

醫藥行業 (大市同步) — 行業逆境在 2016 下半年大部份時間持續

- ❖ **2016 上半年業績：弱勢持續但情況稍見改善。**受持續的政策改革如兩票制、輔助用藥用量的限制及價格壓力的影響，雖然部份企業業績出現反彈，但整體行業表現持續疲弱。醫藥行業整體收入於 2016 上半年按年升 10%，較 2015 年全年的 9.1% 稍有改善，部份由於 2015 年 4 季度開始累積的訂單。但在香港上市的醫藥行業公司收入在 2016 上半年平均增長 9.4%，低於行業整體增速，我們認為主要由於(1)由於兩票制引起分銷商去庫存，(2)由於藥品招標引起的售價下跌，(3)對過量處方藥物更嚴格的監管，及(4)較預期慢的藥品招標進展限制了新產品的增長。
- ❖ **兩票制引致的去庫存將在 2016 下半年持續。**簡單而言，兩票制要求醫藥製造商只用一層的分銷商把藥品配送到醫院(從製造商到分銷商為一票，從分銷商到醫院為一票)，旨在減低非必要的分銷成本及不被監控的營銷活動。雖然兩票制尚未正式實行，但已引發一些較小型分銷商的結業，小型分銷商的結業間接引起管道的去庫存，對一些依賴協力廠商分銷商的製造商 2016 年上半年的業績帶來不利影響。預期兩票制將推廣至更多的試點省份，管道去庫存的問題將在 2016 下半年持續，中國中藥 (570 HK, 未評級)、四環 (460 HK, 未評級)等藥企將繼續受影響。
- ❖ **價格跌幅在預期內，效果將在 2016 下半年浮現。**上半年完成的藥品招標價格減幅大致在市場預期之內，但由於只有少數省份於上半年實行新招標結果，我們相信加上藥品招標的提速，價格下跌的影響將在 2016 下半年浮現。
- ❖ **對輔助用藥 / 大用量藥物的進一步監管。**至今已有 9 個省份推出輔助用藥或大用量藥物的監控名單，政府有明確方向減低中國過量處方藥物問題。如更嚴格的監管在更多的省份推出，有主要產品被列進名單的藥企如神威 (2877 HK, 未評級)、四環及中生製藥(1177 HK, 未評級)增長將繼續受打擊。
- ❖ **行業挑戰持續但漸見曙光。**雖然預期行業的經營壓力將在 2016 下半年持續，但我們相信行業增速已達谷底並預期在第四季度開始改善：(1)預期藥品招標將在大部份省份完成，移除藥品價格的不確定性，(2)銷售管道去庫存的完成，(3)2015 下半年及 2016 上半年的低基數。總括而言，我們相信 2016 年應為行業政策改革的一年，為未來更健康發展的醫藥市場鋪路。
- ❖ **醫藥行業 2016 年至今落後大市。**由於行業疲弱的增長，香港上市的醫藥行業公司股價 2016 年至今落後大市，主要醫藥公司 2016 年至今平均下跌約 4%，差於恒生指數同期約 8% 的升幅。
- ❖ **估值溢價仍處高位。**醫藥行業現價 2016 預測市盈率平均為 20.2 倍，較恒生指數 2016 年預測市盈率的 13 倍有 55.1% 的溢價，雖然行業增長減弱，但板塊較恒指的溢價仍高於 2014 年至今的平均值。我們相信估值溢價最主要是由於較慢的盈利增長預測所致。
- ❖ **具有高潛力產品的領先藥企將較有優勢。**預期政策壓力在 2016 下半年大部份時間持續，我們認為具有高潛力產品的藥企將較小受到政策的影響，故此我們相信石藥(1093 HK, 買入)、康哲(867 HK, 未評級)、東陽光(1558 HK, 未評級)及昊海(6826 HK, 買入)等企業仍可維持一個較高的增長水準。

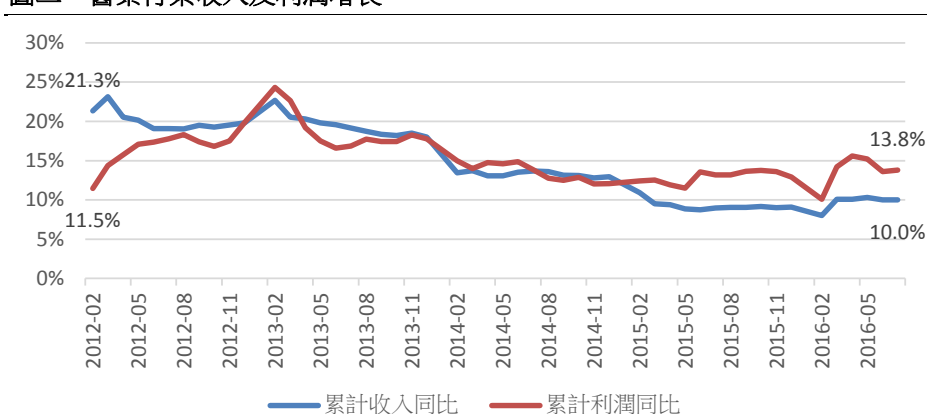
圖一：在港上市主要醫藥企業 2016 上半年業績表現

公司	代號	股價	市值	市盈率			收入增長			淨利增長			毛利率			淨利率		
		港元	百萬港元	2015	2016E	2017E	1H15	2H15	1H16	1H15	2H15	1H16	1H15	2H15	1H16	1H15	2H15	1H16
製藥企業																		
複星醫藥	2196	23.95	61,865	22.0	17.7	15.1	6.7%	3.0%	17.1%	11.3%	-30.3%	45.8%	50.1%	49.0%	53.1%	14.5%	11.0%	18.0%
石藥集團	1093	7.87	47,628	28.1	22.7	18.6	7.3%	0.9%	7.3%	37.6%	27.9%	25.3%	45.0%	46.7%	49.4%	14.4%	15.1%	16.8%
中國生物製藥	1177	5.28	39,136	20.8	19.1	16.9	25.9%	9.9%	8.0%	34.9%	13.1%	17.9%	77.1%	78.3%	78.8%	11.5%	13.5%	12.5%
白雲山	874	20.40	46,407	18.2	16.2	14.7	4.5%	-1.7%	3.8%	16.5%	-17.1%	-9.2%	36.3%	34.8%	37.5%	7.4%	4.2%	6.5%
麗珠集團	1513	43.80	21,680	35.5	20.1	16.9	18.6%	20.2%	21.3%	6.1%	30.6%	26.5%	60.7%	60.5%	63.7%	9.3%	7.2%	9.7%
三生製藥	1530	8.06	20,410	39.6	23.2	17.5	41.9%	53.9%	65.1%	25.4%	100.0%	17.0%	87.3%	83.9%	86.8%	30.7%	20.6%	21.8%
四環醫藥	460	1.83	18,330	18.4	8.3	8.3	28.2%	28.5%	-21.8%	26.5%	-33.8%	-28.9%	72.1%	68.1%	66.8%	58.7%	39.9%	53.3%
綠葉製藥	2186	5.18	17,203	29.8	16.7	14.8	13.1%	-49.4%	-14.9%	36.4%	5.3%	10.2%	85.0%	73.7%	84.5%	22.0%	45.4%	28.5%
同仁堂科技	1666	15.00	19,212	25.4	25.9	22.7	20.1%	18.3%	17.1%	18.0%	15.4%	19.0%	49.9%	50.1%	51.5%	15.6%	10.8%	15.9%
中國中藥	570	4.06	17,992	25.5	14.8	12.6	14.7%	60.3%	125.0%	32.8%	70.0%	95.3%	60.2%	58.5%	57.3%	17.7%	16.7%	15.4%
東陽光藥	1558	18.00	8,115	15.9	17.9	14.1	58.0%	56.1%	45.1%	92.0%	103.9%	36.5%	74.1%	74.4%	75.5%	41.1%	35.0%	38.7%
石四藥集團	2005	2.62	7,453	14.5	15.7	14.3	6.5%	105.7%	4.5%	-3.0%	-19.8%	-15.9%	46.5%	47.9%	49.6%	23.6%	13.1%	19.0%
神威藥業	2877	8.48	7,013	10.3	10.6	10.6	0.9%	-16.3%	-16.0%	-5.3%	-8.9%	-27.9%	65.8%	66.8%	63.9%	34.6%	28.9%	29.7%
復旦張江	1349	7.78	7,181	50.4	40.6	29.8	39.7%	15.0%	12.9%	7.7%	6.4%	13.2%	91.8%	91.1%	91.9%	16.9%	23.2%	16.9%
聯邦製藥	3933	3.87	6,296	63.3	23.7	14.4	9.8%	-16.1%	-13.8%	-38.4%	-191.9%	-111.3%	40.3%	36.4%	36.6%	11.1%	-7.7%	-1.4%
康臣藥業	1681	4.88	4,754	17.0	12.9	11.1	20.9%	8.1%	16.7%	34.6%	6.5%	18.8%	80.3%	81.0%	79.0%	31.6%	29.0%	32.2%
東瑞製藥	2348	5.71	4,582	13.4	11.8	9.8	19.2%	32.7%	-14.4%	49.0%	43.8%	-14.6%	62.3%	53.4%	61.1%	31.5%	30.0%	31.4%
				平均(*)			17.4%	8.6%	4.9%	18.1%	3.0%	8.9%						
分銷推廣																		
國藥控股	1099	40.75	112,759	19.1	21.4	18.8	17.1%	10.2%	13.4%	30.5%	30.7%	15.9%	8.2%	8.2%	8.1%	1.7%	1.6%	1.7%
上海醫藥	2607	21.95	63,389	13.1	16.0	14.4	15.8%	12.5%	17.2%	23.9%	-17.2%	2.5%	12.1%	11.7%	11.8%	3.0%	2.0%	2.6%
康哲藥業	867	13.06	32,483	23.7	21.0	17.3	22.7%	18.9%	29.9%	20.0%	-21.0%	32.1%	57.1%	58.0%	58.3%	29.5%	26.7%	30.0%
中國先鋒醫藥	1345	2.62	3,493	18.0	15.0	13.3	8.7%	-18.0%	0.3%	8.1%	-88.1%	-33.1%	31.5%	31.9%	31.2%	18.4%	2.2%	12.3%
				平均(*)			16.1%	5.9%	15.2%	20.6%	-2.5%	4.4%						
醫療器械																		
山東威高	1066	5.21	23,322	17.8	17.1	14.2	13.1%	11.3%	11.1%	23.5%	0.9%	-33.6%	59.7%	59.1%	60.6%	20.3%	17.4%	12.1%
微創醫療	853	4.89	7,021	N/A	63.1	35.0	4.1%	7.6%	3.8%	-38.5%	-74.7%	-258.7%	67.1%	67.3%	69.0%	-1.5%	-4.0%	2.4%
昊海生物科技	6826	38.50	6,162	23.0	17.5	14.8	34.8%	23.7%	19.1%	48.4%	25.5%	25.1%	85.0%	83.4%	83.3%	38.7%	36.5%	40.6%
華熙生物科技	963	12.90	4,674	28.4	18.5	15.0	27.9%	42.7%	34.1%	19.0%	15.8%	8.7%	73.2%	76.4%	67.5%	32.0%	26.8%	25.9%
普華和順	1358	2.35	3,803	12.4	14.0	12.3	21.3%	-9.2%	-1.7%	33.3%	1.5%	3.1%	75.8%	74.4%	74.4%	35.4%	30.2%	37.1%
Modern Dental Group	3600	3.04	3,040	41.4	16.9	13.8	23.0%	15.0%	13.7%	-6.6%	-49.8%	18.1%	53.9%	53.6%	55.2%	8.8%	3.1%	9.1%
				平均(*)			20.7%	15.2%	13.3%	13.2%	10.9%	13.8%						
醫療服務																		
鳳凰醫療	1515	13.90	11,589	37.9	35.8	31.3	18.8%	10.1%	17.1%	23.3%	-54.5%	28.2%	23.5%	24.4%	25.8%	16.9%	8.0%	18.5%
環球醫療	2666	6.91	11,860	11.4	10.4	7.7	45.9%	37.7%	27.4%	54.5%	40.8%	43.5%	55.1%	63.4%	62.8%	27.6%	32.7%	31.1%
和美醫療	1509	4.86	3,686	36.6	28.3	24.2	1.8%	-6.8%	-3.4%	-14.2%	2.0%	5.0%	50.6%	50.7%	48.0%	8.6%	14.5%	9.4%
康寧醫院	2120	41.50	3,031	37.6	37.2	27.9	16.8%	15.3%	17.6%	22.2%	-2.9%	-3.4%	40.6%	35.6%	36.7%	18.2%	14.5%	14.9%
				平均(*)			20.8%	14.1%	14.7%	21.5%	-3.6%	18.3%						
				板塊平均(*)			19.6%	10.0%	9.4%	17.9%	2.7%	8.8%						

(*)：不包含進行重大收購公司及異常值

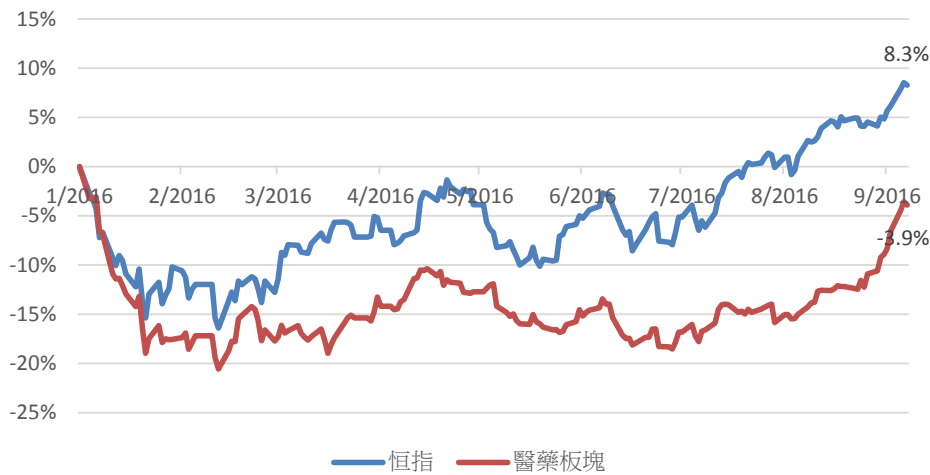
來源：彭博及招銀國際研究部

圖二：醫藥行業收入及利潤增長



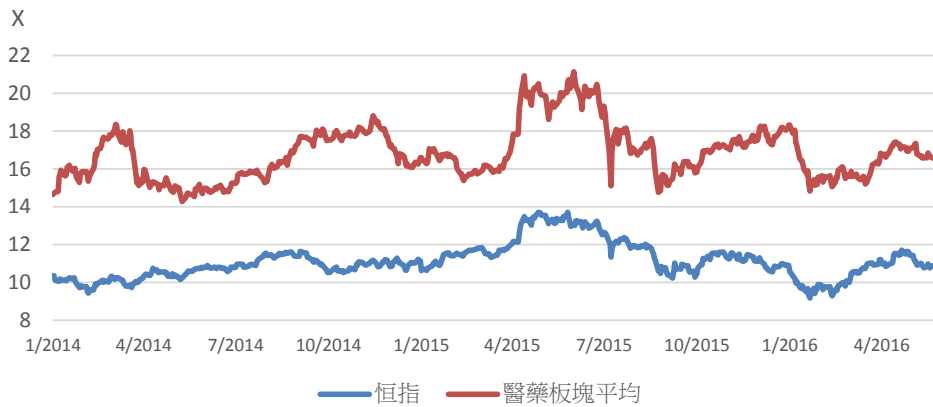
來源：國家統計局及招銀國際研究部

圖三：恒指及醫藥板塊 2016 至今表現



來源：彭博及招銀國際研究部

圖四：恒指及醫藥板塊預測市盈率



來源：彭博及招銀國際研究部

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	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 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。而過去的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。