

中國醫藥板塊 — 市場氣氛改善，關注高質落後股

- ❖ **主要公司領漲板塊。**板塊內主要公司如國藥(1099 HK, 未評級)、上藥(2607 HK, 未評級)、復星醫藥(2196 HK, 未評級)及石藥(1093 HK, 買入)等踏入 2017 年以來隨恒指大幅反彈，但板塊內其他個股表現乏善足陳，導致整個板塊 2017 年平均升幅僅為 4.9%，落後恒指本年至今 8.9% 的升幅。
- 經歷 2016 年政府對行業推出一連串的政策後，投資者顯然對行業較為小心，較偏向買入受惠政策、有較好盈利前景的公司如：(1)受惠於兩票制的醫藥物流公司，(2)受惠於藥品一致性評價，具有強大產品線及研發能力的製藥公司。

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

圖一 主要在港上市醫藥公司

圖 1 主要在香港上市醫藥公司				市盈率 (倍)			市賬率(倍)			股價年初至今表現(%)
公司	代碼	股價 港元	市值 百萬港元	FY15A	FY16E	FY17E	FY15A	FY16E	FY17E	
製藥公司										
復星醫藥	2196	27.65	70,535	22.0	20.6	17.9	3.0	2.7	2.4	16.4
石藥	1093	9.70	58,709	28.1	27.6	22.4	5.4	5.7	4.9	17.1
中生製藥	1177	6.90	51,144	20.8	25.3	22.9	6.7	5.0	4.2	26.4
白雲山	874	20.65	45,100	18.2	18.8	18.2	2.8	2.0	1.8	3.0
四環	460	2.72	26,160	18.4	14.3	13.4	3.4	2.1	1.9	25.9
麗珠	1513	48.45	25,249	35.5	23.2	19.5	5.1	3.0	2.7	6.7
三生	1530	9.03	22,867	39.6	26.8	20.7	4.1	3.3	2.9	19.6
同仁堂	1666	14.38	18,418	25.4	25.6	22.3	3.4	3.0	2.7	0.0
中國中藥	570	4.02	17,815	25.5	16.5	13.7	1.8	1.3	1.2	12.0
綠葉	2186	5.10	16,937	29.8	17.2	14.3	4.0	2.3	2.0	10.9
聯邦制藥	3933	4.96	8,069	63.3	67.9	19.7	1.0	1.2	1.1	-6.1
東陽光藥	1558	16.10	7,278	15.9	16.1	12.7	2.6	2.6	2.3	3.9
神威	2877	8.42	6,963	10.3	12.0	12.8	1.3	1.1	1.1	-4.3
石四藥	2005	2.44	6,929	14.5	14.8	13.2	2.3	2.6	2.3	-1.2
復旦張江	1349	6.07	5,603	50.4	31.6	23.4	8.8	5.7	4.7	-6.3
醫藥物流										
國藥	1099	36.10	99,892	19.1	19.1	16.8	2.4	2.5	2.2	13.0
上藥	2607	20.60	63,569	13.1	15.1	13.6	1.3	1.5	1.4	15.9
華潤醫藥	3320	8.62	54,172	N/A	17.4	15.5	N/A	1.2	1.2	-1.5
康哲	867	12.82	31,887	23.7	21.2	17.4	4.5	4.3	3.5	4.4
巨星	2393	3.82	8,309	35.1	27.5	22.6	6.8	7.5	6.7	1.6
醫療器械										
威高	1066	4.73	21,173	17.8	16.2	13.7	1.9	1.5	1.4	-8.7
微創	853	5.63	8,107	N/A	60.5	29.0	2.2	3.2	3.3	-3.6
先健	1302	2.02	8,728	N/A	81.3	52.6	27.5	16.3	11.9	8.6
Genscript	1548	3.96	6,711	11.6	31.9	28.3	1.8	4.9	4.4	7.0
上海昊海	6826	37.50	6,002	23.0	17.5	14.4	2.6	1.8	1.6	-1.1
醫藥管理										
華潤鳳凰	1515	9.92	12,863	37.9	31.6	26.0	3.6	5.2	5.0	0.0
環球醫療	2666	6.91	11,860	11.4	11.6	8.5	1.5	1.6	1.4	7.8
康華醫療	3689	11.46	3,832	N/A	21.1	18.8	N/A	2.8	2.5	1.4
和美醫療	1509	4.32	3,276	36.6	26.2	22.1	3.2	1.9	1.8	-16.0
瑞慈醫療	1526	1.76	2,802	N/A	10.7	17.3	N/A	2.8	2.4	-10.2
康寧醫療	2120	35.55	2,597	37.6	33.6	25.2	2.9	2.3	2.1	4.6
平均				26.3	25.8	19.6	4.2	3.4	2.9	4.7
恒指				13.5	12.0	12.0	1.2	1.2	1.2	8.9

來源：彭博、招銀國際

- ❖ **預計公布 2016 年業績可望為行業帶來上升動力。**我們認為於 2 月 23 日公布被市場期待已久的新版醫保目錄可逐步改變投資者對醫藥板塊的看法，相信公司逐步公布 2016 年業績可望成為板塊的下一個催化劑。與 2016 年 8 月時相似，市場對板塊看法悲觀，較好的業績表現可成為行業於具挑戰性的環境下保持增長的證明。所以我們相信公布 2016 年業績及各公司管理層對行業前景的看法可成為醫藥板塊上升的動力。
- ❖ **滬港通/深港通支持板塊上升？**近期一個較常見的問題是到底滬港通及深港通到底有沒有支持板塊上升。我們從港交所中央結算系統持股紀錄中查找於中國證券登記結算有限責任公司(CSDC)的持股數據變動，雖然我們見到某些個股如石藥、國藥及四環(460 HK, 未評級)等的股價隨 CSDC 持股量上升而上漲，但亦有部份個股如威高(1066 HK, 未評級)、綠葉(2186 HK, 未評級)華潤鳳凰(1515 HK, 未評級)等的股價與逆向變動。

圖二 滬港通/深港通股份表現

CSDC持股按用變動				CSDC持股佔自由流動比例		股價按月變動	
公司	代碼	1/2/2017	23/2/2017	1/2/2017	23/2/2017	1/2/2017	23/2/2017
滬港通							
威高	1066	1.9%	4.6%	2.2%	2.3%	-1.9%	-7.1%
石藥	1093	19.8%	21.2%	2.3%	2.8%	5.4%	11.0%
國藥	1099	46.6%	7.9%	2.9%	3.1%	11.0%	3.0%
中生製藥	1177	-9.2%	4.1%	2.3%	2.4%	14.1%	11.9%
三生	1530	-8.1%	11.0%	8.3%	9.2%	-2.4%	23.6%
綠葉	2186	-4.7%	3.9%	12.1%	12.5%	11.7%	-0.4%
復星醫藥	2196	-6.7%	-3.6%	8.9%	8.6%	9.1%	6.2%
神威	2877	-6.0%	-1.1%	10.3%	10.2%	1.4%	-0.8%
四環	460	12.7%	131.5%	2.4%	5.6%	4.6%	19.9%
中國中藥	570	9.3%	7.8%	5.8%	6.2%	1.7%	11.2%
康哲	867	32.6%	2.0%	4.1%	4.1%	3.7%	-0.2%
白雲山	874	3.4%	2.5%	26.3%	26.9%	-6.2%	10.1%
深港通							
先健	1302	40.8%	41.5%	2.6%	3.6%	-4.3%	14.0%
麗珠	1513	7.8%	8.5%	17.1%	18.6%	-3.6%	14.9%
華潤鳳凰	1515	49.4%	21.4%	0.8%	1.0%	7.9%	-6.6%
同仁堂	1666	31.2%	39.4%	1.1%	1.6%	-4.7%	5.4%
石四藥	2005	60.7%	46.0%	1.6%	2.4%	0.4%	-2.0%
聯邦制藥	3933	14.8%	24.7%	5.4%	6.7%	-8.1%	2.3%
環球醫療	2666	59.7%	61.6%	1.4%	2.2%	0.5%	7.8%

來源：港交所、招銀國際

- ❖ **關注高質落後股。**由於投資者對行業投資氣氛持續改善，我們相信資金將陸續流向醫藥板塊。隨了近期表現亮麗的個股外，亦應關注股價落後，具有強大產品級及科研能力的個股如東陽光(1558 HK, 買入)、綠葉及中國中藥(570 HK, 未評級)等公司。

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，並可能會受標的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。