

# 中国医药板块

## 政府审计抽检 行业未受撼动

**概要。**财政部于6月4日宣布将对77家医药公司进行会计信息质量检查，包括中外资药企，其中涉及20家A股和H股上市公司，引发昨日医药板块股价调整。

- **最新资讯。**财政部于6月4日宣布将抽检内地77家医药公司的会计信息质量，包括内资药企和跨国公司。77家医药公司中，15家将由监管机构审核，其余62家则由地方财政局审核。此次检查名单涉及20家A股和H股上市公司。
- **审核或针对财务欺诈或账目造假。**过去几年，财政部会定期对不同行业进行会计信息质量检查。会计审核过程中发现问题和错误，政府一般会要求公司予以纠正或处以行政处罚。今年政府特别针对医药行业开展检查，或与近期康美药业（600518 CH）的财务造假事件有关。康美在背负巨额债务同时，竟录得异常高的货币资金，同时其经营现金流与净利润亦极其不相符。公司在2017财年多计了299亿人民币现金、虚增收入和夸大经营成本，同时少计销售及财务费用。我们比较了即将被审核的上市公司的资产负债表及现金情况，发现大部份公司的资产负债表属健康水平，且利润与经营性现金流较为匹配。小部份公司录得较低甚至负经营性现金流与净利润现金比值，如浙江亚太药业（002370 CH）、广东太安堂（002433 CH）和云南沃森生物（300142 CH）等。
- **谨慎看待销售费用率过高医药公司。**财新网近期指出康美或涉嫌洗钱，向其他医药公司开虚假增值税（VAT）发票，目的是让一些医药公司向医生支付回扣，因此康美夸大了其收入和经营成本。我们比较了抽检名单上数家上市公司的销售费用率，发现广西梧州中恒（600252 CH）和步长制药（603858 CH）的销售费用率高于同行，在此轮审计抽检中或受到较大冲击。
- **大多数公司具备健康的资产负债表。**抽检的20家上市公司大多具备健康的资产负债表，盈利质量高，销售费用率合理。我们重申，广东太安堂和云南沃森生物经营性现金流与利润较不匹配，以及广西梧州中恒和步长制药的销售费用率相对较高，或在抽检中受到较大冲击。

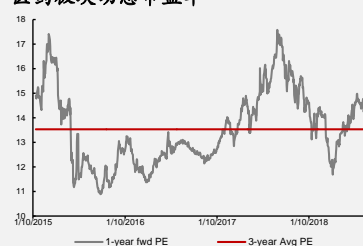
同步大市（维持）

### 中国医药行业

#### 葛晶晶

(852) 3761 8778  
amyge@cmbi.com.hk

#### 医药板块动态市盈率



资料来源：彭博，招银国际研究

#### 近期报告

集采常态化，看好创新产业链和非药板块 - 2019年2月20日

图 1: 被抽查上市公司汇总

监管机构		
公司	代码	市值 百万
复星医药	600196 CH/ 2196 HK	56,616
恒瑞医药	600276 CH	264,794
上海医药	601607 CH/ 2607 HK	46,434
步长制药	603858 CH	21,689
翰森制药集团有限公司	3692 HK	n/a
华润三九	000999 CH	25,882

各省财政厅		
公司	代码	市值 百万
智飞生物	300122 CH	60,400
同仁堂	600085 CH	38,442
天士力	600535 CH	24,732
石药集团	1093 HK	71,967
华北制药	600812 CH	6,980
仙琚制药	002332 CH	6,038
亚太药业	002370 CH	8,165
辰欣药业	603367 CH	6,469
安图生物	603658 CH	24,620
卫光生物	002880 CH	4,509
太安堂	002433 CH	3,788
中恒集团	600252 CH	9,974
北大医药	000788 CH	3,731
沃森生物	300142 CH	35,346

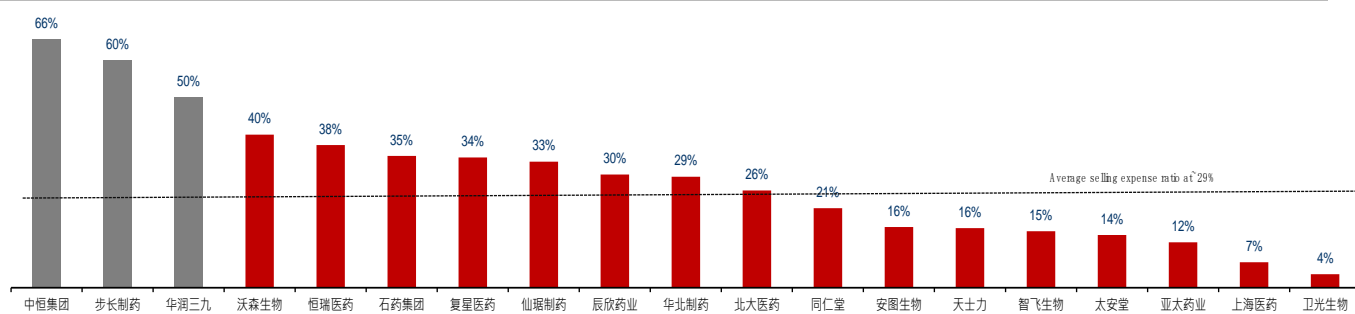
资料来源: 彭博, 招银国际研究

图 2: 资产负债状况和盈利能力比较

公司	代码	FY18	FY18	FY18	FY18	FY18	
			Cash	Debt	Net profit	Operating Cash	OCF/ Net profit
			RMB mn	RMB mn	RMB mn	RMB mn	
康美药业	600518 CH	Unadjusted	34,151	27,177	4,101	1,843	0.45
复星医药	600196 CH/ 2196 HK		7,175	23,222	2,708	2,688	0.99
上海医药	601607 CH/ 2607 HK		16,606	31,652	3,881	2,221	0.57
恒瑞医药	600276 CH		3,866	21	4,066	3,022	0.74
步长制药	603858 CH		1,693	2,251	1,888	2,041	1.08
华润三九	000999 CH		2,473	411	1,432	1,909	1.33
智飞生物	300122 CH		557	646	1,451	559	0.39
同仁堂	600085 CH		6,854	1,304	1,134	1,807	1.59
天士力	600535 CH		2,691	10,379	1,545	1,124	0.73
石药集团	1093 HK		6,615	1,722	3,087	3,797	1.23
华北制药	600812 CH		994	8,628	151	311	2.06
仙琚制药	002332 CH		892	1,772	301	105	0.35
亚太药业	002370 CH		529	284	208	30	0.14
辰欣药业	603367 CH		278	129	504	407	0.81
安图生物	603658 CH		58	97	563	801	1.42
卫光生物	002880 CH		260	29	157	96	0.61
太安堂	002433 CH		319	2,610	271	-23	-0.09
中恒集团	600252 CH		2,360	0	613	880	1.43
北大医药	000788 CH		469	234	45	194	4.29
沃森生物	300142 CH		2,468	211	1,046	-69	-0.07
平均			4,565	5639	1458	1187	1.00

资料来源: 彭博, 招银国际研究

图 3: 销售费用率



资料来源: 彭博, 招银国际研究

## 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。

### 招银国际证券投资评级

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

### 招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

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风险。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个人。