

中國中藥(570 HK)

新收購業務帶來協同效應

❖ **最新消息。**中國中藥於10月22日發佈公告，欲向控股股東國藥控股收購四間公司，總代價為4.99億人民幣。這四間公司分別為：1) 華邈藥業，北京地區最大的中藥飲片生產加工公司；2) 華泰中藥，於北京工業區出租廠房資產；3) 黑龍江國藥，於黑龍江省分銷中藥飲片；4) 四川江油，於四川省生產和銷售中藥飲片。這四家公司於2016年度分別錄得淨利潤，2,230萬人民幣，-1,744.1萬人民幣，113.7萬人民幣和184.9萬人民幣。收購代價分別為：華邈藥業2016年市盈率9.7倍，黑龍江國藥2016年市盈率54倍，四川江油2016年市盈率44.2倍，華泰中藥收購價格等同於2016年公司淨資產。

❖ **中藥配方顆粒分銷網路快速擴張。**市場普遍認為，中藥配方顆粒市場即將開放，目前六家壟斷企業加速了擴張的步伐以維持先發優勢和行業的領先地位。通過收購華邈藥業和黑龍江國藥，公司的配方顆粒業務可以進入更多的醫院，並將業務版圖拓展至北京和東北地區，過去這兩個地區配方顆粒銷售較為薄弱（北方地區占公司2017上半年配方顆粒銷售的11%，東北地區占配方顆粒銷售額的7%），未來增長可期。

❖ **生產當地語系化以應對地方保護主義。**我們之前的報告中曾指出，中國中藥未來會將配方顆粒業務生產當地語系化以應對各省的地方保護主義政策。過去北京和四川省地方保護主義較嚴重，公司中藥配方顆粒很難進入該市場，通過上述的收購，中國中藥未來會在北京地區和四川地區進行當地語系化生產並銷售中藥配方顆粒。我們認為，未來中國中藥在上述地區將與本地企業展開公平競爭。

❖ **拓展中藥飲片業務。**公司通過收購華邈藥業和四川江油，增加了中藥飲片業務的產能、市占率和分銷管道。華邈藥業是北京地區最大的中藥飲片生產加工企業；四川江油擁有中國最大的毒性飲片生產基地。目前中國中藥的生產基地位於廣東、上海、貴陽和甘肅地區，公司未來還會在中藥飲片重點銷售省份佈局飲片生產加工基地。

財務資料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額(百萬人民幣)	3,709	6,533	8,101	10,259	11,962
核心淨利潤(百萬人民幣)	536	974	1,187	1,471	1,798
核心EPS(人民幣)	0.15	0.22	0.27	0.33	0.41
EPS變動(%)	-11.5	50.5	22.4	24.0	22.2
市盈率(x)	26.5	17.6	14.4	11.6	9.5
市帳率(x)	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2
股息率(%)	0.0	2.2	2.4	3.0	3.7
權益收益率(%)	5.6	8.3	9.6	11.1	12.4
淨財務杠杆率(%)	2.6	3.8	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際預測

買入(維持)

目標價	HK\$5.70
(前目標價)	HK\$5.70)
潛在升幅	+27.2%
當前股價	HK\$4.48

吳永泰, CFA

電話：(852) 3761 8780

郵件：cyrusng@cmbi.com.hk

葛晶晶

電話：(852) 3761 8778

郵件：amyge@cmbi.com.hk

醫藥行業

市值(百萬港元)	19,853
3個月平均流通(百萬)	27.05
52周內高/低(港元)	4.84/3.35
總股本(百萬)	4,431.5

資料來源：彭博

股東結構

國藥集團	36.4%
王曉春	8.5%
流通股	49.6%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1月	-2.5%	-4.6%
3月	0.7%	-5.1%
6月	-2.7%	-17.9%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: Deloitte

公司網站: www.china-tcm.com.cn

❖ 上調 2018/2019 年核心淨利潤 1.3%/1.2%。新收購的四家公司 2015/2016 年合計產生淨利潤 2,530 萬人民幣/790 萬人民幣，我們認為新收購公司對中國中藥利潤表影響較小。我們分別上調中國中藥 2018/2019 年預測收入 7.9%/7.8%至 102.6 億人民幣/119.6 億人民幣，上調核心淨利潤 1.3%/1.2%至 14.7 億人民幣/18 億人民幣，我們認為新收購公司將帶來協同效應，緩解部分地區保護主義現狀並增強公司的分銷管道。我們維持買入評級，給予目標價 5.7 港元。公司目前估值為 2017/2018 年預測市盈率 14.4 倍/11.6 倍，我們的目標價對應著 2017/2018 年預測市盈率 18.3 倍/14.8 倍。

圖 1：收購細節

目標公司	業務	成本 人民幣 百萬	收入		淨利潤		淨資產 2016 人民幣 百萬	收購市盈率	
			2015 人民幣 百萬	2016 人民幣 百萬	2015 人民幣 百萬	2016 人民幣 百萬		2015	2016
華邈藥業	北京地區中藥飲片生產和銷售商，於北京地區擁有兩條生產線	216.6	499.5	556.6	25.2	22.3	180.4	8.6	9.7
華泰中藥	向華邈、華頤（中國中藥全資公司）以及中國中藥控股股東出租北京工業區廠房	139.6	4	7.4	(2.7)	(17.4)	137.5	N/A	N/A
黑龍江國藥	黑龍江省分銷中藥飲片，在黑龍江省擁有連鎖零售藥房，以及兩個中草藥種植基地	61.4	134.4	136.9	1.1	1.1	25.9	54.3	54
江油	於四川省生產和銷售中藥飲片，擁有一個年產量 4 千噸的中藥毒性飲片生產基地	81.7	43.8	49.6	1.8	1.8	63.6	46.2	44.2
總計		499.3	681.8	750.4	25.3	7.9	407.4	19.7	63.5

資料來源：公司，招銀國際預測

圖 2：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
中國中藥	570	4.48	19,853	17.6	14.4	11.6	1.5	1.4	1.3	10.9	8.6	6.9	8.3	9.6	11.1
石藥集團	1093	13.68	85,404	23.5	30.5	24.4	5.0	6.8	5.7	14.9	20.3	16.2	22.3	23.9	25.3
中國生物製藥	1177	9.01	66,784	21.2	30.2	26.5	4.6	5.7	4.7	10.7	16.2	14.0	23.0	22.5	20.9
白雲山	874	24.60	57,659	16.7	19.0	17.2	1.7	1.8	1.7	12.3	20.5	17.9	11.7	10.2	10.9
麗珠醫藥	1513	55.05	37,969	30.1	26.0	21.6	3.8	2.7	2.5	19.5	19.0	16.2	14.5	12.2	11.9
三生製藥	1530	13.98	35,492	24.1	34.2	25.9	2.6	4.2	3.6	14.7	23.1	17.6	11.7	12.7	14.9
綠葉製藥	2186	5.30	17,602	15.3	15.4	13.6	2.1	2.0	1.8	11.9	11.9	10.2	14.7	14.1	14.0
同仁堂科技	1666	10.52	13,474	27.4	17.5	14.9	3.7	2.0	1.7	14.6	N/A	N/A	14.2	11.8	11.3
康臣藥業	1681	7.25	6,004	10.8	13.0	11.2	1.9	2.6	2.2	6.8	7.4	6.2	18.1	22.1	23.6
神威藥業	2877	7.13	5,897	11.1	11.7	11.9	1.2	0.9	0.9	4.4	2.3	2.1	10.8	7.5	7.3
培力控股	1498	3.35	830	28.3	13.9	15.0	2.0	1.4	N/A	14.2	N/A	N/A	7.0	12.1	N/A
平均				20.8	21.1	18.2	2.9	3.0	2.8	12.4	15.1	12.5	14.8	14.9	15.6

資料來源：彭博，招銀國際預測

財務報表

利潤表

年結：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	3,709.4	6,532.9	8,101.2	10,258.9	11,962.2
中药配方颗粒	978.9	4,358.5	5,361.0	6,497.5	7,784.1
中成药	2,730.5	2,174.3	2,299.4	2,457.6	2,640.4
销售成本	(1,508.7)	(2,745.2)	(3,563.9)	(4,740.0)	(5,502.2)
毛利	2,200.7	3,787.7	4,537.3	5,518.9	6,459.9
其他收益	32.1	67.8	61.6	77.8	90.6
销售费用	(1,195.6)	(1,968.4)	(2,305.0)	(2,799.8)	(3,243.1)
行政费用	(272.6)	(330.0)	(375.2)	(455.8)	(528.0)
研发开支	(112.3)	(186.8)	(243.0)	(307.8)	(358.9)
息税前收益	652.3	1,370.2	1,675.7	2,033.4	2,420.6
应占联营公司利润	(1.6)	0.4	0.5	0.5	0.5
净财务收入 / (支出)	26.1	(58.8)	(96.0)	(79.2)	(37.9)
非经常性收入	12.4	(8.0)	-	-	-
税前利润	689.2	1,303.8	1,580.1	1,954.7	2,383.2
所得税	(119.1)	(217.3)	(250.5)	(309.9)	(377.9)
已中止经营业务	79.6	-	-	-	-
非控制股东权益	(24.1)	(119.6)	(143.0)	(173.3)	(207.6)
净利润	625.6	966.9	1,186.6	1,471.5	1,797.7
核心净利润	535.8	973.7	1,186.6	1,471.5	1,797.7
息税折摊前收益	820.7	1,707.0	2,036.7	2,428.0	2,853.4

資料來源: 公司, 招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	12,331.0	12,966.4	13,468.5	13,690.0	13,915.6
物业、厂房及设备	1,974.3	2,355.7	2,936.8	3,329.1	3,725.7
无形资产	6,680.4	6,763.9	6,592.6	6,421.2	6,249.8
商誉	3,341.0	3,456.4	3,548.3	3,548.3	3,548.3
其他非流动资产	335.2	390.4	390.9	391.4	391.9
流动资产	6,877.7	8,070.4	10,588.0	12,149.1	12,126.4
现金及现金等值物	2,101.9	2,373.4	4,071.2	4,550.2	3,716.7
短期投资	-	-	-	-	-
应收贸易款项	3,398.2	2,716.3	3,088.1	3,763.0	4,241.8
存货	1,235.9	1,894.2	2,342.0	2,749.2	3,081.3
其他流动资产	105.7	34.4	34.4	34.4	34.4
流动负债	4,485.0	3,506.8	3,599.6	4,511.7	4,943.2
银行贷款	1,600.1	1,001.4	546.8	518.0	339.7
应付贸易账款	2,676.6	2,303.7	2,851.1	3,792.0	4,401.8
其他流动负债	208.4	201.7	201.7	201.7	201.7
非流动负债	2,583.4	4,774.1	6,786.8	6,527.5	4,922.8
银行贷款	850.3	2,908.6	4,921.2	4,662.0	3,057.3
其他非流动负债	1,733.1	1,865.5	1,865.5	1,865.5	1,865.5
净资产总值	12,140.2	12,755.9	13,670.1	14,799.9	16,176.0
少数股东权益	1,006.8	1,167.5	1,310.5	1,483.8	1,691.4
股东权益	11,133.4	11,588.3	12,359.6	13,316.1	14,484.6

資料來源: 公司, 招銀國際預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬港元）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	652.3	1,370.2	1,675.7	2,033.4	2,420.6
折攤和攤銷	168.4	336.8	361.0	394.6	432.8
營運資金變動	(195.4)	(349.2)	(68.7)	(141.2)	(201.0)
稅務開支	(148.6)	(217.3)	(250.5)	(309.9)	(377.9)
其他	42.1	(262.6)	-	-	-
經營活動所得現金淨額	518.7	877.9	1,717.5	1,976.9	2,274.5
資本開支	(237.7)	(759.8)	(1,066.4)	(615.5)	(657.9)
收購子公司	(7,451.6)	-	-	-	-
其他	531.4	(987.7)	67.4	74.9	62.5
投資活動所得現金淨額	(7,157.9)	(1,747.4)	(999.0)	(540.7)	(595.4)
債務變化	1,202.2	1,459.6	1,558.1	(288.1)	(1,783.0)
發行新股	7,200.0	-	-	-	-
派息	-	(245.1)	(415.3)	(515.0)	(629.2)
利息開支	(72.5)	(73.4)	(163.4)	(154.1)	(100.4)
融資活動所得現金淨額	8,329.7	1,141.0	979.4	(957.2)	(2,512.6)
現金淨變動	1,690.5	271.5	1,697.9	479.0	(833.5)
年初現金及現金等值物	439.4	2,101.9	2,373.4	4,071.2	4,550.2
匯兌差額	(28.0)	-	-	-	-
年末現金及現金等值物	2,101.9	2,373.4	4,071.2	4,550.2	3,716.7

資料來源：公司，招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
中藥配方顆粒	26.4	66.7	66.2	63.3	65.1
中成藥	73.6	33.3	28.4	24.0	22.1
總額	100.0	100.0	95.0	87.0	87.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	59.3	58.0	56.0	53.8	54.0
息稅折攤前利潤率	22.1	26.1	25.1	23.7	23.9
稅前利率	18.6	20.0	19.5	19.1	19.9
淨利潤率	16.9	14.8	14.6	14.3	15.0
核心淨利潤率	14.4	14.9	14.6	14.3	15.0
有效稅率	17.3	16.7	15.9	15.9	15.9
增長 (%)					
收入	37.9	76.1	24.0	26.6	16.6
毛利	33.0	72.1	19.8	21.6	17.1
息稅折攤前利潤	23.2	108.0	19.3	19.2	17.5
經營利潤	19.2	110.1	22.3	21.3	19.0
淨利潤	51.4	54.6	22.7	24.0	22.2
核心淨利潤	28.8	81.7	21.9	24.0	22.2
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.5	2.3	2.9	2.7	2.5
平均應收賬款周轉天數	134.4	113.6	88.4	80.7	82.1
平均應付帳款周轉天數	77.6	90.5	80.1	63.9	67.9
平均存貨周轉天數	81.4	87.4	95.4	90.6	89.0
淨負債 / 權益比率 (%)	2.6	3.8	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	5.6	8.3	9.6	11.1	12.4
資產回報率	3.3	4.6	4.9	5.7	6.9
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.17	0.22	0.27	0.33	0.41
核心每股盈利(人民幣)	0.15	0.22	0.27	0.33	0.41
每股股息(港元)	-	0.09	0.09	0.12	0.14
每股賬面值(人民幣)	2.51	2.61	2.79	3.00	3.27

資料來源：公司，招銀國際預測

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責任。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。