

中国中药(570 HK)

上半年业绩亮眼，配方颗粒增长超预期

- ❖ **上半年业绩强劲。**中国中药 18 财年上半年总收入同比增长 40.1%至人民币 54.6 亿。中药配方颗粒同比增长 37.2%，总收入占比 63.9%。中成药持续反弹，同比增长 14.1%。由新收购饮片公司并表影响，中药饮片同比增长 245.3%。整体毛利率同比下降 1.9ppt 至 53.7%，因为低毛利中药饮片业务占比从去年上半年的 4.8%上升至今年上半年的 11.7%。经营利润率下降 2.5ppt 至 20.2%，主要是由于营销费用率上升 1.1ppt 至 27.3%。整体而言，核心净利润增长 24%至人民币 7.5 亿。
- ❖ **中药配方颗粒增长超预期。**剔除部分产品高开影响，中药配方颗粒录得 34% 的强劲内生增长。此外，公司配药机从 2017 年末的 3,873 台增加到 2018 年 6 月底的 4,546 台，覆盖医院数量从 2017 年末的 2,668 家增加到 2,907 家。中药配方颗粒强劲增长主要得益于 1) 学术推广初现成效，原有覆盖医院仍贡献 20% 的销售增长，2) 更多配药机推出市场，新覆盖医院贡献 14% 的销售增长，3) 受高开影响，部分经销商转为直销后产品价格上调近 3%。我们预计 18-20 财年配方颗粒将实现 28.4% 年收入复合增速。
- ❖ **中药配方颗粒市场预计于 18 年底开放，中国中药在配方颗粒标准制定领域处于领先地位。**根据公司管理层透露，国家药典委计划年内订立 150 个中药配方颗粒标准。这些标准有望在今年底推出，同时配方颗粒市场预期于 2018 年底开放。中国中药在标准研究方面投入了大量精力，并已向国家药典委提交了 123 个配方颗粒标准。我们认为国家药典委可能会采纳部分中国中药的标准，如果中国中药标准被采纳，其在日后生产经营以及营销渠道拓展方面可以取得先发优势。我们预计即使市场放开，对于新进入者和中小型企业仍然难以竞争，新的进入者可能只被允许生产已有国家标准的配方颗粒，由于品种不足在医院渠道拓展时仍较困难。此外，中国中药通过持续的并购获得了 5 个省级中药配方颗粒试点生产牌照，在配方颗粒市场放开之前，公司通过并购本土企业以突破地方保护主义政策并扩大业务版图。
- ❖ **中药饮片业务预期盈利改善。**由于新收购业务并表，饮片业务同比增长 245.3% 至人民币 6.4 亿。我们看到，新收购业务净利润较低（如北京华邈 17 财年销售额约人民币 6 亿，净利润率约 5%），因此饮片净利润率从 2017 上半年的 11.1% 下降至 2018 上半年的 5.8%。我预期后续饮片利润率会有所提升，得益于 1) 新收购公司后期整合良好，2) 智能配送中心提升效率节省成本。我们预计 18-20 财年的饮片销售将录得 57.9% 年复合增长率，主要因为 1) 新收购业务 18 财年业绩并表，2) 未来 18-19 财年内生增速预期稳定在 15%。3) 公司智能配送中心有助于带动饮片销售。
- ❖ **中成药业务持续反弹。**中成药同比增长 14.1%，主要受 OTC 产品增长带动，其中核心处方药同比增长 10.1%，OTC 产品增长 25.5%。剔除两票制高开影响，中成药内生增速为 9%。新收购的国药中联拥有丰富的中成药产品组合，未来将补充中国中药的产品线。我们预计中成药板块将保持高单位数增长。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	6,533	8,338	11,120	13,668	16,532
核心净利润(百万人民币)	974	1,148	1,531	1,919	2,398
核心 EPS (人民币)	0.22	0.26	0.31	0.38	0.48
EPS 变动 (%)	50.5	17.9	21.5	21.6	25.0
市盈率 (x)	21.4	18.2	13.9	11.4	9.1
市帐率 (x)	2.0	1.9	1.4	1.3	1.2
股息率 (%)	1.7	1.9	2.5	3.1	3.8
权益收益率 (%)	8.3	9.4	9.8	11.4	13.0
净财务杠杆率 (%)	5.6	4.5	净现金	净现金	净现金

数据来源：公司及招银国际预测

买入 (维持)

目标价	HK\$7.40
(前目标价)	HK\$7.00)
潜在升幅	+38.1%
当前股价	HK\$5.36

葛晶晶

电话：(852) 3761 8778

邮件：amyge@cmbi.com.hk

医药行业

市值(百万港元)	26,992
3 个月平均流通(百万)	149.3
52 周内高/低(港元)	7.75/3.84
总股本(百万)	5,035.8

数据来源：彭博

股东结构

国药集团	32.1%
平安	12.0%
王晓春	7.5%
流通股	48.4%

数据来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	-17.2%	-14.9%
3 月	-19%	-9.2%
6 月	26.4%	35.9%

数据来源：彭博

股价表现



数据来源：彭博

审计师: Deloitte

公司网站: www.china-tcm.com.cn

- ❖ **上调 18/19 年收入预测 4.1%/8.9%**。我们将 2018/19 财年收入预测上调 4.1%/8.9%，以反映中药配方颗粒超预期增长。考虑到并表低毛利率饮片业务，我们将 FY18 毛利率下调 0.2ppt。此外，利息成本上调 1%，以反映融资成本上升。我们预计 19-20 财年的利润率会改善，因为 1) 预期中药饮片利润率有所改善，2) 后期增长主要由高毛利中药配方颗粒业务带动。因此，我们维持 18 财年核心净利润预测不变，19 财年核心净利润上调 2.2%。我们预计 2017-20 年收入复合年增长率为 25.6%，核心净利润复合年增长率为 27.9%，由于平安人寿配售稀释影响，每股盈利复合年增长率为 22.7%。
- ❖ **维持买入评级，上调目标价至 7.40 港元**。我们认为，中国中药通过在全国布局完整的饮片和配方颗粒产业链，为其饮片和配方颗粒业务建立较高的护城河。尽管短期看到一些资本支出以及费用开支，长期来看各板块的协同效应以及后期成本节约效应会逐步显现。我们维持买入评级，根据最新的预测调整 DCF 模型，上调目标价至 7.40 港元。中国中药目前估值为，2018/19 财年 13.9x/11.4x 预测市盈率，我们的目标价对应 19.1x/15.7x 预测市盈率，较目前股价有 38.1%上浮空间。

图 1: 1H18 利润表

	1H17	1H18	按年增长
	百万人民币	百万人民币	
中药配方颗粒	2,543	3,491	37.2%
中成药	1,144	1,306	14.2%
中药饮片	185	640	245.3%
中医药大健康产业	26	25	-4.0%
收入	3,899	5,461	40.1%
销售成本	(1,729)	(2,531)	46.3%
毛利	2,170	2,931	35.1%
其他收入	25	34	36.0%
分销开支	(1,022)	(1,490)	45.7%
行政开支	(165)	(221)	33.8%
研发开支	(122)	(149)	22.6%
经营利润	885	1,104	24.8%
应占联营公司利润	(2)	(6)	229.7%
非经营利项目	(11)	8	N/A
净财务成本	(73)	(103)	41.4%
税前利润	799	1,003	25.5%
税项	(136)	(168)	23.4%
少数股东权益	(64)	(74)	15.6%
净利润	599	760	27.0%
核心净利润	608	754	24.0%
毛利率	55.6%	53.7%	-1.9ppt
经营利润率	22.7%	20.2%	-2.5ppt
核心净利率	15.6%	13.8%	-1.8ppt

资料来源: 公司, 招银国际预测

图 2: 盈利预测变动

	2018E			2019E		
	旧	新	改变	旧	新	改变
	百万人民币	百万人民币		百万人民币	百万人民币	
中药配方颗粒	6,724	7,190	6.9%	8,122	9,255	13.9%
中成药	2,661	2,661	0.0%	2,934	2,934	0.0%
中药饮片	1,197	1,209	1.0%	1,341	1,390	3.7%
中医药大健康产业	102	59	-41.7%	153	89	-41.7%
收入	10,684	11,120	4.1%	12,549	13,668	8.9%
销售成本	(4,984)	(5,220)	4.7%	(5,833)	(6,353)	8.9%
毛利	5,700	5,900	3.5%	6,716	7,315	8.9%
其他收入	81	85	4.0%	95	104	8.8%
经营开支	(3,351)	(3,471)	3.6%	(3,910)	(4,261)	9.0%
研发开支	(321)	(334)	4.1%	(376)	(410)	8.9%
经营利润	2,110	2,180	3.3%	2,525	2,747	8.8%
净财务成本	(79)	(131)	65.6%	(38)	(161)	326.0%
应占联营公司利润	2	2	0.0%	2	2	0.0%
税项	(322)	(328)	1.8%	(395)	(422)	6.9%
少数股东权益	(179)	(192)	6.9%	(217)	(247)	13.9%
核心净利润	1,531	1,531	0.0%	1,878	1,919	2.2%
毛利率	53.3%	53.1%	-0.2ppt	53.5%	53.5%	0ppt
经营利润率	19.7%	19.6%	-0.1ppt	20.1%	20.1%	0ppt
核心净利率	14.3%	13.8%	0.5ppt	15.0%	14.0%	-1ppt

资料来源: 招银国际预测

图 3: 同业估值

公司	代码	股价 HK\$	市值 HK\$m	PER(x)			PBR(x)			EV/EBITDA (x)			ROE(%)		
				FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E
中國中藥	570	5.36	26,992	13.1	15.5	12.9	1.2	1.5	1.4	8.0	9.8	8.1	9.7	10.4	11.3
石藥集團	1093	18.64	116,370	34.7	31.2	24.5	6.4	6.5	5.7	22.5	20.6	16.3	21.8	22.1	24.1
中國生物製藥	1177	9.52	120,312	39.4	33.8	27.8	9.3	6.4	5.2	22.6	18.7	14.3	25.4	25.1	24.0
白雲山	874	29.00	60,616	15.1	16.7	14.6	1.7	2.0	1.8	9.5	16.9	13.5	11.4	12.7	13.4
三生製藥	1530	14.64	37,240	34.5	28.1	22.2	4.4	4.0	3.4	22.5	19.0	15.1	13.4	15.2	16.7
麗珠醫藥	1513	32.55	29,753	8.2	18.7	15.7	3.4	1.9	1.7	18.3	12.4	10.6	51.3	9.8	10.8
綠葉製藥	2186	6.70	21,942	17.1	16.4	13.9	2.5	2.3	2.1	11.9	12.9	11.1	14.9	15.7	16.0
同仁堂科技	1666	11.10	14,217	18.1	17.2	15.3	2.5	2.0	1.7	9.4	N/A	N/A	14.5	12.1	12.0
神威藥業	2877	10.08	8,336	11.0	12.2	10.0	0.9	1.2	1.2	2.3	4.8	3.3	7.9	10.1	11.6
康臣藥業	1681	5.51	4,822	12.8	9.1	7.7	2.9	1.8	1.5	8.4	5.3	4.3	22.6	24.8	24.9
			平均	21.2	20.4	16.8	3.8	3.1	2.7	14.2	13.8	11.1	20.3	16.4	17.0

资料来源: 彭博, 招银国际预测

财务报表

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	6,532.9	8,337.8	11,119.8	13,668.0	16,532.0
中药配方颗粒	4,358.5	5,499.7	7,190.3	9,254.6	11,636.7
中成药	2,061.3	2,381.2	2,661.2	2,934.1	3,208.5
中药饮片	104.1	398.7	1,209.0	1,390.3	1,571.0
大健康产业	8.9	58.2	59.3	89.0	115.7
销售成本	(2,745.2)	(3,686.2)	(5,219.8)	(6,353.2)	(7,613.3)
毛利	3,787.7	4,651.6	5,900.0	7,314.8	8,918.7
其他收益	67.8	64.0	84.6	103.7	125.2
销售费用	(1,968.4)	(2,437.2)	(3,035.7)	(3,727.0)	(4,502.1)
行政费用	(330.0)	(349.4)	(435.3)	(534.4)	(645.5)
研发开支	(186.8)	(202.2)	(333.6)	(410.0)	(496.0)
息税前收益	1,370.2	1,726.8	2,180.0	2,747.0	3,400.3
应占联营公司利润	0.4	1.9	1.9	2.0	2.1
净财务收入/(支出)	(58.8)	(188.5)	(131.2)	(161.5)	(166.1)
非经常性收入	(8.0)	27.1	-	-	-
税前利润	1,303.8	1,567.2	2,050.8	2,587.6	3,236.3
所得税	(217.3)	(255.8)	(328.1)	(421.8)	(527.5)
已中止经营业务	-	-	-	-	-
非控制股东权益	(119.6)	(141.0)	(191.8)	(246.8)	(310.4)
净利润	966.9	1,170.4	1,530.9	1,919.0	2,398.5
核心净利润	973.7	1,147.7	1,530.9	1,919.0	2,398.5
息税折摊前收益	1,704.6	2,150.2	2,596.8	3,230.4	3,931.0

资料来源:公司,招银国际预测

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	12,966.4	13,501.3	14,873.6	15,144.0	15,442.0
物业、厂房及设备	2,355.7	2,740.2	4,284.6	4,726.9	5,196.8
无形资产	6,763.9	6,703.8	6,529.8	6,355.8	6,181.8
商誉	3,456.4	3,486.4	3,486.4	3,486.4	3,486.4
其他非流动资产	390.4	570.9	572.8	574.9	577.0
流动资产	8,070.4	11,384.1	13,683.8	16,262.6	19,402.8
现金及现金等值物	2,147.3	4,530.5	5,219.1	7,251.4	9,280.4
短期投资	1,052.2	-	-	-	-
应收贸易款项	2,716.3	3,024.1	4,272.2	4,921.6	5,733.5
存货	1,894.2	3,551.8	3,914.9	3,811.9	4,111.2
其他流动资产	260.4	277.7	277.7	277.7	277.7
流动负债	3,506.8	4,694.9	4,942.1	5,898.2	6,906.4
银行贷款	1,001.4	638.7	566.6	615.9	616.0
应付贸易账款	2,303.7	3,856.5	4,175.8	5,082.6	6,090.7
其他流动负债	201.7	199.7	199.7	199.7	199.7
非流动负债	4,774.1	6,375.2	6,444.7	6,843.7	7,404.4
银行贷款	2,908.6	4,515.0	4,584.5	4,983.5	5,544.2
其他非流动负债	1,865.5	1,860.2	1,860.2	1,860.2	1,860.2
净资产总值	12,755.9	13,815.3	17,170.5	18,664.7	20,534.0
少数股东权益	1,167.5	1,378.5	1,570.2	1,817.1	2,127.4
股东权益	11,588.3	12,436.8	15,600.3	16,847.6	18,406.6

资料来源:公司,招银国际预测

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	1,370.2	1,726.8	2,180.0	2,747.0	3,400.3
折摊和摊销	334.4	423.4	416.8	483.4	530.7
营运资金变动	(46.7)	(573.8)	(1,291.8)	360.3	(103.2)
税务开支	(204.3)	(292.9)	(328.1)	(421.8)	(527.5)
其他	11.0	(48.0)	-	-	-
经营活动所得现金净额	1,464.6	1,235.6	976.9	3,168.9	3,300.3
资本开支	(2,601.6)	(734.6)	(1,767.2)	(751.7)	(826.6)
收购子公司	-	-	-	-	-
其他	101.3	1,127.5	54.9	62.5	80.3
投资活动所得现金净额	(2,500.3)	393.0	(1,712.3)	(689.2)	(746.3)
债务变化	1,820.9	1,193.0	(2.5)	448.3	560.8
发行新股	(162.2)	80.2	2,168.4	-	-
派息	(245.3)	(337.8)	(535.8)	(671.7)	(839.5)
利息开支	(285.5)	(149.7)	(206.0)	(224.0)	(246.4)
融资活动所得现金净额	1,127.9	785.6	1,424.0	(447.4)	(525.1)
现金净变动	92.3	2,414.1	688.6	2,032.3	2,029.0
年初现金及现金等值物	2,101.9	2,147.3	4,530.5	5,219.1	7,251.4
汇兑差额	(46.8)	(31.0)	-	-	-
年末现金及现金等值物	2,147.3	4,530.5	5,219.1	7,251.4	9,280.4

资料来源: 公司, 招银国际预测

主要比率

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合(%)					
中药配方颗粒	66.7	66.0	64.7	67.7	70.4
中成药	31.6	28.6	23.9	21.5	19.4
中药饮片	1.6	4.8	10.9	10.2	9.5
大健康产业	0.1	0.7	0.5	0.7	0.7
总额	98.0	95.0	89.0	89.0	90.0
盈利能力比率(%)					
毛利率	58.0	55.8	53.1	53.5	53.9
息税折摊前利润率	26.1	25.8	23.4	23.6	23.8
税前利润率	20.0	18.8	18.4	18.9	19.6
净利润率	14.8	14.0	13.8	14.0	14.5
核心净利润率	14.9	13.8	13.8	14.0	14.5
有效税率	16.7	16.3	16.0	16.3	16.3
增长(%)					
收入	76.1	27.6	33.4	22.9	21.0
毛利	72.1	22.8	26.8	24.0	21.9
息税折摊前利润	110.6	26.1	20.8	24.4	21.7
经营利润	110.1	26.0	26.2	26.0	23.8
净利润	54.6	21.0	30.8	25.4	25.0
核心净利润	81.7	17.9	33.4	25.4	25.0
资产负债比率					
流动比率(x)	2.3	2.4	2.8	2.8	2.8
平均应收账款周转天数	113.6	82.5	76.3	80.9	79.1
平均应付账款周转天数	90.5	130.5	98.8	66.5	67.0
平均存货周转天数	87.4	119.2	122.5	103.2	87.5
净负债/权益比率(%)	5.6	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率(%)					
资本回报率	8.3	9.4	9.8	11.4	13.0
资产回报率	4.6	4.7	5.4	6.1	6.9
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.22	0.26	0.31	0.38	0.48
核心每股盈利(人民币)	0.22	0.26	0.31	0.38	0.48
每股股息(港元)	0.08	0.09	0.11	0.13	0.17
每股账面值(人民币)	2.30	2.47	3.10	3.35	3.66

资料来源: 公司, 招银国际预测

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: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

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。