

买入

2015年1月29日

高速成长的优质医药公司

- **业务专注于中国规模最大、增长最快的治疗领域：**绿叶制药的产品组合覆盖中国三个规模最大、增长最快的治疗领域，包括肿瘤、心血管系统及消化与代谢领域。公司的几大主要产品都已经形成稳固的市场份额和竞争优势，且主要产品大多为独家或有较长时间专利保护，中短期内不存在仿制药挤压销售的压力。公司具备较强的盈利能力和增长空间。2014上半年公司实现销售收入15.5亿人民币，净利润为2.8亿人民币。
- **卓越的并购眼光和整合能力：**绿叶在过去十年的成功并购案例已经证明了管理层卓越的并购眼光和强大的整合能力。公司2007年收购南京思科，2007-09年控股北大维信，2011年收购四川宝光，分别引入力扑素，血脂康，贝希等产品，通过自身优势进行整合，打造成了畅销产品，得到市场广泛认可。我们相信完成对北京嘉林的收购后，绿叶制药将进一步提升自己相关领域的市场份额和优势地位。
- **积淀深厚的研发实力和丰富的产品线：**公司目前是国内拥有专利数最多的制药公司，也是中国在美国申报临床试验数量最多的公司，拥有中国唯一的新制剂方向的国家重点实验室。公司通过三大研发平台，策略性地开发新制剂和新药方面分配资源，在中国拥有22个处于不同开发阶段的主要在研产品预计在2020年前上市，其中17个将在2018年上市，海外产品线包括7个在研产品，其中有4个在美国已开始临床试验。
- **目标价11.5港元，首次评级买入：**我们采用PE估值法，考虑到公司高于同行的盈利能力和良好的财务状况，我们给予16年22倍PE的目标，对应目标价11.5港元，相较当前价格9.16港元还有25.5%的空间，首次评级为买入。

★ 1人民币=1.25港元

蓝宇

852-25321954

yu.lan@firstshanghai.com.hk

主要资料

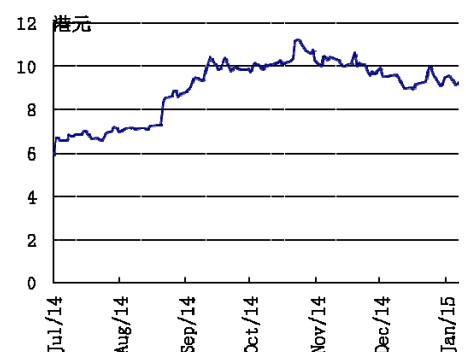
行业	医药
股价	9.16 港元
目标价	11.5 港元 (25.5%)
股票代码	2186
已发行股本	33.2 亿股
总市值	303.5 亿港元
52周高/低	11.5 港元/6.51 港元
每股净现值	0.46 人民币
主要股东	绿叶投资 (43.96%) Value Partners (8.10%) CPE Greenery Ltd. (5.92%)

表：盈利摘要

截止12月31日财政年度	2012历史	2013历史	2014预测	2015预测	2016预测
收入(百万人民币)	2,136	2,515	3,169	5,054	6,329
变动(%)		17.8%	26.0%	59.5%	25.2%
净利润(百万人民币)	204	323	553	1,046	1,372
变动(%)		58%	71%	89%	31%
每股摊薄收益(人民币元)	2.08	3.82	0.16	0.31	0.41
市盈率@9.16港元(倍)	3.52	1.92	44.78	23.61	17.93
每股派息(港币)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
息率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



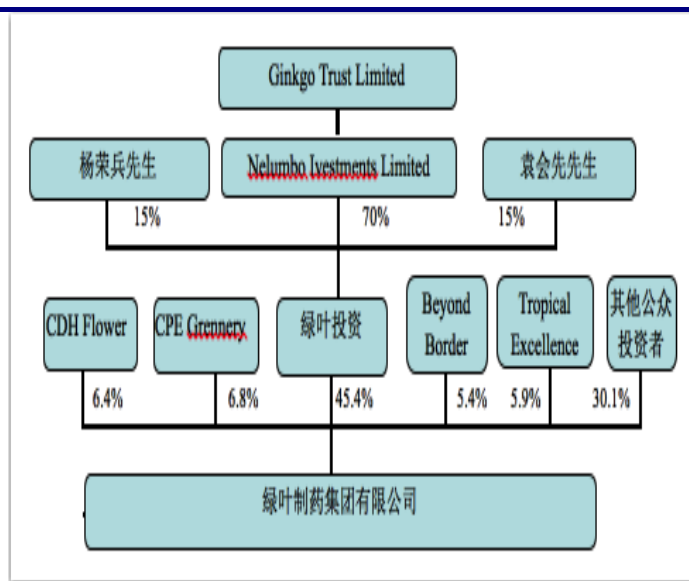
资料来源：彭博

中国领先的创新药品研发公司

以创新研发为核心，专注于肿瘤、心血管系统以及消化与代谢领域的领先公司

绿叶制药集团是一家以研发为基础的专业制药企业，产品组合覆盖中国三个规模最大、增长最快的治疗领域，包括肿瘤、心血管系统以及消化与代谢领域。在研发方面，除了针对当前上市产品覆盖的治疗领域外，也专注于中枢神经系统药品的研发。2014 上半年公司实现销售收入 15.5 亿人民币，净利润为 2.8 亿人民币。公司 2004 年在新加坡上市，2012 年从新加坡退市，2014 年 7 月 9 日在香港主板上市。

图表 1: 公司股权架构图



资料来源：公司资料，第一上海

图表 2: 绿叶制药大事记

1994	集团前身烟台绿叶制药有限公司成立
2004	以“亚洲药业”为名称在新加坡主板上市
2006	收购甘氨双唑钠（希美纳）及其市场销售
2007	收购南京康海药业有限公司、南京思科药业有限公司100%的权益
	收购北大维信生物科技有限公司及其附属公司43%的权益
	收购Wearnes Biotech & Medicals Pte Ltd及其子公司100%的权益
2009	更名为绿叶制药集团有限公司
	增持北京北大维信生物科技有限公司26.55%的股权，以69.55%的股权成功控股
2011	收购四川宝光药业股份有限公司
2012	从新加坡退市
2014	在香港交易所主板上市
	协议收购北京嘉林药业100%股权

资料来源：公司资料，第一上海

公司业务

抗肿瘤产品

按 2013 年收入计，公司是第五大中国国内肿瘤科产品制造商

公司目前在售的有 6 种肿瘤科产品，包括公司的 7 种主要产品的其中 3 种，分别是力扑素，天地欣和希美纳。产品储备还包括另外八种处于不同开发阶段的候选肿瘤科产品。在 2011, 2012, 2013 年肿瘤科产品收入分别达到人民币 799.9 百万元，940.8 百万元，1102.2 百万元，复合年均增长率达 17.4%。按 2013 年收入计，公司是第五大中国国内肿瘤科产品制造商，抗肿瘤领域治疗占整体医疗市场份额的 18.8%。

力扑素（注射用紫杉醇脂质体）

力扑素是公司的紫杉醇专有配方，属于紫杉烷类一类抗微管剂，采用了创新的脂质体注射给药剂来抑制癌细胞的分裂和散播的能力。脂质体给药剂克服通常与紫杉醇制剂有关的溶解性问题，减少了溶剂引发不良反应，容许更高的剂量。适应症主要有卵巢癌、宫颈癌、乳腺癌、非小细胞肺癌。力扑素 2013 年收入 847 百万人民币，按此收入计，力扑素是 2013 年在中国第二大最普遍用于治疗癌症的国产药品，其占中国紫杉醇类药品市场份额的 38.9%，市场排名第一。公司在中国持有紫杉醇脂质体的组成和配方专利有效期至 2020 年 10 月 18 日。

天地欣（注射用香菇多糖）

天地欣是公司的香菇多糖配方，是一种免疫调节剂，适合作为治疗某些恶性肿瘤的辅助疗法，为可注射药剂。天地欣 2013 年收入 186 百万人民币，按此收入计，天地欣是 2013 年在中国第三大最普遍用于治疗肿瘤疾病的化学免疫刺激剂，其占中

国香菇多糖类药品市场份额 27.6%，市场排名第二。公司在中国持有对天地欣的香菇多糖的分子量和分子分布的测试方法的专利有效期至 2023 年 3 月 3 日。

希美纳（注射用甘氨双唑钠）

希美纳即甘氨双唑钠，为可注射制剂，适合作为敏化剂用于某些实体瘤，如头颈部肿瘤、食管癌和肺癌的放射治疗。希美纳加速放射治疗对肿瘤细胞的破坏而不会增加对正常细胞的副作用。它是一类新化学药品和唯一获药监局批准在中国用于癌症放射治疗的敏化剂，也是唯一在中国出售的甘氨双唑产品。其 2013 年收入 43 百万人民币，公司在中国持有关于甘氨双唑钠人工合成方法专利有效期至 2023 年 9 月 28 日，甘氨双唑钠成分连同制备希美纳的专利有效期至 2033 年 3 月 13 日。

心血管系统产品

公司目前在售 6 种心血管系统产品，包括 7 种主要产品中的 2 种，分别是血脂康和麦通纳。2011, 2012, 2013 年心血管系统产品收入分别达到人民币 613.9 百万元，630.7 百万元，723.1 百万元，复合年均增长率为 8.5%。按 2013 年收入计，公司是国内排名第一的天然调脂药品生产商，占整体医疗市场份额的 14.4%。

血脂康（血脂康）

血脂康是提取自红曲米的专有中药，适应症为高脂血症。由于血脂康的红曲发酵图谱写进了国家药典，只有绿叶生产的血脂康才叫血脂康，会一直保持独家。另外，血脂康进入了国家低价药目录，不存在降价压力。2013 年收入 338 百万人民币，占中国天然高脂血症药品市场份额的 99.1%，市场排名第一。公司在中国持有关于血脂康的成分，分离方法，检查方法，制备方法以及包装和设计的专利有效期为 2017 年至 2028 年不等。

麦通纳（注射用七叶皂苷钠）

麦通纳是从天师栗的成熟种子提取的七叶皂苷钠，为注射制剂。七叶皂苷钠由药监局分类为化学处方药，适用于治疗创伤或手术造成的脑水肿和浮肿，具有消炎及抗水肿的特性。2013 年收入 334 百万人民币，占中国七叶皂苷钠药品市场份额的 51.2%，市场排名第一。公司在中国持有关于麦通纳成分的专利有效期至 2019 年，持有七叶皂苷及其衍生物对治疗急性肺部炎症和水肿的应用的一项专利至 2023 年。

阿乐（阿托伐他汀钙片）

阿乐，主要用于治疗原发性高胆固醇血症和混合性高脂血症。目前在阿托伐他汀市场份额占 22%，仅次于进口产品立普妥，在国产药品里占 69%，是国产类最畅销的阿托伐他汀类产品。2014 年 1-3 季度收入达 6.6 亿，2001 年至 2013 年复合年均增长率达 34.7%。

消化道和新陈代谢产品

公司目前在售 8 种消化道和新陈代谢产品，包括 7 种主要产品中的 2 种，分别是贝希和绿汀诺。2011, 2012, 2013 年消化道和新陈代谢产品收入分别达到人民币 280 百万元，451.1 百万元，575.2 百万元，复合年均增长率为 43.3%。按 2013 年收入计，公司是国内排名第四的口服糖尿病药品生产商，国内第六大保肝药品生产商，占整体医疗市场份额的 14.1%。

贝希（阿卡波糖胶囊）

贝希是阿卡波糖的胶囊形式，贝希由药监局分类为化学处方药，并适合作为降低血糖的日常饮食辅助品，对象为不能单靠饮食习惯控制其高血糖的 II 型糖尿病患者。目前公司为中国唯一阿卡波糖胶囊生产商。2013 年收入 239 百万人民币，占中国阿卡波糖类药品市场份额的 3%，市场排名第三。

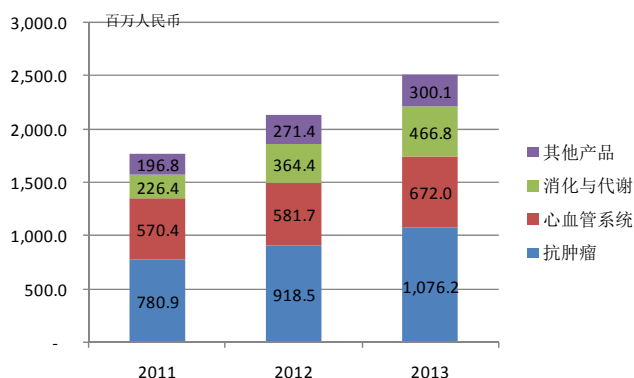
绿汀诺（注射用还原型谷胱甘肽）

绿汀诺为注射用还原型谷胱甘肽，由药监局分类为化学处方药，用于辅助治疗酒精及某些药品导致的肝中毒，同时也适用于辅助治疗酒精、病毒、药品及其他化学品造成的肝损伤，以及治疗点离辐射造成的损伤及多种低氧血症。2013 年收入 228 百

万人民币，占中国还原型谷胱甘肽类药品市场份额的 13.5%，市场排名第四。公司在中国拥有注射用还原型谷胱甘肽冻干工艺的专利有效期至 2031 年。

图表 3: 主要产品种类收入

图表 4: 2013 年主要产品医保情况及销售网络



产品	医保情况	销售网络
力扑素	26个省级医保目录	19个省775家医院
天地欣	18个省级医保目录	17个省510家医院
希美纳	国家医保目录	14个省143家医院
血脂康	国家基药目录 国家医保目录	25个省6795家医院
麦通纳	国家医保目录	19个省1623家医院
贝希	国家基药目录 国家医保目录	15个省1686家医院
绿汀诺	国家医保目录	17个省1267家医院
阿乐	12个省级基药目录 国家医保目录	30个省7000家医院

资料来源: 公司资料, 第一上海

资料来源: 公司资料, 第一上海

中国医疗保健市场稳定快速增长

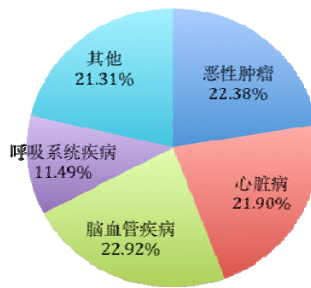
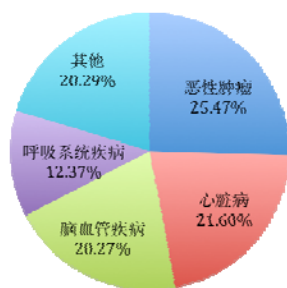
作为一个发展中的经济体, 中国的疾病发病率正在不断上升。根据 Espicom 的统计, 2008-2012 年中国的医药市场复合年均增长率为 19.3%, 此后至 2017 年预计以 18.8% 的复合年均增长率增长。

中国肿瘤和心脑血管疾病发病率快速升高

据中国国家统计局统计数据, 2013 年中国农村及城市地区的致死原因前三位均为恶性肿瘤, 心脏病, 脑血管疾病。随着城市化及经济增长、人口老龄化及现代人越来越多的不健康的生活方式, 肿瘤科疾病, 心脑血管疾病发病率越来越高, 未来针对该类疾病药物和医疗服务的需求也将越来越大。

图表 5: 2013 年城市居民主要疾病死因构成

图表 6: 2013 年农村居民主要疾病死因构成



资料来源: 国家统计局, 第一上海

资料来源: 国家统计局, 第一上海

糖尿病患者集中于中低收入国家

据国际糖尿病联合会 (IDF) 统计, 2014 年中国有 9600 多万糖尿病患者, 预计到 2035 年, 全球将有 5.92 亿糖尿病患者, 其中 80% 生活在低收入及中等收入国家。

中枢神经系统疾病增长迅速，公众重视度提升

根据 MENET 的统计，中国的中枢神经系统市场于 2008 年至 2013 年间以 22.3% 的复合年均增长率增长。生活中，公众对治疗中枢神经系统疾病的重要性缺乏意识，据卫生部统计，2013 年全国 2600 万抑郁症患者只有不到 10% 接受了药物治疗，而美国精神神经类药物已占很大市场份额。随着公众对中枢神经系统疾病的重要性意识越来越强，预计精神神经类药物会在下个 5 年迎来爆发性增长。

强大的竞争优势为将来成长提供充足的动力

核心产品优势明显

绿叶专注于中国规模最大增长速度最快的三个领域。力扑素是全球首个，并截至目前为止唯一一个获批上市的紫杉醇脂质体药品，希美纳是中国唯一获准的癌症放射治疗增敏剂。血脂康为 2013 年中国最普遍的采用的降脂中药，麦通纳是 2013 年中国最畅销的国产血管保护类药品。这些药品的专利到期都在 2020 年左右，短期内没有仿制药挤压销售业绩的压力，有望持续增长。

强大的并购眼光和整合能力

绿叶在过去十年的并购一直都很成功。核心产品力扑素与血脂康均是通过并购获得，后被绿叶打造成畅销产品。力扑素收入从不到 5000 万发展到目前 10 亿。2011 年收购四川宝光药业股份有限公司，其产品贝希的销售收入由 2012 年的人民币 153.7 百万元增至 2013 年 238.9 百万元，上涨 55.4%。

并购北京嘉林的协议将于 2015 年一月底开始操作。嘉林药业拥有重磅心血管产品阿乐。收购完成后，阿乐作为强效降脂药，将和同为心血管品牌产品的中性降脂药血脂康形成极佳的产品线组合，扩大绿叶在调脂药市场的占有率，提升市场份额和优势地位。

公司通过收购的策略，扩张了相关领域的产品组合，创造了较大收入与利润，对业绩贡献非常明显。未来公司还会不断寻求有关能够提高以市场为导向的研发策略的实施能力的补充技术的收购机会，并将关注符合长期发展战略的国际性收购机会。

研发积淀深厚，有着丰富的产品线

目前公司在中国获得 249 项专利，并拥有 74 项待批准的专利申请；在海外已获得 80 项专利，拥有 93 项待批准专利。目前是中国报美国临床数量最多的公司，四个领域产品都在美国临床不同阶段进行。有专利保护的产品占 84%。拥有新制剂方向唯一的国家重点实验室。

公司每年相较其他制药公司的研发投入一般较高。从数据中可以看到，绿叶制药 2011-2013 年研发费用占收入比重平均为 7.2%，高于石药，四环医药等厂商，我们预计，未来随着四大领域新产品开发的深入，公司研发费用占收入比重将保持在 7% 左右的水平，超过行业平均研发投入比例。

图表 7: 主要公司研发费用对比

	2011	2012	2013	2014H1
研发费用占收入比重				
绿叶制药	7.60%	6.29%	7.72%	4.49%
石药集团	1.08%	1.88%	2.14%	2.91%
中国生物制药	6.25%	6.86%	8.98%	13.06%
丽珠医药	2.36%	3.15%	3.16%	2.85%
四环医药	1.53%	0.51%	0.68%	2.17%

资料来源：公司资料，第一上海

研发团队的 262 名专家中有 32 位博士。公司通过三大研发平台，策略性地开发新制剂和 新药方面分配资源，平衡风险。其中长效及缓释技术有 11 个在研产品，而脂质体和靶向给药技术目前有超过 5 个在研品种，新型化合物目前有超过 10 个处于研发初期的在研产品。在中国拥有 22 个在研产品预计在 2020 年前上市，其中 17 个将在 2018 年上市。

图表 8:绿叶制药三大研发平台

平台	长效及缓释技术平台	脂质体与靶向给药技术平台	新型化合物平台
技术	微球技术	靶向给药及脂质体给药技术	现有技术改良
特点	制定药物的释放速度和周期，使药效更好发挥，降低给药频率	改良已上市销售药品的疗效，进一步降低药品的毒性反应，提高药品的最大剂量水平，药物靶点特异靶向	快速模拟跟进，对比研究，减少缺陷
主要产品	注射用利培酮缓释微球 注射用罗替戈汀缓释微球	注射用硫酸长春新碱脂质体	盐酸安舒法辛缓释片
在研数量	11	>5	>10
中国临床试验	5	1	1
美国临床试验	3		1

资料来源：公司资料，第一上海

即将上市的在研品种大多具有显著的差异化竞争优势

2014 年 9 月份公司推出一款新药，是一款高分子聚合溶液的口腔溃疡含漱液，主要针对放化疗引起的口腔溃疡。长春新碱脂质体预计在 2015 年做完三期临床，年底或 2016 年年初开始上报上市。谷胱甘肽肠溶胶囊 2012 年已上报，已在排队，一旦批准将会是独家的胶囊剂型。中枢神经系统领域的几大产品均利用微球缓释技术，目前也都已进入一期临床阶段，预计在未来三年陆续上市。

图表 9:精选在研产品

	产品名称（现阶段）	适应症	差异化优势	目标上市时间
抗肿瘤	硫酸长春新碱脂质体（中国三期临床）	急性淋巴细胞白血病、淋巴瘤	复制力扑素的成功	2016
消化和代谢	还原型谷胱甘肽肠溶胶囊（NDA）	保护慢性乙肝患者肝脏	与目前只能在院内使用的注射用产品（绿汀诺）有相辅相成优势	2016
中枢神经系统	注射用利培酮缓释微球（中国一期临床；美国同步一、二期临床）	精神分裂症及躁郁症	两周一次的长效制剂起效更快和拥有更稳定的血浆浓度；病人无需服用辅助药品	2016
	注射用罗替戈汀缓释微球（中美一期临床）	帕金森氏病	一周一次的长效制剂提高病人依从性既减少常见于其	2017
	盐酸氨舒法辛缓释片（中美一期临床）	中至重度抑郁	一类新药；全新机制多巴胺、5-羟色胺、去肾上腺素三重再摄取	2018

资料来源：公司资料，第一上海

布局海外市场的药品开发、合作及上市

公司通过在海外市场灵活的药品开发、合作及上市营销战略争取在研产品价值的最大化。目前海外产品线包括 7 个在研产品，其中有 4 个在美国目前处于临床试验阶段。血脂康在美国的二期临床已于 2014 年 11 月完成。

公司于 2014 年 7 月 21 日跟韩国东亚合作开始一款 DPP-4 抑制剂，主要用于降糖，目前在韩国三期已经完成，2015 年 3 月将报韩国上市。预计 2020 年前能在中国批准上市。此外，公司于 2014 年 8 月 22 日跟韩美制药合作，引进了新产品，为多靶

点不可逆小分子抑制剂，该产品从原料到制剂都将在中国生产，将申报一类新药，主要针对乳腺癌，非小细胞肺癌，胃癌，头颈癌，目前这四个适应症都在韩国进行二期。国内预计在 2015 年报临床批件。

成熟的销售网络

市场营销和推广模式

公司拥有专业化的市场推广模式、多样化的营销策略及覆盖广泛的销售渠道。采用集团化运营管理，按治疗领域分设销售事业部和市场部，统一制定销售和市场推广策略，并通过内部销售团队和第三方推广人员在全国执行。专门的医学部提供医学支持和服务。销售团队及营销策略主要按三个主要治疗领域划分。销售团队中包括 1,300 多名员工和 500 多名第三方推广商辅助药品推广。

分销模式

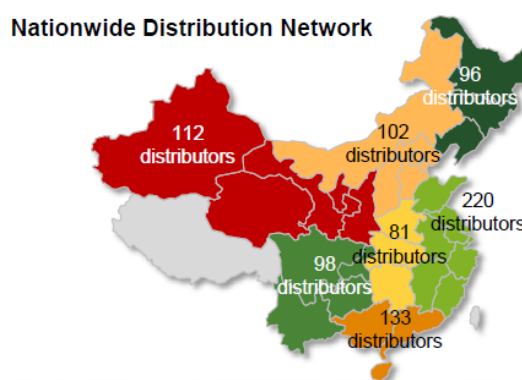
全国性的分销网络由 800 多家经销商组成，通过经销商把药品销往 8,000 多家医院及医疗机构。

图表 10: 全国医院覆盖情况

医院级别	医院覆盖数目	占同高级别医院总量的百分比
三级(最大型)	1,123	65.00%
二级	2,487	37.30%
一级及其他	4,437	27.90%

资料来源：公司资料，第一上海

图表 11: 分销网络地域分布



资料来源：公司资料，第一上海

销售预测及获利能力分析

收入预测

总收入：13-16 年 CAGR 为 36%，高于行业增速

公司在抗肿瘤，心血管系统，消化和代谢三大领域已经拥有强大的竞争优势和领先的市场地位。我们预计 2014 年总收入将达到 31.69 亿人民币，较 2013 年增长 26%，2015 年完成对嘉林的收购并表后，预计总收入 50.54 亿，2016 年总收入 63.28 亿，2013-2016 年复合增长率为 36%。

抗肿瘤领域：继续保持市场优势地位，增长稳定

抗肿瘤类主要产品已经建立起了强大的竞争优势并拥有稳定的市场份额，且所涉及的专利都在 2020 年左右才到期，短期内不会出现仿制药挤压销售业绩的压力，有望持续稳定增长。预计抗肿瘤板块 2015 年收入 16 亿人民币，2016 年达 19.22 亿人民币，2013-2016 年复合增长率达 21.33%。

心血管系统：收购嘉林丰富了产品线，未来将成为公司规模最大的板块

对嘉林的收购完成后，阿乐(阿托伐他汀钙片)作为强效降脂药，将和公司独家降脂药血脂康形成极佳的产品线组合。考虑到阿乐与其进口竞品立普妥已有非常稳固的市场份额，在“一品双规”的大环境下，其他竞品很难再进入。而在未来医保基本报销价出台以后，外企高价药的市场份额会进一步萎缩，阿乐的市场份额会不断上升。而独家产品血脂康不存在降价的压力，公司在调脂领域的产品有望开始放量增长，我们预计心血管系统领域 2015 年收入达 21.93 亿人民币，2016 年达 28.27 亿人民币，并将维持 30% 的增长率。

消化与代谢：贝希有望 迎来高速增长

临床研究显示阿卡波糖对东方饮食习惯的糖尿病患者的效用优于西方饮食习惯的患者。根据 IMS 数据，2013 年中国阿卡波糖产品的市场总值约为人民币 24 亿元。贝希作为中国唯一的阿卡波糖胶囊，已被研究证明其在糖尿病患者中的疗效和耐受性与进口阿卡波糖产品相同，而胶囊剂型不需要咀嚼，尤其适合老年患者和牙病患者，我们预计产品贝希 2013-2016 年复合增长率达 44.1%。而绿汀诺作为市场排名第四的还原型谷胱甘肽产品，预计将维持不低于 10% 的增长。整体消化和代谢类产品 2015 年收入预计达 8.22 亿人民币，2016 年 10.49 亿人民币，2013-2016 年复合增长率达 31%。

财务分析

盈利能力：毛利率和净利率保持稳定增长态势

毛利率维持在高位且呈 上升趋势

绿叶制药的毛利率是相关领域几大主要公司里面最高的，均值达到了 83.47%，且过去几年都保持在这一稳定水平。公司在过去的几年，由于不断地收购整合，推出高毛利的畅销新产品，使毛利率呈现逐年上升趋势。考虑到新收购的嘉林的主要产品阿乐也是高毛利率的产品，我们预测 2015-2016 年公司整体毛利率仍能维持当前的较高水平，且仍有小幅提升的空间。

费用率下降，净利率不 断提升

公司费用率的下降，得益于每次并购后，公司都会结合自身优势，通过整合降低被收购公司原有的销售费用，同时通过人员产出的提高降低行政费用。在公司完成对嘉林的并购后，会先保持其原有的组织架构运转，通过一段时间的观察逐步整合改进，最终使费用率进一步下降。随着费用率下降，净利率会不断提升。我们预计公司 2014-2016 年净利率能达到 17.5%、20.7% 及 21.7%，高于行业平均水平。

ROE 逐年上升，位列行 业第一梯队

从公司净资产的获利能力上看，近几年的净资产收益率逐年上升，2013 年达到 19.23%，已经位列于行业第一梯队。我们认为，随着公司规模的不扩大，产品线的不断丰富，毛利率水平的逐渐提升，公司仍能长期保持较好的净资产收益率。

图表 12: 2011 年-2014 上半年主要公司财务对比

	2011	2012	2013	2014H1
毛利率				
四环医药	76.50%	75.20%	78.20%	79.80%
石药集团	43.10%	43.50%	31.50%	37.80%
中国生物制药	78.50%	79.30%	77.50%	78.20%
丽珠医药	54.90%	59.20%	62.80%	61.60%
绿叶制药	83.00%	83.53%	83.56%	83.80%
净利率				
四环医药	35.70%	30.30%	27.70%	41.60%
石药集团	11.80%	52.30%	9.90%	11.40%
中国生物制药	21.00%	17.00%	18.00%	15.40%
丽珠医药	12.40%	12.20%	11.50%	12.00%
绿叶制药	9.4%	9.2%	12.1%	18.5%
ROE				
四环医药	12.12%	12.89%	17.41%	18.91%
石药集团	10.63%	57.38%	13.86%	14.85%
中国生物制药	12.37%	21.16%	20.59%	22.12%
丽珠医药	13.41%	15.10%	15.35%	15.73%
绿叶制药	11.84%	12.30%	19.23%	17.29%

注：石药集团 2012 年含有一次性收益 18 亿港元，因此净利率发生大幅提升。

资料来源：公司资料，第一上海预测

现金流充裕，偿债能力较好

现金流充裕，偿债能力较好

我们认为，公司因收购嘉林而进行融资会导致资产负债率有所上升，但完成并购后净资产收益率提升，主营业务营运产生的良好现金流能够很好的覆盖其维持生产所需要的资本支出以及偿还融资产生的财务费用，未来资产负债率会逐渐下降。

图表 13: 2012年-2016年运营能力分析

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
资产负债率	40.85%	43.98%	39.84%	64.26%	57.03%
利息保障倍数	N/A	13.94	22.27	9.12	7.08
ROE	12.30%	19.23%	22.58%	30.25%	28.57%

资料来源：公司资料，第一上海预测

目标价 11.5 港元，买入评级

我们采用 PE 估值法对公司进行估值。公司目前股价 9.16 港元，根据我们的预测，目前股价相当于 16 年 EPS 的 17.93 倍，考虑到公司强大的市场竞争力，优于同行业的盈利能力和良好的财务状况，我们给予 16 年 EPS 的 22 倍估值，对应目标价 11.5 港元，相较当前价格还有 25.5% 的空间，给与买入评级。

图表 14: 国内外知名厂商估值比较

证券简称	港股市值 (百万港元)	PE				PB			
		2013实际	2014预测	2015预测	2016预测	2013实际	2014预测	2015预测	2016预测
四环医药	51820.91	31.48	23.81	19.46	15.77	5.12	4.62	4.02	3.48
石药集团	38815.68	39.72	29.86	22.73	17.90	3.96	4.57	3.99	3.48
中国生物制药	37406.86	36.08	28.04	23.73	19.41	6.36	5.10	4.27	3.63
康哲药业	32888.86	41.24	30.74	24.54	19.63	8.19	7.03	5.91	4.90
东瑞制药	4307.35	22.18	16.79	13.06	10.53	3.14	2.81	2.46	2.14
李氏大药厂	6222.22	41.70	32.70	24.90	19.79	8.48	6.56	5.42	4.46
复旦张江	2148.80	49.64	45.47	38.54	33.44	8.04	N/A	N/A	N/A
联邦制药	6458.69	134.58	9.04	9.75	7.62	1.02	0.87	0.81	0.75
利君国际	10805.44	26.00	18.86	14.80	11.97	3.96	3.34	2.89	2.46
丽珠医药	4910.91	21.06	19.36	16.01	12.87	3.03	2.83	2.46	2.16
平均	19578.57	44.37	25.47	20.75	16.89	5.13	4.19	3.58	3.05
绿叶制药	30421.04	N/A	44.78	23.61	17.93	N/A	4.53	3.83	3.18

资料来源：彭博,第一上海预测

风险因素

在研药物上市时间的不确定性

目前公司的主要在研产品大多处于临床试验初期，存在临床试验失败或审批延期的风险，产品上市时间存在不确定性风险。

来自国内外的竞争加剧

中国的医药市场高度分散，国内公司正在升级他们的核心竞争力，而国外公司也在加大对中国的投资和扩大市场覆盖。新产品到获批和上市还需要很长时间，现有产品面临竞争加剧的可能性。

招标过程中降价的压力

虽然公司几大主要产品竞争优势明显，但在招标过程中部分产品仍可能面临降价的压力。

主要财务报表

损益表						财务分析					
〈人民币千元〉, 财务年度截至〈十二月〉						〈人民币千元〉, 财务年度截至〈十二月〉					
	2012实际	2013实际	2014预测	2015预测	2016预测		2012实际	2013实际	2014预测	2015预测	2016预测
收入	2,135,943	2,515,111	3,169,222	5,054,403	6,328,758	盈利能力					
毛利	1,784,130	2,101,605	2,655,808	4,245,699	5,316,157	毛利率 (%)	83.5%	83.6%	83.8%	84.0%	84.0%
销售及管理费用	(1,367,623)	(1,524,569)	(1,790,610)	(2,587,854)	(3,101,092)	EBITDA 利率 (%)	13.5%	16.8%	20.7%	23.1%	23.9%
其他费用	(145,522)	(206,669)	(215,507)	(303,264)	(367,068)	净利率 (%)	9.5%	12.8%	17.5%	20.7%	21.7%
营运收入	270,985	370,367	649,690	1,354,580	1,847,997	营运表现					
其他净收入	12,717	36,796	48,298	61,474	76,832	SG&A/收入 (%)	64.0%	60.6%	56.5%	51.2%	49.0%
财务开支-净额	(1)	(29,145)	(31,303)	(155,258)	(271,749)	实际税率 (%)	28.2%	14.6%	17.0%	17.0%	17.0%
税前盈利	283,701	378,018	666,686	1,260,796	1,653,080	股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
所得税	(79,862)	(55,224)	(113,337)	(214,335)	(281,024)	存货周转天数	127.4	164.3	184.5	167.0	183.8
少数股东权益	6,557	17,446	9,817	15,697	15,093	应收账款天数	81.7	75.1	68.7	62.4	68.9
净利润	203,839	322,794	553,349	1,046,461	1,372,056	财务状况					
折旧及摊销	83,570	100,434	102,540	118,726	137,946	负债/权益	0.7	0.8	0.7	1.8	1.3
EBITDA	287,409	423,228	655,889	1,165,187	1,510,002	收入/总资产	0.8	0.7	0.8	0.5	0.6
增长						总资产/股本	33.0	41.7	1.2	2.9	3.4
总收入 (%)	20.4%	17.8%	26.0%	59.5%	25.2%	盈利对利息倍数	261,280.8	14.5	21.0	7.5	5.6
EBITDA (%)	N/A	47.3%	55.0%	77.7%	29.6%						
资产负债表						现金流量表					
〈人民币千元〉, 财务年度截至〈十二月〉						〈人民币千元〉, 财务年度截至〈十二月〉					
	2012实际	2013实际	2014预测	2015预测	2016预测		2012实际	2013实际	2014预测	2015预测	2016预测
现金	364,031	333,150	563,768	2,256,764	3,032,172	税前利润	255,451	383,168	666,686	1,260,796	1,653,080
应收账款	514,258	535,562	674,847	1,076,273	1,347,631	营运资金变化	(105,985)	38,082	(144,047)	(496,515)	(326,813)
存货	142,686	234,733	291,447	459,073	574,819	其他经营性现金流变化	108,497	122,739	128,314	267,083	401,198
其他流动资产	67,593	548,925	566,674	601,907	639,879	所得税	(105,061)	(104,363)	(149,894)	(376,301)	(561,187)
总流动资产	1,088,568	1,652,370	2,096,735	4,394,018	5,594,500	营运现金流	152,902	439,626	501,059	655,062	1,166,279
固定资产	777,769	925,824	1,110,989	1,333,187	1,599,824	资本开支	14,972	274,521	74,531	4,570,626	89,046
无形资产	521,119	483,657	490,472	3,623,832	3,631,345	其他投资活动	(150,102)	(828,897)	(401,754)	(8,083,794)	(547,488)
其他非流动资产	101,393	138,030	150,704	165,226	181,869	投资活动现金流	(135,130)	(554,376)	(327,224)	(3,513,168)	(458,442)
总资产	2,677,627	3,387,463	4,073,955	9,786,282	11,331,514	股本变化	-	-	-	-	-
应付账款	367,530	421,282	473,234	561,482	638,268	负债变化	14,972	274,521	74,531	4,570,626	89,046
短期借款	444,863	735,921	809,513	890,464	979,511	股息	-	(12,180)	-	-	-
其他短期负债	71,807	145,780	147,504	149,315	151,216	其他融资活动	76,545	(175,021)	(17,749)	(19,523)	(21,476)
总短期负债	884,200	1,302,983	1,430,251	1,601,261	1,768,995	融资活动现金流	91,517	87,320	56,782	4,551,102	67,571
长期借款	25,924	9,387	10,326	4,500,000	4,500,000	现金变化	109,289	(27,430)	230,618	1,692,996	775,408
其他长期负债	183,696	177,398	182,334	187,516	192,958	期初持有现金	3,241	(3,451)	-	-	-
总负债	1,093,820	1,489,768	1,622,911	6,288,777	6,461,953	汇兑影响	251,501	364,031	333,150	563,768	2,256,764
股东权益	1,583,807	1,897,695	2,451,044	3,497,505	4,869,561	期末持有现金	364,031	333,150	563,768	2,256,764	3,032,172
每股账面值	19.5	23.4	0.7	1.1	1.5						
营运资金	204,368.0	349,387.0	666,484.0	2,792,756.9	3,825,505.1						

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视作出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2015 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。