

绿叶制药(2186 HK)

重磅产品推出前进入瓶颈期

- ❖ **2017年业绩符合我们预期。**收入同比增长30.7%至38.1亿人民币，净利润同比增长10.1%至9.81亿人民币。核心净利润（剔除汇兑损益和处置资产净收益）同比增长13.1%至10.03亿人民币。收入高于我们及市场预期3.6%/5.6%，核心净利润低于我们预期0.1%，高于市场预期8.9%。公司业绩基本符合我们预期，略高于市场预期。收入增速高于预期主要由于肿瘤产品强劲增长带动，肿瘤线产品同比增长19.2%至18.72亿人民币，中枢神经产品增速较预期慢抵消了肿瘤产品的增长。毛利率和核心净利润率分别同比下降4ppt和4.1ppt，主要因为合并了低毛利的Acino业务及收购Acino产生的一次性摊销库存成本。
- ❖ **我们预计力朴素在白蛋白紫杉醇的竞争下将以高单位数的速度增长。**管理层认为力朴素仍可以抵挡石药（1093 HK，买入）和恒瑞（600276 CH，未评级）的白蛋白紫杉醇的挑战：（1）力朴素在中国拥有丰富的经证实的临床数据，支持其销售，（2）力朴素在部分省级医保目录中。并且公司计划提高产品在低端市场的渗透率。然而我们认为强劲的竞争对手石药和恒瑞在未来几年仍将有力朴素的销售构成巨大压力。因此，我们认为未来三年力朴素可能会呈现高单位数增长。
- ❖ **贝希将持续强劲增速。**在最新一轮国家医保目录中，贝希由医保乙类升级到医保甲类，该产品2017年收入同比增长超过30%，其市场份额也增加了0.4ppt至8.3%。随着医院渗透的增加及替换原研药的需求增多，我们认为贝希的强劲增长将持续。
- ❖ **Acino未来两年将实现双位数增长。**由于（1）美国市场渠道去库存，（2）美国市场卡巴拉汀片销售均价的下降，Acino业务收入录得负增长。作为美国市场上独有的三种卡巴拉汀片产品之一，管理层相信该产品2018年将恢复增长。在欧洲市场，管理层预计该产品录得15%的增长。总体而言，公司预计Acino 2018年将实现低双位数增长。
- ❖ **更多并购业务进行中。**并购一直是绿叶制药成长的重要组成部分，公司2017年收购两款单抗产品后，2018年将继续寻求并购目标，管理层指出目前已有1-2个项目在进行中预计2018上半年完成。
- ❖ **轻微上调2018/19年核心净利润预测2.0%/2.4%。**根据2017年业绩，我们做了相应的预测调整。2018/19年收入预测分别上调3.6%/4.3%，以反映肿瘤产品增长强于预期及中枢神经产品增速低于预期。毛利率下调以反映主要产品的潜在降价趋势。2018/19年核心净利润预测上调了2.0%/2.4%。我们预计公司2017-20年收入复合年增长率为13.1%，核心净利润复合年增长率为15.1%。

财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	2,918	3,815	4,193	4,710	5,526
核心净利润(百万人民币)	887	1,004	1,118	1,260	1,531
核心EPS(人民币)	0.27	0.30	0.34	0.38	0.46
EPS变动(%)	15.2	13.1	11.4	12.8	21.5
市盈率(x)	24.3	21.5	19.3	17.1	14.1
市帐率(x)	3.4	3.2	2.8	2.5	2.2
股息率(%)	1.0	1.1	1.3	1.5	1.8
权益收益率(%)	13.9	14.5	14.7	14.7	15.7
净财务杠杆率(%)	18.7	23.1	13.2	5.0	净现金

数据来源：公司及招銀国际预测

持有（维持）

目标价	HK\$7.60
(前目标价)	HK\$7.60
潜在升幅	-1.6%
当前股价	HK\$7.72

吴永泰, CFA

电话：(852) 3761 8780

邮件：cyrusng@cmbi.com.hk

葛晶晶

电话：(852) 3761 8778

邮件：amyge@cmbi.com.hk

医药行业

市值(百万港元)	25,283
3个月平均流通(百万)	154.5
52周内高/低(港元)	8.10/3.95
总股本(百万)	3,321.1

数据来源：彭博

股东结构

绿叶集团	45.7%
中信集团	5.9%
流通股	48.4%

数据来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1月	4.9%	7.4%
3月	15.5%	11.8%
6月	64.7%	48.3%

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

❖ **维持持有评级，目标价不变 7.60 港元。**由于核心产品销售预期疲弱，我们预计在重磅产品利培酮缓释微球和罗替戈汀缓释微球上市前，2018 年是公司业绩的瓶颈期。我们认为股价进一步上扬有赖于研发管线产品的进程及新并购项目的进度。因此，我们维持绿叶的持有评级，目标价维持不变 7.60 港元。公司目前估值为 2018/19 年预测市盈率 19.3x / 17.1x。

图 1: 2017 利润表

	2H16	2H17	按年变动	2016	2017	按年变动	2017E	按年变动
	百万人民币	百万人民币		百万人民币	百万人民币		百万人民币	
抗肿瘤	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%
消化及代谢	304	397	30.6%	554	749	35.1%	686	9.3%
中枢神经	40	183	358.3%	40	413	932.5%	518	-20.2%
其他	59	89	52.2%	101	137	34.8%	113	20.8%
总收入	1,429	1,964	37.5%	2,918	3,815	30.7%	3,683	3.6%
销售成本	(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%
分销成本	(514)	(629)	22.4%	(1,122)	(1,287)	14.7%	(1,343)	-4.2%
行政开支	(147)	(245)	66.4%	(267)	(432)	61.6%	(336)	28.6%
研发及其他开支	(112)	(166)	47.4%	(197)	(294)	49.0%	(261)	12.6%
经营溢利	472	622	31.7%	952	1,160	21.9%	1,189	-2.4%
分占联营公司利润	(0)	1	-231.8%	1	1	-20.5%	1	-24.3%
非经营性项目	(0)	46	N/A	4	(22)	N/A	(73)	-69.8%
净财务收入	12	(14)	N/A	17	(23)	N/A	(11)	105.9%
税前利润	484	655	35.4%	975	1,116	14.5%	1,106	0.9%
所得税开支	(13)	(62)	382.7%	(81)	(136)	68.2%	(166)	-18.2%
非控股权益	(4)	3	N/A	(2)	1	N/A	(9)	-109.2%
净利润	467	596	27.6%	892	981	10.1%	931	5.4%
核心净利润	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
经营利润率	33.0%	31.7%	-1.4ppt	32.6%	30.4%	-2.2ppt	32.3%	-1.9ppt
核心净利率	32.7%	28.0%	-4.7ppt	30.4%	26.3%	-4.1ppt	27.3%	-1.0ppt

资料来源: 公司, 招银国际预测

图 2: 财务预测变化

	2018E			2019E		
	旧	新	变动	旧	新	变动
	人民币百万人民币百万			人民币百万人民币百万		
抗肿瘤	1,808	2,014	11.4%	1,957	2,186	11.7%
心血管	720	674	-6.4%	765	714	-6.6%
消化及代谢	828	896	8.3%	976	1,075	10.2%
中枢神经	564	450	-20.2%	682	559	-18.1%
其他	126	158	25.6%	138	177	28.3%
总收入	4,046	4,193	3.6%	4,517	4,710	4.3%
销售成本	(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%
分销和行政开支	(1,858)	(1,823)	-1.9%	(2,074)	(2,047)	-1.3%
研发及其他开支	(286)	(297)	3.8%	(319)	(334)	4.6%
经营利润	1,297	1,341	3.4%	1,442	1,496	3.8%
净财务收入	3	(20)	N/A	17	(7)	-143.2%
分占联营公司利润	1	1	-24.3%	1	1	-24.3%
非经营性项目	0	0	N/A	0	0	N/A
所得税开支	(195)	(198)	1.6%	(219)	(223)	2.0%
非控股权益	(10)	(5)	-43.8%	(10)	(6)	-44.0%
净利润	1,096	1,118	2.0%	1,231	1,260	2.4%
核心净利润	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
经营利润率	32.0%	32.0%	-0.1ppt	31.9%	31.8%	-0.2ppt
核心净利率	27.1%	26.7%	-0.4ppt	27.2%	26.8%	-0.5ppt

资料来源: 公司, 招银国际预测

图 3: 同业估值

公司	代码	股价 港元	市值 百万港元	市盈率(x)			市账率(x)			EV/EBITDA (x)			股本回报率(%)		
				FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
绿叶制药	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
复星医药	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
石药集团	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
中国生物制药	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
白云山	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
丽珠集团	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
李氏大药厂	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
东瑞制药	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
复旦张江	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

资料来源: 彭博, 招银国际预测

财务报表

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	3,683.3	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

资料来源: 公司, 招银国际预测

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	4,168.0	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

资料来源: 公司, 招银国际预测

现金流量表

年结：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
折旧和摊销	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

资料来源：公司，招银国际预测

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	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 (%)	净现金	18.7	11.6	3.5	净现金
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

资料来源：公司，招银国际预测

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: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

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。