

绿叶制药 (2186 HK, HK\$5.14, 未评级) — 力扑素或被纳入医保目录

- ❖ **力扑素或被纳入医保目录。**新的国家医保目录预计将在 2017 上半年发布，绿叶的主要产品力扑素(紫杉醇脂质体，一款化疗药物)预计将可被纳入国家医保目录，而且不用降价。力扑素现已被纳入 26 个省的医保目录当中，而预期新的国家医保将在 2017 年下半年生效，故此我们预计被纳入国家医保将可为力扑素于 2017 年额外带来 3-5% 的增长。作为中国其中一款最常用的化疗药物，我们相信力扑素可通过继续取代较旧代的紫杉醇而维持高速增长，总括而言，我们相信力扑素在 2017 年可有中双位数的增长。
- ❖ **短期竞争产品带来威胁有限。**市场上对绿叶的其中一个最大忧虑是力扑素的最大竞争对手，紫杉醇白蛋白的仿制药预计将于 2017 年底获批，继而影响力扑素往后的增长。我们认为现阶段该竞争产品所带来的威胁有限：(1) 新产品需额外时间建立分销渠道及改变医生用药习惯，(2) 新产品亦要时间以被纳入医保目录，(3) 暂无证据显示两款药物疗效上差异。我们因而相信竞争产品在 2-3 年内对力扑素增长的影响有限。
- ❖ **新药在中国审批进度加快。**预期利培酮缓释微球(用于治疗精神分裂症及躁郁症)获美国食品及药品管理局(FDA)审批的时间将由 2017 年下半年延迟至 2018 年下半年。但另一方面，管理层预计中国国家食品药品监督管理总局将接受与美国 FDA 相近的数据，公司预期利培酮缓释微球及罗替戈汀缓释微球(用于治疗帕金森病)最快可在 2019 年在中国推出。
- ❖ **收购 Acino 的影响。**绿叶于 2016 年 11 月底完成收购 Acino，公司预期由于主要产品如卡巴拉汀(用于治疗阿尔茨海默病)带动下，Acino 收入增长速度可达约 10% 的水平，并于 2017 年为公司带来约 1 亿人民币的盈利贡献。除了短期的盈利贡献外，我们预期收购为公司带来协同效应如：(1) 在中国引入高潜力产品如卡巴拉汀，(2) 开拓欧洲市场，推出现有产品。
- ❖ **内生增长及收购合并双引擎。**展望 2017 年，由于力扑素持续增长所带动，管理层目标收入将增长 10-15%，而净利将因而增长 15-20%。计及 Acino 全年并表的贡献及相关的市场推广开支，我们认为收入可增长 25-30%，而净利润将增长 20-25%。绿叶仍在找寻本地及海外与公司核心业务相关的并购目标。
- ❖ **估值。**虽然绿叶的股价自我们 2016 年 7 月的报告上升了 13%，但其 2016/17 年市盈率仅为 17.3x/14.4x，仍较同业平均的 20.7x/17.6x 低。我们信市场过份忧虑力扑素潜在竞争对手的影响，以及轻视了 Acino 收购的贡献及力扑素或被纳入国家医保的机会。我们继续认为绿叶现水平估值吸引。

吴永泰, CFA
(852) 3761 8780
cyrusng@cmbi.com.hk

绿叶制药 (2186 HK)

评级	未评级
收市价	HK\$5.16
市值(港币百万)	17,070
过去 3 月平均交易(港币百万)	65.5
52 周高/低(港币)	6.59/4.37
发行股数(百万)	3,321.1
主要股东	绿叶制药投资(45.7%)
来源: 彭博	

股价表现

	绝对	相对
1 月	12.5%	7.5%
3 月	0.4%	-2.0%
6 月	-0.6%	-6.4%

来源: 彭博

过去一年股价


来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY13A	FY14A	FY15A
营业额(百万人民币)	1,997	2,544	2,563
核心净利润(百万人民币)	311	606	755
每股核心收益(人民币)	0.11	0.20	0.23
每股核心收益变动(%)	-	84.4	6.9
市盈率(x)	-	39.6	29.8
市帐率(x)	-	5.4	4.0
股息率(%)	-	-	-
权益收益率(%)	19.2	18.1	14.3
净财务杠杆率(%)	21.2	净现金	净现金

来源: 公司

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风险。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。