

業績回顧及展望 (醫藥股)

2018 年 4 月 24 日

張健民, CFA

研究部主管

ivan.cheung@sinopac.com

伍其峰

研究員

dkfng@sinopac.com

黃景成

研究員

gary.wong@sinopac.com

業績回顧及展望 (醫藥股)

研究背景

- 我們趁在這飄忽市中檢視比較強勢的醫藥版，藉著參考上年的業績數字、公司未來的方向、預期未來盈利動向、預期市盈率及現價，希望能在其中找出龍頭股、重磅股、未來發展方向較創新及低估值高盈利增長潛力的個股 (所有股票價格皆截至 4 月 24 日中午收市)。

總結及建議

- 龍頭醫藥股、重磅股方面，投資者仍應優先考慮中國生物製藥 (1177) 及石藥集團 (1093)。
 - 醫藥龍頭之一中國生物製藥擁有覆蓋全國 90% 以上醫院的銷售網絡，研發費用佔收入相對同業較高，長期潛力算是不錯。
 - 龍頭醫藥股、重磅股方面，投資者仍應優先考慮中國生物製藥 (1177) 及石藥集團 (1093)。
- 未來發展方向較創新方面，投資者仍應優先考慮藥明生物 (2269)，唯投資者需要較具耐性，等候股份的價值得以被市場重估。
 - 短期內有大量收益未入帳的情況下，藥明生物有望維持高速增長。
 - 生物藥研發過程依賴性強，可維持客戶在不同階段的業務中，實現盈利及業績的增長。
- 低估值高盈利增長潛力的醫藥股方面，綠葉製藥 (2186) 算是不錯的選擇。
 - 綠葉製藥目前 20 倍市盈率，收入按年增長 30.7%，較同業平均數為多。
 - 業績增長可媲美龍頭，而海內外同時積極開拓市場份額，而有協同效應。

業績回顧及展望 (醫藥股)

2018 年 4 月 24 日

中國生物製藥 (1177)

2017 年度業績增長良好

- 截至去年底止，未實現公允值的股東應佔溢利 20.74 億 (人民幣，下同)，按年升 20.8%；每股盈利 27.98 仙，派末期息 2 仙，兼擬每兩股送一紅股。期內收入 148.19 億元，按年升 9.4%。

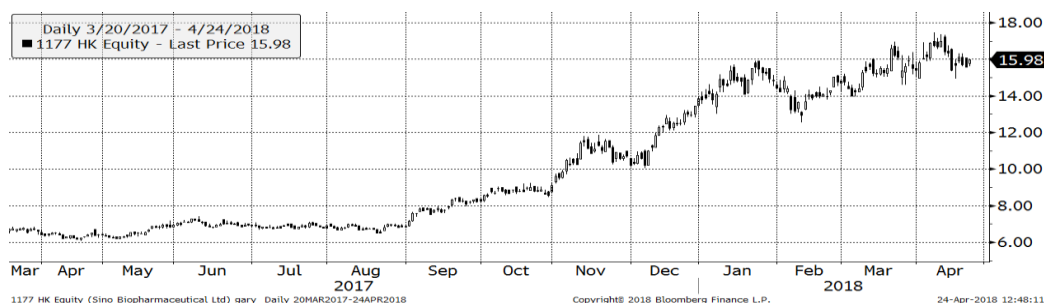
銷售網絡驚人及研發能力第一

- 期內銷售金額過億元的藥品，按年增加 4 個達 32 個。銷售網絡覆蓋全國 90% 以上醫院，新產品佔收入約 13.1%，顯示銷售能力強勁，而市場空間將持續擴大。
- 公司肝病產品收入 65.4 億元人民幣，佔公司收入 44.2%。核心產品「潤眾」、「甘澤」及「天丁片」分別按年增長 4.8%、62.3% 及 65.5%。抗腫瘤用藥按年平均增長達 25% 以上，所以我們預計腫瘤產品佔收入比重將上升，成為公司重要業務之一。
- 截至 17 年年底，研發費用約 15.9 億元，佔收入約 10.8%，領先其他藥企，目前在研產品 477 件，多款腫瘤仿製藥即將面市，可以彌補肝病藥收入放緩的情況。
- 全年派息增至每股 7.5 港仙，符合預期。派息比率只為 26.8%，較同類型股份低。但管理層建議每兩股送一紅股，惟須待股東會通過方可作實。而負債率 (借款淨額對權益總額) 為 39.8% (2016 年：41.9%)，財務狀況穩健與同業持平。

我們的看法

- 公司作為國內龍頭醫藥企業，13 年至 17 年度收入複合增長率達 17.2%，中長期潛力算是不錯。在銷售網絡的支持下，現有產品銷售穩健增長，在研發能力新產品將繼續實現快速增長。
- 公司主要產品保持合理增長，潛力產品增長趨勢較好。公司加大研發投入，成效良好，我們預測 2018 年每股盈利 50 港仙左右，目標市盈率約 39 倍左右，對應價至 19.5 元，建議在 15 元左右吸納，或上破及企穩 17.5 元考慮追入，以 13.75 元作止蝕位。

圖 1：中國生物製藥股價圖



資料來源：彭博，永豐金證券 (亞洲)

業績回顧及展望 (醫藥股)

2018 年 4 月 24 日

石藥集團 (1093.HK)

2017 年度業績符合預期

- 截至去年底止，全年股東應佔溢利 27.7 億元 (港幣，下同)，按年增長 31.9%，每股盈利 45.48 仙，派末期息 15 仙。期內，公司收入 154.6 億元，按年增長 25%。毛利率提升 9.4 個百分點至 60.4%，整體業績符合預期。

明星產品引領增長及新藥成績不錯

- 2017 年的淨利潤增長動力，主要來自創新藥「恩必普」及抗腫瘤藥。
- 明星產品「恩必普」於 17 年被納入國家醫保，實現 35.67 億港元收入，按年增長 34.7%；其軟膠囊貢獻 17.94 億港元，注射液貢獻 17.73 億港元，按年增長 42.3%，使創新藥能保持快速增長，銷售收入約 65.82 億港元，按年增長 37.9%。
- 管理層希望 2018 年恩必普和腫瘤管線可以分別實現 50 億和 20 億港元的銷售額。
- 研發成本按年增長一倍，因市場對仿製藥需求上升。公司共有 26 個仿製藥等待生產批文，其中 10 個或會在 18 年獲批。創新藥方面，公司打算自研和併購一起推進，期望 3 年內可研發及推出 2 隻創新藥。同時指引下年研發費用不少於 12 億港元。
- 於去年底，負債率為 6.4% (16 年：11.2%)，財務狀況穩健，而且優於規模相近的同業。現金總額為 65.57 億港元，顯示現金仍然充足。

我們的看法

- 公司為大型醫藥企業，收入增長 25%，數字較同業平均數良好。股東應佔溢利約 27.71 億港元，按年增長 31.9%，數字高於平均同業。同時銷售隊伍及醫院覆蓋率的擴張，令抗腫瘤產品亦快速增長，17 年的收入達到 10.32 億港元，按年增長 72.9%，成為另一個擴張動力。另一方面，公司創新藥「恩必普」被納入國家醫保名單，業務應能保持穩健增長。
- 估值方面，去年底的每股盈利 45.48 港仙，我們因新產品的貢獻，銷售力度強勁而預測 18 年每股盈利約為 58 港仙，35 倍目標市盈率，對應價至 20.35 港元，建議在 18.2 元左右吸納，以 17.2 元作止蝕位。

圖 2：石藥集團股價圖



資料來源：彭博，永豐金證券 (亞洲)

業績回顧及展望 (醫藥股)

2018 年 4 月 20 日

藥明生物 (2269.HK)

2017 年度業務及純利增長優於同行

- 截至去年底止，集團收益約 16.19 億元 (人民幣，下同)，按年增加 63.7%，而毛利率為 40.8%，按年增加 1.5 個百分點。去年純利 2.52 億元，按年升 79.0%，若扣除股份為基礎的薪酬，上市費用等，調整後淨利潤 4.08 億元，按年增長 85.1%，純利增長優於同行，而經調整每股攤薄盈利達 35 仙，不派末期股息。

大量收益未入帳及客戶依賴性強

- 去年毛利率的增加主因里程碑收入的增加，未完成訂單上漲 97.5% 至 4.76 億美元；未完成里程碑付款由 2,400 萬美元劇增至 10.02 億美元，為公司業務大幅提供支持。公司客戶及項目數量快速增長，公司市場佔有率進一步提升，而公司在中國的製劑研發市場份額由 16 年的 48% 增長至 2017 年 63.5%。
- 業務比重開始傾向臨床後階段，隨著更多臨床前項目成功進入到後續階段，高毛利水平的臨床後服務，將成為公司業績增長的新亮點，另外階段性的連繫同時令客戶依賴性及項目的收益增強。

我們的看法

- 公司作為國內生物製劑研發服務龍頭，盈利增長快速上升，財務費用整體平穩，短期內有大量收益未入帳的情況下，有望維持高速增長。長期來說，生物藥研發過程依賴性強，可維持客戶在不同階段的業務中，實現盈利及業績的增長。
- 估計下年每股盈利預測至 54 港仙，128 倍估算目標市盈率，對應價至 69.12 港元，藥明生物上市至今已升接近四倍，可小注在 60 元左右吸納，以 56 元作止蝕位，待回順後再考慮。

圖 3：藥明生物技術股價圖



資料來源：彭博，永豐金證券 (亞洲)

業績回顧及展望 (醫藥股)

2018 年 4 月 20 日

綠葉製藥 (2186.HK)

2017 年度業績增長媲美龍頭

- 截至去年底止，集團收益約 38.1 億元 (人民幣，下同)，按年增加 30.7%，而毛利率為 77.7%，按年增加 10.1%。去年正常化純利 10.6 億元，按年升 19.0%，每股攤薄盈利 30.1 仙，派末期息 4.5 仙，公司業績略高於市場預期。

業績強勁增長，海內外有協同效應

- 收入強勁增速主由腫瘤產品增長帶動，腫瘤科產品貢獻 18.72 億元，按年增長 19.2%。消化與代謝產品實現 7.5 億元，按年增長 35.1%；中樞神經系統產品貢獻 4.13 億元，按年增長 914.2%，因新收購 Acino 業務增加所引致，但同時收購成本令毛利率下降 4 個百分點。其他產品實現 1.37 億元，按年增長 36.1%。
- 「力撲素」是普遍採用的抗癌藥物之一，市佔率為 8.3%，為唯一批准全球銷售的紫杉醇類脂質體產品，綠葉表示希望「力撲素」的醫院覆蓋率進一步提升。
- 國外產品銷量的增長同樣不錯，綠葉的「卡巴拉汀」貼片在美國銷量佔比約為 44%，歐盟國家銷量佔比為 21%，這貼片用於老人性癡呆及帕金森症導致的癡呆症，綠葉同時希望歐洲貼片類產品市場份額增加。

我們的看法

- 公司為估值較低的創新藥股，收入按年增長 30.7%，較同業平均數為多。另外多隻重磅產品預計在 2019 年上市，相信更能開拓綠葉在國內外的市場份額。公司積極提高運營效率，應收賬款周轉天數及存貨周轉天數已改善。
- 我們預測 2018 年每股盈利 42 港仙，目標市盈率約 20 倍，對應價至 8.4 港元，唯價格已上漲不少，建議在 7.1 元左右吸納，或上破及企穩 9 元考慮追入，以 6.8/8 元作止蝕位。

圖 4：綠葉製藥股價圖



資料來源：彭博，永豐金證券 (亞洲)

免責聲明

本報告所載資訊、工具及資料僅作參考資料用途，並不作為或視作為銷售、提呈或招攬購買或認購本報告所述證券、投資產品或其他金融工具之邀請或要約，也不構成對有關證券、投資產品或其他金融工具的任何意見或建議。編制本研究報告僅作一般發送。並不考慮接獲本報告之任何特定人士之特定投資對象、財政狀況及特別需求。閣下須就個別投資作出獨立評估，於作出任何投資或訂立任何交易前，閣下須就本報告所述任何證券諮詢獨立財務顧問。

本報告所載資訊、工具及資料並非用作或擬作分派予在分派、刊發、提供或使用有關資訊、工具及資料抵觸適用法例或規例之司法權區或導致永豐金證券（亞洲）及 / 或其附屬公司或聯屬公司須遵守該司法權區之任何註冊或申領牌照規定的有關司法權區的公民或居民。

本報告所載資料及意見均獲自或源於永豐金證券（亞洲）可信之資料來源，但永豐金證券（亞洲）並不就其準確性或完整性作出任何聲明，於法律及 / 或法規准許情況下，永豐金證券（亞洲）概不會就本報告所載之資料引致之損失承擔任何責任。本報告不應倚賴以取代獨立判斷。永豐金證券（亞洲）可能已刊發與本報告不一致及與本報告所載資料達致不同結論之其他報告。該等報告反映不同假設、觀點及編制報告之分析員之分析方法。

主要負責編制本報告之研究分析員確認：（a）本報告所載所有觀點準確反映其有關任何及所有所述證券或發行人之個人觀點；及（b）其於本報告所載之具體建議或觀點於過去、現在或將來，不論直接或間接概與其薪酬無關。

過往表現並不可視作未來表現之指標或保證，亦概不會對未來表現作出任何明示或暗示之聲明或保證。

永豐金證券（亞洲）之董事或僱員，如有投資於本報告內所涉及的任何公司之證券或衍生產品時，其所作出的投資決定，可能與這報告所述的觀點並不一致。

一般披露事項

永豐金證券（亞洲）及其高級職員、董事及僱員（包括編制或刊發本報告之相關人士）可以在法律准許下不時參與及投資本報告所述證券發行人之融資交易，為有關發行人提供服務或招攬業務，及 / 或於有關發行人之證券或期權或其他有關投資中持倉或持有權益或其他重大權益或進行交易。此外，其可能為本報告所呈列資料所述之證券擔任市場莊家。永豐金證券（亞洲）可以在法律准許下，在本報告所呈列的資料刊發前利用或使用有關資料行事或進行研究或分析。永豐金證券（亞洲）一名或以上之董事、高級職員及 / 或僱員可擔任本報告所載證券發行人之董事。永豐金證券（亞洲）在過去三年之內可能曾擔任本報告所提供及任何或所有實體之證券公開發售之經辦人或聯合經辦人，或現時為其證券發行建立初級市場，或正在或在過去十二個月內就本報告所述投資或一項有關投資提供重要意見或投資服務。

本研究報告的編制僅供一般刊發。本報告並無考慮收取本報告的任何個別人士之特定投資目標、財務狀況及個別需要。本報告所載資料相信為可予信賴，然而其完整性及準確性並無保證。本報告所發表之意見可予更改而毋須通知，本報告任何部分不得解釋為提呈或招攬購買或出售任何於報告或其他刊物內提及的任何證券或金融工具。本公司毋須承擔因使用本報告所載資料而可能直接或間接引致之任何責任。

根據香港證券及期貨事務監察委員會規定之監管披露事項

永豐金證券（亞洲）有限公司（「永豐金證券（亞洲）」）之政策：

- 刊發投資研究之研究分析員並不直接受投資銀行或銷售及交易人員監督，並不直接向其報告。
- 研究分析員之薪酬或酬金不應與特定之投資銀行工作或研究建議掛鉤。
- 禁止研究分析員或其聯係人從事其研究 / 分析 / 涉及範圍內的任何公司之證券或衍生產品的買賣活動。
- 禁止研究分析員或其聯係人擔任其研究 / 分析 / 涉及範圍內的任何公司之董事職務或其他職務。

永豐金證券（亞洲）集團於香港從事投資銀行、坐盤交易、市場莊家或促銷或代理買賣之公司 [包括永豐金證券（亞洲）]（「該等公司」）並非本報告所分析之公司證券之市場莊家。

該公司與報告中提到的公司在最近的 12 個月內沒有任何投資銀行業務關係。

截至 2018 年 4 月 24 日，若永豐金證券（亞洲）有限公司擁有上述任何公司的財務權益，其合計總額未有相等於或高於上述任何公司市場資本值的 1%。

分析員認證：

本研究報告中所表達的意見，準確地反映了分析員對於有關證券或發行人的個人觀點。研究分析員的薪酬與在報告中表達的具體建議或觀點沒有任何直接或間接的相關。

©2017 永豐金證券（亞洲）有限公司。保留所有權利。除非特別允許，該報告任何部分不得未經永豐金證券（亞洲）有限公司事先書面許可以任何方式進行複製或分發。永豐金證券（亞洲）有限公司概不承擔第三方此方面行為的任何責任。