

遠大醫療(512 HK)

受益核心產品增長，潛在盈喜可期

- ❖ **中國心血管、五官科急救用藥領導者。**公司主要從事製造及銷售藥物製劑和健康護理產品，業務涵蓋醫藥製劑及醫療器械、生物技術產品及營養品、精品原料藥和其他產品。醫藥製劑主要適用於1) 心腦血管，2) 耳鼻喉，3) 眼科的治療領域。2016年，公司製劑及器械產品銷售占總收入的54%（2015年44%，製劑和器械產品占比逐年攀升），生物及營養產品占總收入的23%，精品API及甯體貢獻收入23%。截至2017年，公司共有203種藥品被納入國家醫保目錄，公司學術推廣隊伍擁有醫療相關專業人士2,100人，覆蓋全國6,000家以上醫院和30,000家零售藥房。
- ❖ **公司獨家五官科產品“切諾”2017年增長顯著。**耳鼻喉產品中，公司於2015年收購北京九和97%的股份，九和的獨家藥物“切諾”現已成為公司的重磅產品。2016年“切諾”收入錄得3億人民幣，同比增長67%，淨利潤錄得9,000萬人民幣，同比增長64%，收入與利潤的突飛猛進主要歸功於公司收購後的良好整合、管道擴充和銷售模式轉變。該產品目前被納入新版的國家醫保目錄，未來增長可期。除此以外，自2017年四月以來公司加大對“切諾”兒童劑型的行銷推廣，預計兒童劑型2017年錄得收入5,000萬人民幣。我們預計獨家產品“切諾”（成人+兒童劑型）於2017年貢獻收入約4.5億人民幣。心腦血管產品方面，公司兩個核心產品“利舒安”、“欣維寧”均被納入新版國家醫保目錄。預計利舒安於2017年將維持8%-10%的收入增速。
- ❖ **藥塗球囊第二代升級產品即將推出。**聯營公司德國凱德諾目前經營狀況逐步改善且基本達到經營現金流盈虧平衡點。德國凱德諾是全球唯一同時擁有冠狀動脈、外周介入和血透領域藥塗球囊產品線的公司，目前該系列產品已於歐洲上市銷售。公司開發的第二代藥塗球囊升級產品，擁有最低洗脫率，吸收均勻穩定，臨床操作方便。目前該產品於中國已基本完成臨床三期試驗，正向中國藥監局遞交試驗結果，管理層希望能於2018年三季前獲得該產品的生產批件。同時，2017年初公司向美國藥監局申請啟動該產品在美國的臨床試驗。

財務資料

(截至12月31日)	FY14A	FY15A	FY16A
營業額(百萬港元)	3,122.1	3,245.5	3,696.2
核心淨利潤(百萬港元)	175.2	180.9	269.1
核心EPS(港元)	0.09	0.09	0.13
EPS變動(%)	72.8	3.3	41.3
市盈率(x)	17.3	20.0	11.6
市帳率(x)	2.7	3.1	2.0
股息率(%)	-	-	-
權益收益率(%)	17.6	15.9	18.8
淨財務杠杆率(%)	125.8	180.2	122.8

資料來源：公司及招銀國際

未評級

當前股價 HK\$2.09

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)	4,675
3個月平均流通(百萬)	4.24
52周內高/低(港元)	2.29/1.36
總股本(百萬)	2237.0

資料來源：彭博

股東結構

KAIJUN HU	59.76%
鼎暉	4.85%
流通股	35.39%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1月	-6.4%	-4.4%
3月	9.6%	3.6%
6月	35.8%	20.1%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：HLB HODGSON IMPEY CHENG

公司網站：www.chinagrandpharm.com

- ❖ **低毛利業務潛在分拆上市計畫。**公司現計畫分拆生物及營養品、精品原料藥和其他產品（毛利率 22%-25%，拖累整體毛利率）於 A 股上市。公司期望於 2018 年底拿到 A 股上市批文，2019 年實現上市計畫。儘管此塊業務有剝離計畫，2017 年上半年營養品業績表現突出，由於牛磺酸的平均售價的上浮（從 2 元到 7 元），營養品業務預計有 40%-50% 的淨利潤增速。
- ❖ **三款青光眼首仿產品將搶先登錄市場。**2016 年，公司三款青光眼研發產品（曲伏前列素、貝美前列素、曲伏噻嗎滴眼液）獲得首仿藥的優先評審資格。這代表著公司可以極大縮短一致性評價試驗時間以及加快產品的上市審批。三款產品上市後將搶佔原研藥的市場份額，預計三款產品貢獻收入 5 億人民幣左右。
- ❖ **負債高企的製藥公司。**截至 2016 年底，遠大醫療的淨財務杠杆率高達 122.8%，遠高於港股上市的其他製藥公司。公司尚未償還的銀行貸款共計 23.5 億港幣，其中短期銀行貸款為 16.3 億港幣，管理層計畫發行更多的長期債去置換短期債務以節省財務費用開支。
- ❖ **2017 年收入和利潤預計增長強勁。**受惠於核心產品“切諾”的銷售帶動以及西安碑林（2016 年 7 月收購）全年業績並表，公司 2017 年收入有望錄得 20%-30% 的增長。同時，淨利潤預計增長 50%，這主要受益於公司銷售成本的控制（西安碑林銷售模式由代理商轉變為直銷方式）以及財務費用的下降。根據彭博的預測，公司目前估值為 2017 年/18 年的 13.9 倍/11 倍預測市盈率，明顯低於港股上市的其他藥企。基於公司可期的利潤增速以及未來新產品的推出，我們認為公司目前的估值仍屬吸引。

圖 1: 公司總收入分佈

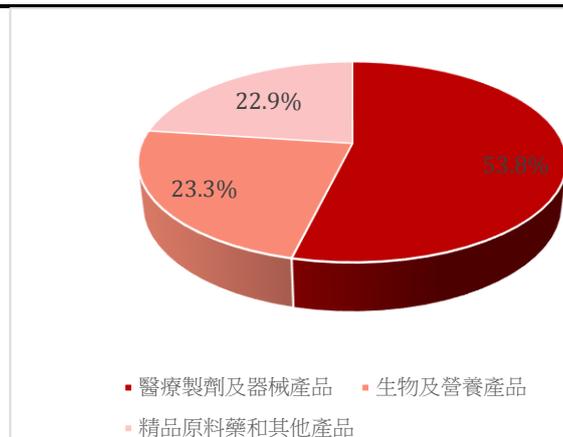
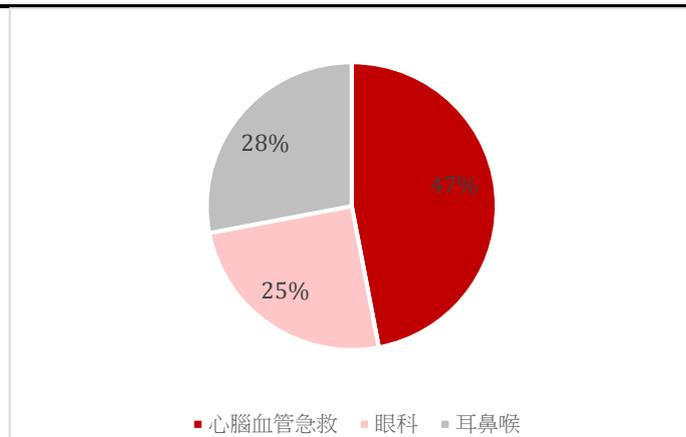


圖 2: 醫療製劑和器械收入分佈



資料來源: 公司

資料來源: 公司

圖 3: 公司總收入、淨利潤和毛利率

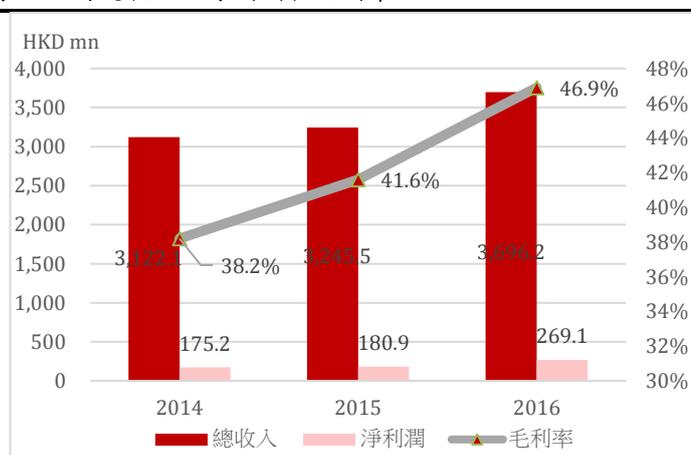
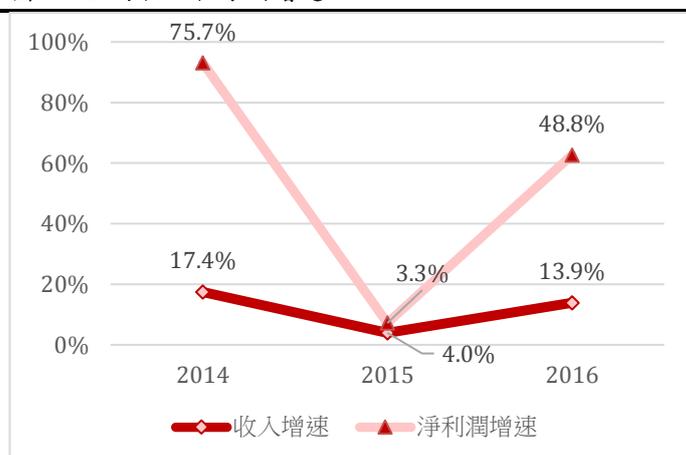


圖 4: 公司收入和淨利增速



資料來源: 公司

資料來源: 公司

圖 5: 同業估值

公司	代碼	股價 HK\$	市值 HK\$m	PER(x)			PBR(x)			EV/EBITDA (x)			ROE(%)		
				FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
遠大醫藥	512	2.09	4,675	11.6	13.9	11.0	2.0	N/A	N/A	8.6	N/A	N/A	18.8	N/A	N/A
復星醫藥	2196	28.50	81,938	19.1	18.1	15.5	2.5	2.4	2.2	20.1	27.2	22.6	13.9	14.0	14.9
石藥集團	1093	11.56	69,984	23.5	25.5	20.5	5.0	5.8	4.9	14.9	16.7	13.3	22.3	23.9	25.4
白雲山	874	21.10	49,740	16.7	18.9	17.2	1.7	1.6	1.5	12.3	N/A	N/A	11.7	8.7	9.1
中生製藥	1177	6.81	50,477	21.2	23.6	20.7	4.6	4.4	3.7	10.7	12.6	10.9	23.0	21.0	19.8
麗珠醫藥	1513	43.90	28,921	30.1	15.5	18.8	3.8	2.8	2.5	19.5	15.1	12.8	14.5	19.0	13.9
三生製藥	1530	10.36	26,235	24.1	25.0	19.1	2.6	3.1	2.7	16.7	17.4	13.8	11.7	13.1	15.1
綠葉製藥	2186	4.33	14,380	15.3	11.8	10.4	2.1	1.7	1.5	11.9	8.7	7.4	14.7	15.0	15.1
復旦張江	1349	4.59	4,237	38.6	21.6	16.3	6.3	3.7	3.0	28.5	14.6	9.8	17.6	18.8	23.1
李氏大藥廠	950	6.55	3,867	14.7	13.7	12.4	2.3	2.1	1.8	9.1	N/A	N/A	16.4	17.5	19.3
東瑞製藥	2348	5.16	4,127	12.6	11.8	8.5	2.0	1.9	1.7	7.3	N/A	N/A	17.1	N/A	N/A
			平均	21.6	18.5	15.9	3.3	3.0	2.5	15.1	16.0	12.9	16.3	16.8	17.3

資料來源: 彭博, CMBIS

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责任。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。