

綠葉製藥(2186 HK)

力樸素令人失望，貝希成為亮點

❖ 上半年力樸素表現令人失望，貝希增長突飛猛進。2017 上半年公司收入同比增長 24.3% 至 18.51 億人民幣，主要受益於 Acino 的收入並表。去除 Acino 收入併表影響，公司收入增長同比 8.9%。腫瘤產品（主要為力樸素）收入增長 5.4%，心血管產品錄得 7.2% 的負增長，消化與代謝產品錄得 40.6% 的高增速（主要受益於貝希的強勁增長）。剔除一次性存貨攤銷影響，毛利潤同比增長 16.4%，毛利率從 2016 上半年的 84.5% 下跌到 2017 上半年的 79.2%，主要是受低毛利的 Acino 業務併表影響。銷售與分銷開支同比增長 8.2%，管理費用（剔除收購開支影響）上升了 55.7%，研發和其他開支同比增長 51.2%。因此，經營利潤率下降 3.1 個百分點至 29.1%，淨利潤同比下滑 9.2%，核心淨利潤（剔除股權激勵開支、一次性存貨攤銷、收購事項導致的開支）同比增長 8% 至 4.54 億人民幣。2017 上半年，公司業績表現低於市場一致預期，主要是由於核心產品力樸素上半年表現乏力。

❖ 降低力樸素的銷售預期。根據 IMS 資料顯示，力樸素於 2017 年 1-5 月份銷售同比增長 21.4%，但是力樸素實際銷售僅錄得中單位數增長，遠遠低於市場預期。管理層解釋，預期銷售差額由於公司產能限制導致上半年發貨量減少，並導至分銷商庫存減少。對於省醫保目錄問題，管理層有信心力樸素將繼續留存於現 12 個省醫保目錄中，該產品平均售價壓力有限，目前力樸素較難進入其他省份醫保目錄。管理層調低了力樸素未來三年的增長預期，從 10% 下調到高單位數。

❖ 2017 上半年貝希表現突出。阿卡波糖用於治療二型糖尿病，目前國內有三款不同廠家的產品，2017 上半年貝希於阿卡波糖市場的市佔率為 7.9%。貝希產品的強勁增速帶動了公司消化與代謝產品同比增長 40.6%。最新的國家醫保將貝希從醫保乙類轉為甲類未來增速可期，血脂康上半年也錄得成倍增長。管理層預期消化代謝類產品將保持目前的增長動力。

❖ 留存現金以備潛在收購兼併項目。公司銀行貸款從 2016 年底的 16 億人民幣猛增至 2017 年 6 月底的 32 億人民幣，管理層解釋新增的銀行貸款是為了 2 個潛在收購專案做準備，目前專案處於談判競價階段。如果項目收購失敗，公司會在 2018 年一季度償還部分銀行貸款。

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	3,683	4,046	4,530
核心淨利潤(百萬港元)	682	847	950	1,030	1,181
核心 EPS (港元)	0.21	0.26	0.29	0.31	0.36
EPS 變動 (%)	5.5	24.1	12.1	8.4	14.6
市盈率 (x)	16.7	13.5	12.0	11.1	9.7
市帳率 (x)	2.0	1.8	1.6	1.4	1.3
股息率 (%)	0.0	1.9	2.0	2.4	2.7
權益收益率 (%)	13.3	13.9	13.0	13.7	13.8
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	18.7	10.5	3.4	淨現金

資料來源：公司及招銀國際預測

買入（維持）

目標價	HK\$5.20
(前目標價)	HK\$5.70)
潛在升幅	+30.0%
當前股價	HK\$4.00

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)	13,284
3 個月平均流通(百萬)	37.0
52 周內高/低(港元)	5.77/3.98
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	-0.7%	-3.8%
3 月	-6.7%	-13.9%
6 月	-14.6%	-26.6%

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

❖ **基於力樸素表現乏力，下調 2017/2018 年核心淨利潤預測 8.9%/11.5%。**我們下調了公司 2017/2018 年收入預測 2.1%/3.0%，其中腫瘤產品收入分別下調 6.7%/10.5%，消化和代謝產品收入分別上調 9.1%/16.6%。毛利率下調 1.5 個百分點/1.7 個百分點，銷售和行政開支相互抵消保持穩定，研發開支上調 14.1%/13.0%。同時調整淨財務費用以反映公司近期的銀行貸款，參考公司近期營業狀況，核心淨利潤分別下調 8.9%/11.5%。

❖ **維持買入評級，目標價從 5.7 港元下調到 5.2 港元。**儘管力樸素增長疲弱，我們仍然看好公司的在研管線產品，如利培酮微球和羅替戈汀微球產品。我們看到公司業績增速仍有希望，貝希增長突飛猛進以及海外擴張顯現。維持買入綠葉評級，根據我們最新的財務預測以及人民幣匯率變動，目標價從 5.7 港元下調到 5.2 港元，我們的目標價代表著 2017/2018 年預測市盈率的 11.8 倍/9.2 倍，較現價仍有 30% 的上升空間。

圖 1: 2017 上半年利潤表

	1H16	1H17	按年變動
	百萬元人民幣	百萬元人民幣	
抗腫瘤藥物	888	936	5.4%
心血管藥物	307	285	-7.2%
消化及代謝藥物	251	353	40.6%
中樞神經系統	0	230	N/A
其他	43	48	10.9%
總收入	1,489	1,851	24.3%
銷售成本	(230)	(385)	67.3%
毛利	1,259	1,466	16.4%
其他收入及收益	34	46	35.6%
分銷開支	(608)	(658)	8.2%
行政開支	(120)	(187)	55.7%
研發及其他開支	(85)	(128)	51.2%
經營利潤	480	539	12.2%
分佔聯營公司溢利	2	0	-75.5%
非經常性項目	4	(69)	N/A
淨財務成本	5	(9)	N/A
稅前溢利	491	461	-6.1%
稅項	(68)	(73)	8.1%
非控股權益	1	(2)	N/A
淨利潤	425	385	-9.2%
核心淨利潤	420	454	8.0%
	0	0	0
毛利率	84.5%	79.2%	-5.3ppt
經營利潤率	32.2%	29.1%	-3.1ppt
核心淨利率	28.2%	24.5%	-3.7ppt

資料來源: 公司，招銀國際預測

圖 2: 預測變化

	2017E			2018E		
	舊	新	變動	舊	新	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	
抗腫瘤藥物	1,805	1,685	-6.7%	2,020	1,808	-10.5%
心血管藥物	696	682	-2.0%	750	720	-4.0%
消化及代謝藥物	629	686	9.1%	710	828	16.6%
中樞神經系統及其他	631	631	0.0%	690	690	0.0%
總收入	3,761	3,683	-2.1%	4,170	4,046	-3.0%
銷售成本	(714)	(754)	5.7%	(785)	(830)	5.7%
毛利	3,047	2,929	-3.9%	3,385	3,216	-5.0%
其他收入及收益	128	145	13.9%	141	159	12.9%
分銷及行政開支	(1,705)	(1,675)	-1.8%	(1,900)	(1,852)	-2.5%
研發及其他開支	(229)	(261)	14.1%	(253)	(286)	13.0%
經營利潤	1,241	1,138	-8.2%	1,373	1,238	-9.8%
淨財務成本	11	(9)	N/A	25	3	-87.4%
分佔聯營公司溢利	1	1	0.0%	1	1	0.0%
非經常性項目	44	(30)	N/A	54	54	0.0%
稅項	(194)	(165)	-15.1%	(218)	(194)	-10.8%
非控股權益	(9)	(9)	-1.8%	(10)	(10)	-2.2%
淨利潤	1,093	927	-15.2%	1,225	1,092	-10.9%
核心淨利潤	1,043	950	-8.9%	1,163	1,030	-11.5%
毛利率	81.0%	79.5%	-1.5ppt	81.2%	79.5%	-1.7ppt
經營利潤率	33.0%	30.9%	-2.1ppt	32.9%	30.6%	-2.3ppt
核心淨利率	29.1%	25.2%	-3.9ppt	29.4%	27.0%	-2.4ppt

資料來源: 公司, 招銀國際預測

圖 3: 現金流折現模型

	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
	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
淨利潤	927	1,092	1,232	1,438	1,645
折舊及攤銷	220	255	283	312	341
稅後淨利息	8	(3)	(16)	(32)	(52)
資本開支	(393)	(412)	(419)	(409)	(382)
營業資本變動	(65)	(205)	(179)	(262)	(236)
自由現金流	697	727	902	1,048	1,317
終值	697	727	902	1,048	18,496
					19,813
企業價值	14,723				
債項及優先股	1,624				
銀行存款及保證金	1,757				
股權價值	14,856				
股數	3,321				
每股價值(人民幣)	4.47				
每股價值(港幣)	5.20				
無風險利率	3.6%				
Beta	0.8				
風險溢價	10.3%				
股權成本	11.9%				
債權成本	5.0%				
WACC	10.3%				
終值增長率	3.0%				

資料來源: 公司, 招銀國際預測

圖 4: 敏感性分析

終值增長率/WACC	8.8%	9.3%	9.8%	10.3%	10.8%	11.3%	11.8%
1.5%	5.50	5.10	4.80	4.50	4.20	4.00	3.80
2.0%	5.80	5.40	5.00	4.70	4.40	4.20	3.90
2.5%	6.20	5.70	5.30	4.90	4.60	4.30	4.10
3.0%	6.60	6.10	5.60	5.20	4.80	4.50	4.30
3.5%	7.10	6.50	6.00	5.50	5.10	4.80	4.50
4.0%	7.80	7.00	6.40	5.90	5.40	5.00	4.70
4.5%	8.60	7.60	6.90	6.30	5.80	5.30	4.90

資料來源: 公司, 招銀國際預測

圖 5: 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
綠葉制藥	2186	4.00	13,284	13.5	12.0	11.1	1.8	1.6	1.4	11.5	9.2	7.6	13.9	13.0	13.7
复星医药	2196	29.25	86,087	19.1	18.0	15.4	2.5	2.4	2.1	20.1	27.6	22.9	13.9	13.9	14.9
石药集团	1093	12.28	74,343	23.5	27.3	N/A	5.0	6.3	N/A	14.9	17.7	14.1	22.3	24.0	25.4
中国生物制药	1177	6.82	50,551	21.2	22.7	20.1	4.6	4.4	3.7	10.7	12.2	10.5	23.0	22.3	20.8
白云山	874	19.54	49,725	16.7	15.5	14.2	1.7	1.4	1.3	12.3	16.7	14.6	11.7	9.7	10.1
丽珠集团	1513	42.85	29,386	30.1	14.4	16.6	3.8	2.1	1.9	19.5	13.9	11.8	14.5	17.2	12.2
东瑞制药	2348	4.73	3,753	12.6	10.5	7.6	2.0	1.7	1.5	7.3	N/A	N/A	17.1	N/A	N/A
复旦张江	1349	3.98	3,674	38.6	19.4	16.8	6.3	3.2	2.7	28.5	13.0	10.3	17.6	16.0	15.9
李氏大药厂	950	6.10	3,601	14.7	12.8	11.5	2.3	1.9	1.7	9.1	N/A	N/A	16.4	17.5	19.3
平均				22.0	17.6	14.6	3.5	2.9	2.2	15.3	16.9	14.0	17.1	17.2	16.9

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（百萬人民幣）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	2,563.1	2,917.8	3,683.3	4,045.9	4,530.0
抗腫瘤	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
消化道及代謝系統	468.1	554.5	685.8	827.8	976.1
中樞神經	-	40.0	517.5	564.1	694.1
其他	78.2	101.5	113.2	125.6	137.7
銷售成本	(475.7)	(535.0)	(754.0)	(829.5)	(922.8)
毛利	2,087.4	2,382.7	2,929.2	3,216.3	3,607.2
其他收益	66.5	117.8	145.4	159.3	178.0
銷售費用	(964.1)	(1,121.6)	(1,340.1)	(1,481.2)	(1,654.5)
行政費用	(184.8)	(267.0)	(335.0)	(370.3)	(413.6)
研發開支	(170.4)	(193.7)	(257.8)	(283.2)	(317.1)
其他開支	(3.6)	(3.6)	(3.2)	(3.2)	(3.2)
息稅前收益	830.9	914.7	1,138.4	1,237.7	1,396.8
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	(9.2)	3.2	18.9
非經常性收入	60.8	41.5	(29.5)	53.9	44.9
稅前利潤	898.1	974.7	1,100.9	1,296.0	1,461.9
所得稅	(133.4)	(80.7)	(165.1)	(194.4)	(219.3)
非控制股東權益	(10.2)	(2.5)	(8.8)	(9.6)	(10.4)
淨利潤	754.5	891.5	927.0	1,092.1	1,232.2
核心淨利潤	682.3	847.1	950.0	1,030.1	1,180.6
息稅折攤前收益	997.0	1,095.8	1,321.0	1,538.2	1,715.7

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	7,455.1	7,984.5	8,674.2
現金及現金等值物	843.7	397.8	2,507.3	2,827.5	3,308.1
應收貿易款項	1,311.4	1,598.5	1,661.8	1,825.7	1,997.4
存貨	285.6	452.7	452.4	497.7	535.2
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	3,998.3	3,839.7	3,714.8
銀行貸款	502.2	1,623.7	3,265.9	3,101.5	2,945.8
應付貿易賬款	449.7	565.2	546.5	552.3	583.1
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	272.3	271.1	270.8
銀行貸款	0.5	0.4	3.6	2.4	2.1
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	7,265.6	8,114.8	9,066.9
少數股東權益	135.6	133.5	142.2	151.8	162.2
股東權益	5,664.0	6,428.5	7,123.3	7,963.0	8,904.7

資料來源：公司，招銀國際預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬港元）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	830.9	914.7	1,138.4	1,237.7	1,396.8
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)	(64.9)	(204.8)	(178.8)
稅務開支	(111.1)	(132.2)	(165.1)	(194.4)	(219.3)
利息開支	(14.0)	(29.1)	(98.1)	(93.1)	(88.4)
其他	(16.2)	6.1	(73.1)	0.0	0.0
經營活動所得現金淨額	394.7	592.0	956.9	1,000.3	1,193.4
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	132.5	150.2	152.3
投資活動所得現金淨額	240.3	(1,834.9)	(260.6)	(262.2)	(266.3)
債務變化	197.2	1,121.4	1,645.4	(165.6)	(156.0)
發行新股	-	-	-	-	-
派息	(4.6)	(111.5)	(232.2)	(252.4)	(290.5)
利息開支	(141.3)	(189.8)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	51.3	820.0	1,413.2	(418.0)	(446.6)
現金淨變動	686.3	(422.9)	2,109.6	320.2	480.6
年初現金及現金等值物	151.9	843.7	397.8	2,507.3	2,827.5
匯兌差額	5.5	(23.0)	-	-	-
年末現金及現金等值物	843.7	397.8	2,507.3	2,827.5	3,308.1

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（%）					
抗腫瘤	54.4	53.8	45.7	44.7	43.2
心血管	24.2	22.3	18.5	17.8	16.9
消化道及代謝系統	18.3	19.0	18.6	20.5	21.5
中樞神經	-	1.4	14.1	13.9	15.3
其他	3.1	3.5	3.1	3.1	3.0
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	79.5	79.5	79.6
息稅折攤前利潤率	38.9	37.6	35.9	38.0	37.9
稅前利率	35.0	33.4	29.9	32.0	32.3
淨利潤率	29.4	30.6	25.2	27.0	27.2
核心淨利潤率	26.6	29.0	25.8	25.5	26.1
有效稅率	14.9	8.3	15.0	15.0	15.0
增長（%）					
收入	0.8	13.8	26.2	9.8	12.0
毛利	1.3	14.1	22.9	9.8	12.2
息稅折攤前利潤	18.4	9.9	20.5	16.4	11.5
經營利潤	15.6	10.1	24.5	8.7	12.9
淨利潤	24.6	18.2	4.0	17.8	12.8
核心淨利潤	17.0	24.1	12.1	8.4	14.6
資產負債比率					
流動比率（x）	4.9	2.2	1.9	2.1	2.3
平均應收款周轉天數	89.5	98.6	92.9	87.2	84.5
平均應付帳款周轉天數	54.6	68.0	59.1	59.2	58.9
平均存貨周轉天數	205.9	251.8	219.1	209.0	204.3
淨負債 / 權益比率（%）	淨現金	18.7	10.5	3.4	淨現金
回報率（%）					
資本回報率	13.3	13.9	13.0	13.7	13.8
資產回報率	10.7	9.7	8.0	8.9	9.4
每股數據					
每股盈利（人民幣）	0.23	0.27	0.28	0.33	0.37
核心每股盈利（人民幣）	0.21	0.26	0.29	0.31	0.36
每股股息（港元）	-	0.07	0.07	0.08	0.09
每股帳面值（人民幣）	1.71	1.94	2.14	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。