

绿叶制药 (2186 HK)

力扑素不进国家医保移除不明朗因素

- ❖ **力扑素不进国家医保。**人社部于7月19日早上公布了《关于将36种药品纳入国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录乙类范围的通知》。此前44个进入医保谈判目录中的36个产品被纳入到医保目录范围，与2016年平均价比较，平均降价幅度为44%，最高降价比例达70%。绿叶的力扑素未被纳入到医保目录当中，相信主要由于降价幅度远超公司可接受的约30%水平。
- ❖ **移除主要不明朗因素。**谈判结果基本上与我们于7月18日与公司办的小组会议说法一致(会议记录在本报告第二页)。此前市场担心绿叶或会接受一个较大的降价水平以换取进入国家医保目录，现在结果公布，相信可为绿叶移除不明朗因素。
- ❖ **绿叶有信心力扑素未来3年可保持约10%的年增长。**力扑素现时在12个省的医保目录及14个省的异名库。60%的收入源自省医保，20%源自异名库，20%源自病人自付。公司有信心12个医保省的销售不会受影响，但其余14个省的异名库销售或会受到负面影响。但公司仍有信心力扑素在未来三年可维持约10%的年增长：(1)医保省份渗透率的提升，(2)提升自付病人的比例。
- ❖ **维持买入评级，目标价5.7港元。**绿叶是其中一家估值最低的香港上市医药公司，公司现时17E/18E市盈率为13.1倍/11.8倍，我们相信其低估值主要由于市场忧虑绿叶或会以较高降价水平以进入国家医保。现时结果出炉，其中一个不明朗因素移除，相信绿叶将有重估的机会，我们维持买入评级，目标价5.7港元。

財務資料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額(百萬港元)	2,563	2,918	3,761	4,170	4,664
核心淨利潤(百萬港元)	685	847	1,043	1,163	1,334
核心EPS(港元)	0.21	0.25	0.31	0.35	0.40
EPS變動(%)	6.2	23.6	23.2	11.6	14.6
市盈率(x)	20.0	16.2	13.1	11.8	10.3
市帳率(x)	2.4	2.1	1.9	1.7	1.5
股息率(%)	0.0	1.6	2.0	2.2	2.5
權益收益率(%)	13.3	13.9	15.0	14.9	15.0
淨財務杠杆率(%)	净现金	18.7	8.4	0.7	净现金

資料來源：公司及招銀國際

买入(维持)

目標價	HK\$5.70
(前目標價)	HK\$5.70)
潛在升幅	+23.1%
當前股價	HK\$4.63

吳永泰, CFA

電話：(852) 3761 8780

郵件：cyrusng@cmbi.com.hk

医药行业

市值(百萬港元)	15,377
3个月平均流通(百萬)	43.99
52周内高/低(港元)	5.77/4.13
总股本(百萬)	3,321.1

数据源：彭博

股東結構

綠葉製藥投資	45.68%
中信產業基金	5.92%
流通股	48.40%

数据源：彭博

股價表現

	绝对回报	相对回报
1月	0.0%	-3.4%
3月	-0.2%	-10.4%
6月	-8.5%	-21.2%

数据源：彭博

股價表現



数据源：彭博

审计师：ERNST & YOUNG

公司网站：www.luye.cn

图 1: 同业估值

公司	代码	股价 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
绿叶制药	2186	4.63	15,377	15.3	12.5	11.0	2.1	1.8	1.6	11.9	9.3	7.9	14.7	15.0	15.1
复星医药	2196	28.95	81,036	19.1	18.3	15.7	2.5	2.4	2.2	20.1	26.8	22.2	13.9	14.0	14.9
石药集团	1093	11.98	72,527	23.5	26.4	21.2	5.0	6.0	5.0	14.9	17.2	13.8	22.3	24.0	25.5
白云山	874	21.50	48,606	16.7	19.1	17.5	1.7	1.6	1.5	12.3	N/A	N/A	11.7	8.7	9.1
中国生物制药	1177	6.85	50,774	21.2	23.6	20.8	4.6	4.4	3.7	10.7	12.6	11.0	23.0	21.0	19.9
丽珠集团	1513	44.15	29,168	30.1	22.5	18.7	3.8	3.0	2.7	19.5	15.2	12.8	14.5	13.6	13.9
复旦张江	1349	4.40	4,061	38.6	20.6	15.5	6.3	3.6	2.9	28.5	13.9	9.3	17.6	18.8	23.1
李氏大药厂	950	6.25	3,690	14.7	13.1	11.8	2.3	2.0	1.8	9.1	N/A	N/A	16.4	17.5	19.3
东瑞制药	2348	4.98	3,983	12.6	11.3	8.2	2.0	1.9	1.6	7.3	N/A	N/A	17.1	N/A	N/A
			平均	22.0	19.4	16.2	3.5	3.1	2.7	15.3	17.1	13.8	17.1	16.8	17.9

资料来源: 彭博, CMBIS

绿叶(2186 HK, 买入) 小组会议纪要

2017年7月18日 16:30

出席人: 绿叶制药投资者关系经理 - 陈钺霏 Yuly Chen

新产品推出进度?

利培酮缓释球已完成临床, 预计2018年提交上市申请, 2019年下半年在中国及美国推出市场。罗替戈汀预计在2020年上市。卡巴拉汀贴片预计可在2019年于中国上市。

公司上半年业绩指引?

据IMS数据显示, 2017年1-5月份, 中国医药市场整体增长3.45%。2017年1-5月份, 绿叶制药收入整体增长13.12%, 主要产品里面力朴素增长21.4%, 贝希增长28%, 血脂康增长9.5%, 麦通纳增长2.3%, 希美纳增长11.65%, 斯迪诺增长16.3%, 欧开增长39%。

力朴素医保谈判进展如何?

公司表示, 若力朴素降价幅度超过30%, 公司大概率会退出全国医保目录谈判。力朴素目前在26省医保目录范围内, 其中12个主要省份贡献60%左右收入, 余下14个省份贡献约20%, 自费用户占比约20%。公司表示, 力朴素即使退出国家医保目录, 未来几年仍能保持10%的增长, 同时力朴素是通过自有团队直接销售不受两票制影响。

脂质体紫杉醇和竞品白蛋白结合型紫杉醇有何不同?

脂质体紫杉醇和白蛋白结合型紫杉醇, 目前市场上暂无两者的阳性对照试验。

1. 溶媒不同: 脂质体紫杉醇外壳原料是卵磷脂, 白蛋白结合型紫杉醇使用人血白蛋白包裹紫杉醇, 使用血制品有两个风险1) 免疫原问题2) 血液制品疾病传染风险。
2. 适应症不同: 脂质体紫杉醇现适用于卵巢癌、宫颈癌、乳腺癌和非小细胞肺癌。白蛋白紫杉醇目前国内仅适用于乳腺癌。
3. 市场准入不同: 力朴素已经进入全国26个省医保目录, 而白蛋白结合型紫杉醇只进入个别省份医保目录。
4. 价格不同: 力朴素省招标价在800-900Rmb/支之间, 一个疗程8支总计费

用7000左右。白蛋白紫杉醇5500-6000Rmb/支,一个疗程4支总计费用2万3左右,白蛋白结合型紫杉醇的价格是力朴素3倍多。

公司2017全年业绩和主要产品增速指引?

公司预计2017年净利润增长15%-20% (10%内生增长+ Acino 并表), 毛利增长20%-25%, 由于Acino 并购产生的一次性费用和摊销费用, 净利增速会小于毛利。主要产品方面, 预计2017年力朴素增长10%, 麦通纳增长5%, 贝希增长30%, 血脂康(基药+低价药)增长15%, 希美纳增长15%, 斯迪诺30% (骨科用药)。

公司新入医保产品的展望?

贝希-从医保乙类提升为甲类, 报销限制提升至100%; 血脂康-门诊住院都可以报销, 取消了原来只住院报销限制; 斯迪诺-进入医保的独家产品; 欧开-口服七叶皂苷钠产品, 竞品强力迈之灵是上一轮医保产品市场空间有10亿人民币, 欧开的七叶皂苷钠含量更高, 欧开新加入全国医保后潜力可期; 希美纳-医保取消工伤限制。

公司质押股票平安银行的原因?

公司向中国平安银行取得100亿人民币的授信额度, 股票作为抵押品, 目前100亿授信额度基本未使用, 不存在爆仓问题。

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于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。