

綠葉製藥 (2186 HK)

力撲素不進國家醫保移除不明朗因素

- ❖ **力撲素不進國家醫保。**人社部於7月19日早上公佈了《關於將36種藥品納入國家基本醫療保險、工傷保險和生育保險藥品目錄乙類範圍的通知》。此前44個進入醫保談判目錄中的36個產品被納入到醫保目錄範圍，與2016年平均價比較，平均降價幅度為44%，最高降價比例達70%。綠葉的力撲素未被納入到醫保目錄當中，相信主要由於降價幅度遠超公司可接受的約30%水準。
- ❖ **移除主要不明朗因素。**談判結果基本上與我們於7月18日與公司辦的小組會議說法一致(會議記錄在本報告第二頁)。此前市場擔心綠葉或會接受一個較大的降價水準以換取進入國家醫保目錄，現在結果公佈，相信可為綠葉移除不明朗因素。
- ❖ **綠葉有信心力撲素未來3年可保持約10%的年增長。**力撲素現時在12個省的醫保目錄及14個省的異名庫。60%的收入源自省醫保，20%源自異名庫，20%源自病人自付。公司有信心12個醫保省的銷售不會受影響，但其餘14個省的異名庫銷售或會受到負面影響。但公司仍有信心力撲素在未來三年可維持約10%的年增長：(1)醫保省份滲透率的提升，(2)提升自付病人的比例。
- ❖ **維持買入評級，目標價5.7港元。**綠葉是其中一家估值最低的香港上市醫藥公司，公司現時17E/18E市盈率為13.1倍/11.8倍，我們相信其低估值主要由於市場憂慮綠葉或會以較高降價水準以進入國家醫保。現時結果出爐，其中一個不明朗因素移除，相信綠葉將有重估的機會，我們維持買入評級，目標價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(%)	淨現金	18.7	8.4	0.7	淨現金

資料來源：公司及招銀國際

買入(維持)

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

醫藥行業

市值(百萬港元)	15,377
3個月平均流通(百萬)	43.99
52周內高/低(港元)	5.77/4.13
總股本(百萬)	3,321.1

資料來源：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%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1月	0.0%	-3.4%
3月	-0.2%	-10.4%
6月	-8.5%	-21.2%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：ERNST & YOUNG

公司網站：www.luye.cn

圖 1: 同業估值

公司	代碼	股價 HK\$	市值 HK\$mn	PER(x)			PBR(x)			EV/EBITDA (x)			ROE(%)		
				FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
綠葉製藥	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
復星醫藥	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
石藥集團	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
白雲山	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
中國生物製藥	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
麗珠集團	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
復旦張江	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
李氏大藥廠	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
東瑞製藥	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

資料來源: 彭博, CMBIS

綠葉(2186 HK, 買入) 小組會議紀要

2017年7月18日 16:30

出席人: 綠葉製藥投資者關係經理 - 陳鈺霏 Yuly Chen

新產品推出進度?

利培酮緩釋球已完成臨床, 預計2018年提交上市申請, 2019年下半年在中國及美國推出市場。羅替戈汀預計在2020年上市。卡巴拉汀貼片預計可在2019年於中國上市。

公司上半年業績指引?

據IMS資料顯示, 2017年1-5月份, 中國醫藥市場整體增長3.45%。2017年1-5月份, 綠葉製藥收入整體增長13.12%, 主要產品裡面力樸素增長21.4%, 貝希增長28%, 血脂康增長9.5%, 麥通納增長2.3%, 希美納增長11.65%, 斯迪諾增長16.3%, 歐開增長39%。

力樸素醫保談判進展如何?

公司表示, 若力樸素降價幅度超過30%, 公司大概率會退出全國醫保目錄談判。力樸素目前在26省醫保目錄範圍內, 其中12個主要省份貢獻60%左右收入, 餘下14個省份貢獻約20%, 自費用戶占比約20%。公司表示, 力樸素即使退出國家醫保目錄, 未來幾年仍能保持10%的增長, 同時力樸素是通過自有團隊直接銷售不受兩票制影響。

脂質體紫杉醇和競品白蛋白結合型紫杉醇有何不同?

脂質體紫杉醇和白蛋白結合型紫杉醇, 目前市場上暫無兩者的陽性對照試驗。

1. 溶媒不同: 脂質體紫杉醇外殼原料是卵磷脂, 白蛋白結合型紫杉醇使用人血白蛋白包裹紫杉醇, 使用血製品有兩個風險1) 免疫原問題2) 血液製品疾病傳染風險。
2. 適應症不同: 脂質體紫杉醇現適用於卵巢癌、宮頸癌、乳腺癌和非小細胞肺癌。白蛋白紫杉醇目前國內僅適用於乳腺癌。
3. 市場准入不同: 力樸素已經進入全國26個省醫保目錄, 而白蛋白結合型紫杉醇只進入個別省份醫保目錄。
4. 價格不同: 力樸素省招標價在800-900Rmb/支之間, 一個療程8支總計費用7000左右。白蛋白紫杉醇5500-6000Rmb/支, 一個療程4支總計費用2萬

3 左右，白蛋白結合型紫杉醇的價格是力樸素 3 倍多。

公司 2017 全年業績和主要產品增速指引？

公司預計 2017 年淨利潤增長 15%-20%（10% 內生增長+ Acino 並表），毛利增長 20%-25%，由於 Acino 並購產生的一次性費用和攤銷費用，淨利增速會小於毛利。主要產品方面，預計 2017 年力樸素增長 10%，麥通納增長 5%，貝希增長 30%，血脂康（基藥+低價藥）增長 15%，希美納增長 15%，斯迪諾 30%（骨科用藥）。

公司新入醫保產品的展望？

貝希-從醫保乙類提升為甲類，報銷限制提升至 100%；血脂康-門診住院都可以報銷，取消了原來只住院報銷限制；斯迪諾-進入醫保的獨家產品；歐開-口服七葉皂苷鈉產品，競品強力邁之靈是上一輪醫保產品市場空間有 10 億人民幣，歐開的七葉皂苷鈉含量更高，歐開新加入全國醫保後潛力可期；希美納-醫保取消工傷限制。

公司質押股票平安銀行的原因？

公司向中國平安銀行取得 100 億人民幣的授信額度，股票作為抵押品，目前 100 億授信額度基本未使用，不存在爆倉問題。

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。