33.3%	2,383	2,963	24.4%	2,929	1.2%
其他收入及收益	121	163	34.5%	155	209	34.8%	199	4.9%
分銷成本	(514)	(629)	22.4%	(1,122)	(1,287)	14.7%	(1,343)	-4.2%
行政開支	(147)	(245)	66.4%	(267)	(432)	61.6%	(336)	28.6%
研發及其他開支	(112)	(166)	47.4%	(197)	(294)	49.0%	(261)	12.6%
經營溢利	472	622	31.7%	952	1,160	21.9%	1,189	-2.4%
分占聯營公司利潤	(0)	1	-231.8%	1	1	-20.5%	1	-24.3%
非經營性項目	(0)	46	N/A	4	(22)	N/A	(73)	-69.8%
淨財務收入	12	(14)	N/A	17	(23)	N/A	(11)	105.9%
稅前利潤	484	655	35.4%	975	1,116	14.5%	1,106	0.9%
所得稅開支	(13)	(62)	382.7%	(81)	(136)	68.2%	(166)	-18.2%
非控股權益	(4)	3	N/A	(2)	1	N/A	(9)	-109.2%
淨利潤	467	596	27.6%	892	981	10.1%	931	5.4%
核心淨利潤	467	550	17.6%	887	1,004	13.1%	1,005	-0.1%
毛利率	78.7%	76.2%	-2.4ppt	81.7%	77.7%	-4.0ppt	79.5%	-1.8ppt
經營利潤率	33.0%	31.7%	-1.4ppt	32.6%	30.4%	-2.2ppt	32.3%	-1.9ppt
核心淨利率	32.7%	28.0%	-4.7ppt	30.4%	26.3%	-4.1ppt	27.3%	-1.0ppt

資料來源: 公司，招銀國際預測

圖 2: 財務預測變化

	2018E			2019E		
	舊	新	變動	舊	新	變動
	人民幣百萬	人民幣百萬		人民幣百萬	人民幣百萬	
抗腫瘤	1,808	2,014	11.4%	1,957	2,186	11.7%
心血管	720	674	-6.4%	765	714	-6.6%
消化及代謝	828	896	8.3%	976	1,075	10.2%
中樞神經	564	450	-20.2%	682	559	-18.1%
其他	126	158	25.6%	138	177	28.3%
總收入	4,046	4,193	3.6%	4,517	4,710	4.3%
銷售成本	(830)	(940)	13.3%	(917)	(1,051)	14.5%
毛利	3,216	3,252	1.1%	3,600	3,660	1.6%
其他收入及收益	225	208	-7.2%	235	218	-7.4%
分銷和行政開支	(1,858)	(1,823)	-1.9%	(2,074)	(2,047)	-1.3%
研發及其他開支	(286)	(297)	3.8%	(319)	(334)	4.6%
經營利潤	1,297	1,341	3.4%	1,442	1,496	3.8%
淨財務收入	3	(20)	N/A	17	(7)	-143.2%
分佔聯營公司利潤	1	1	-24.3%	1	1	-24.3%
非經營性項目	0	0	N/A	0	0	N/A
所得稅開支	(195)	(198)	1.6%	(219)	(223)	2.0%
非控股權益	(10)	(5)	-43.8%	(10)	(6)	-44.0%
淨利潤	1,096	1,118	2.0%	1,231	1,260	2.4%
核心淨利潤	1,096	1,118	2.0%	1,231	1,260	2.4%
毛利率	79.5%	77.6%	-1.9ppt	79.7%	77.7%	-2.0ppt
經營利潤率	32.0%	32.0%	-0.1ppt	31.9%	31.8%	-0.2ppt
核心淨利率	27.1%	26.7%	-0.4ppt	27.2%	26.8%	-0.5ppt

資料來源: 公司, 招銀國際預測

圖 3: 同業估值

公司	代碼	股價 港元	市值 百萬港元	市盈率(x)			市賬率(x)			EV/EBITDA(x)			股本回報率(%)		
				FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
綠葉製藥	2186	7.72	25,283	24.3	21.5	19.3	3.4	3.2	2.8	20.8	16.6	14.1	13.9	14.5	14.7
複星醫藥	2196	50.00	138,968	19.1	30.2	25.4	2.5	3.9	3.5	27.0	41.3	34.9	13.9	13.6	15.0
石藥集團	1093	21.95	137,034	23.5	48.8	37.9	5.0	10.9	8.1	14.9	32.3	25.0	22.3	23.5	22.7
中國生物製藥	1177	15.92	134,129	21.2	45.2	38.6	4.6	9.1	7.1	10.7	29.3	21.3	23.0	23.9	24.1
白雲山	874	25.30	58,640	16.7	18.2	15.2	1.7	1.8	1.6	18.4	17.8	18.1	11.7	10.3	11.4
麗珠集團	1513	66.95	46,209	30.1	32.0	27.0	3.8	3.0	2.7	17.5	21.1	19.5	14.5	29.1	10.3
李氏大藥廠	950	11.20	6,626	14.7	25.0	23.4	2.3	3.6	3.3	9.1	N/A	N/A	16.4	14.2	13.9
東瑞製藥	2348	4.35	3,450	12.6	9.4	8.3	2.0	N/A	N/A	7.3	N/A	N/A	17.1	16.9	17.1
復旦張江	1349	3.72	3,434	38.6	18.6	16.1	6.3	2.9	2.5	28.5	12.6	10.5	17.6	14.9	15.4
平均				22.0	28.4	24.0	3.5	5.0	4.1	16.7	25.7	21.5	17.1	18.3	16.2

資料來源: 彭博, 招銀國際預測

財務報表

利潤表

年結：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

資料來源：公司，招銀國際預測

資產負債表

年結：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

資料來源：公司，招銀國際預測

現金流量表

年結：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
折摊和摊销	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

資料來源：公司，招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
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 (%)	淨現金	18.7	11.6	3.5	淨現金
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

資料來源：公司，招銀國際預測

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: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

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。