

中國中藥(570 HK)

上半年業績亮眼，配方顆粒增長超預期

- ❖ **上半年業績強勁。**中國中藥 18 財年上半年總收入同比增長 40.1% 至人民幣 54.6 億。中藥配方顆粒同比增長 37.2%，總收入占比 63.9%。中成藥持續反彈，同比增長 14.1%。由新收購飲片公司並表影響，中藥飲片同比增長 245.3%。整體毛利率同比下降 1.9ppt 至 53.7%，因為低毛利中藥飲片業務占比從去年上半年的 4.8% 上升至今年上半年的 11.7%。經營利潤率下降 2.5ppt 至 20.2%，主要是由於行銷費用率上升 1.1ppt 至 27.3%。整體而言，核心淨利潤增長 24% 至人民幣 7.5 億。
- ❖ **中藥配方顆粒增長超預期。**剔除部分產品高開影響，中藥配方顆粒錄得 34% 的強勁內生增長。此外，公司配藥機從 2017 年末的 3,873 台增加到 2018 年 6 月底的 4,546 台，覆蓋醫院數量從 2017 年末的 2,668 家增加到 2,907 家。中藥配方顆粒強勁增長主要得益於 1) 學術推廣初現成效，原有覆蓋醫院仍貢獻 20% 的銷售增長，2) 更多配藥機推出市場，新覆蓋醫院貢獻 14% 的銷售增長，3) 受高開影響，部分經銷商轉為直銷後產品價格上調近 3%。我們預計 18-20 財年配方顆粒將實現 28.4% 年收入複合增速。
- ❖ **中藥配方顆粒市場預計於 18 年底開放，中國中藥在配方顆粒標準制定領域處於領先地位。**根據公司管理層透露，國家藥典委計畫年內訂立 150 個中藥配方顆粒標準。這些標準有望在今年底推出，同時配方顆粒市場預期於 2018 年底開放。中國中藥在標準研究方面投入了大量精力，並已向國家藥典委提交了 123 個配方顆粒標準。我們認為國家藥典委可能會採納部分中國中藥的標準，如果中國中藥標準被採納，其在日後生產經營以及行銷管道拓展方面可以取得先發優勢。我們預計即使市場放開，對於新進入者和中小型企業仍然難以競爭，新的進入者可能只被允許生產已有國家標準的配方顆粒，由於品種不足在醫院管道拓展時仍較困難。此外，中國中藥通過持續的並購獲得了 5 個省級中藥配方顆粒試點生產牌照，在配方顆粒市場放開之前，公司通過並購本土企業以突破地方保護主義政策並擴大業務版圖。
- ❖ **中藥飲片業務預期盈利改善。**由於新收購業務並表，飲片業務同比增長 245.3% 至人民幣 6.4 億。我們看到，新收購業務淨利潤較低（如北京華邈 17 財年銷售額約人民幣 6 億，淨利潤率約 5%），因此飲片淨利潤率從 2017 上半年的 11.1% 下降至 2018 上半年的 5.8%。我預期後續飲片利潤率會有所提升，得益於 1) 新收購公司後期整合良好，2) 智慧配送中心提升效率節省成本。我們預計 18-20 財年的飲片銷售將錄得 57.9% 年複合增長率，主要因為 1) 新收購業務 18 財年業績並表，2) 未來 18-19 財年內生增速預期穩定在 15%。3) 公司智慧配送中心有助於帶動飲片銷售。
- ❖ **中成藥業務持續反彈。**中成藥同比增長 14.1%，主要受 OTC 產品增長帶動，其中核心處方藥同比增長 10.1%，OTC 產品增長 25.5%。剔除兩票制高開影響，中成藥內生增速為 9%。新收購的國藥中聯擁有豐富的中成藥產品組合，未來將補充中國中藥的產品線。我們預計中成藥板塊將保持高單位數增長。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	6,533	8,338	11,120	13,668	16,532
核心淨利潤(百萬人民幣)	974	1,148	1,531	1,919	2,398
核心 EPS (人民幣)	0.22	0.26	0.31	0.38	0.48
EPS 變動 (%)	50.5	17.9	21.5	21.6	25.0
市盈率 (x)	21.4	18.2	13.9	11.4	9.1
市帳率 (x)	2.0	1.9	1.4	1.3	1.2
股息率 (%)	1.7	1.9	2.5	3.1	3.8
權益收益率 (%)	8.3	9.4	9.8	11.4	13.0
淨財務杠杆率 (%)	5.6	4.5	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\$7.40
(前目標價)	HK\$7.00
潛在升幅	+38.1%
當前股價	HK\$5.36

葛晶晶

電話：(852) 3761 8778

郵件：amyge@cmbi.com.hk

醫藥行業

市值(百萬港元)	26,992
3 個月平均流通(百萬)	149.3
52 周內高/低(港元)	7.75/3.84
總股本(百萬)	5,035.8

資料來源：彭博

股東結構

國藥集團	32.1%
平安	12.0%
王曉春	7.5%
流通股	48.4%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1 月	-17.2%	-14.9%
3 月	-19%	-9.2%
6 月	26.4%	35.9%

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 18/19 年收入預測 4.1%/8.9%**。我們將 2018/19 財年收入預測上調 4.1%/8.9%，以反映中藥配方顆粒超預期增長。考慮到並表低毛利率飲片業務，我們將 FY18 毛利率下調 0.2ppt。此外，利息成本上調 1%，以反映融資成本上升。我們預計 19-20 財年的利潤率會改善，因為 1) 預期中藥飲片利潤率有所改善，2) 後期增長主要由高毛利中藥配方顆粒業務帶動。因此，我們維持 18 財年核心淨利潤預測不變，19 財年核心淨利潤上調 2.2%。我們預計 2017-20 年收入複合年增長率為 25.6%，核心淨利潤複合年增長率為 27.9%，由於平安人壽配售稀釋影響，每股盈利複合年增長率為 22.7%。
- ❖ **維持買入評級，上調目標價至 7.40 港元**。我們認為，中國中藥通過在全國佈局完整的飲片和配方顆粒產業鏈，為其飲片和配方顆粒業務建立較高的護城河。儘管短期看到一些資本支出以及費用開支，長期來看各板塊的協同效應以及後期成本節約效應會逐步顯現。我們維持買入評級，根據最新的預測調整 DCF 模型，上調目標價至 7.40 港元。中國中藥目前估值為，2018/19 財年 13.9x/11.4x 預測市盈率，我們的目標價對應 19.1x/15.7x 預測市盈率，較目前股價有 38.1%上浮空間。

圖 1: 1H18 利潤表

	1H17	1H18	按年增长
	百万人民币	百万人民币	
中藥配方顆粒	2,543	3,491	37.2%
中成藥	1,144	1,306	14.2%
中藥飲片	185	640	245.3%
中醫藥大藥康產業	26	25	-4.0%
收入	3,899	5,461	40.1%
銷售成本	(1,729)	(2,531)	46.3%
毛利	2,170	2,931	35.1%
其他收入	25	34	36.0%
分銷開支	(1,022)	(1,490)	45.7%
行政開支	(165)	(221)	33.8%
研發開支	(122)	(149)	22.6%
經營利潤	885	1,104	24.8%
應占聯營公司虧損	(2)	(6)	229.7%
非經營利項目	(11)	8	N/A
淨財務成本	(73)	(103)	41.4%
稅前利潤	799	1,003	25.5%
稅項	(136)	(168)	23.4%
少數股東權益	(64)	(74)	15.6%
淨利潤	599	760	27.0%
核心淨利潤	608	754	24.0%
毛利率	55.6%	53.7%	-1.9ppt
經營利潤率	22.7%	20.2%	-2.5ppt
核心淨利率	15.6%	13.8%	-1.8ppt

資料來源: 公司, 招銀國際預測

圖 2: 盈利預測變動

	2018E			2019E		
	舊	新	改變	舊	新	改變
	百萬元人民幣	百萬元人民幣		百萬元人民幣	百萬元人民幣	
中藥配方顆粒	6,724	7,190	6.9%	8,122	9,255	13.9%
中成藥	2,661	2,661	0.0%	2,934	2,934	0.0%
中藥飲片	1,197	1,209	1.0%	1,341	1,390	3.7%
中藥大藥康產業	102	59	-41.7%	153	89	-41.7%
收入	10,684	11,120	4.1%	12,549	13,668	8.9%
銷售成本	(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%
經營開支	(3,351)	(3,471)	3.6%	(3,910)	(4,261)	9.0%
研發開支	(321)	(334)	4.1%	(376)	(410)	8.9%
經營利潤	2,110	2,180	3.3%	2,525	2,747	8.8%
淨財務成本	(79)	(131)	65.6%	(38)	(161)	326.0%
應占聯營公司利潤	2	2	0.0%	2	2	0.0%
稅項	(322)	(328)	1.8%	(395)	(422)	6.9%
少數股東權益	(179)	(192)	6.9%	(217)	(247)	13.9%
核心淨利潤	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
經營利潤率	19.7%	19.6%	-0.1ppt	20.1%	20.1%	0ppt
核心淨利率	14.3%	13.8%	0.5ppt	15.0%	14.0%	-1ppt

資料來源: 招銀國際預測

圖 3: 同業估值

公司	代碼	股價 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

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(百萬人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	6,532.9	8,337.8	11,119.8	13,668.0	16,532.0
中藥配方顆粒	4,358.5	5,499.7	7,190.3	9,254.6	11,636.7
中成藥	2,061.3	2,381.2	2,661.2	2,934.1	3,208.5
中藥飲片	104.1	398.7	1,209.0	1,390.3	1,571.0
大健康產業	8.9	58.2	59.3	89.0	115.7
銷售成本	(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
銷售費用	(1,968.4)	(2,437.2)	(3,035.7)	(3,727.0)	(4,502.1)
行政費用	(330.0)	(349.4)	(435.3)	(534.4)	(645.5)
研發開支	(186.8)	(202.2)	(333.6)	(410.0)	(496.0)
息稅前收益	1,370.2	1,726.8	2,180.0	2,747.0	3,400.3
應占聯營公司利潤	0.4	1.9	1.9	2.0	2.1
淨財務收入/(支出)	(58.8)	(188.5)	(131.2)	(161.5)	(166.1)
非經常性收入	(8.0)	27.1	-	-	-
稅前利潤	1,303.8	1,567.2	2,050.8	2,587.6	3,236.3
所得稅	(217.3)	(255.8)	(328.1)	(421.8)	(527.5)
已中止經營業務	-	-	-	-	-
非控制股東權益	(119.6)	(141.0)	(191.8)	(246.8)	(310.4)
淨利潤	966.9	1,170.4	1,530.9	1,919.0	2,398.5
核心淨利潤	973.7	1,147.7	1,530.9	1,919.0	2,398.5
息稅折攤前收益	1,704.6	2,150.2	2,596.8	3,230.4	3,931.0

資料來源: 公司, 招銀國際預測

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	12,966.4	13,501.3	14,873.6	15,144.0	15,442.0
物業、廠房及設備	2,355.7	2,740.2	4,284.6	4,726.9	5,196.8
無形資產	6,763.9	6,703.8	6,529.8	6,355.8	6,181.8
商譽	3,456.4	3,486.4	3,486.4	3,486.4	3,486.4
其他非流動資產	390.4	570.9	572.8	574.9	577.0
流動資產	8,070.4	11,384.1	13,683.8	16,262.6	19,402.8
現金及現金等值物	2,147.3	4,530.5	5,219.1	7,251.4	9,280.4
短期投資	-	-	-	-	-
應收貿易款項	2,716.3	3,024.1	4,272.2	4,921.6	5,733.5
存貨	1,894.2	3,551.8	3,914.9	3,811.9	4,111.2
其他流動資產	260.4	277.7	277.7	277.7	277.7
流動負債	3,506.8	4,694.9	4,942.1	5,898.2	6,906.4
銀行貸款	1,001.4	638.7	566.6	615.9	616.0
應付貿易賬款	2,303.7	3,856.5	4,175.8	5,082.6	6,090.7
其他流動負債	201.7	199.7	199.7	199.7	199.7
非流動負債	4,774.1	6,375.2	6,444.7	6,843.7	7,404.4
銀行貸款	2,908.6	4,515.0	4,584.5	4,983.5	5,544.2
其他非流動負債	1,865.5	1,860.2	1,860.2	1,860.2	1,860.2
淨資產總值	12,755.9	13,815.3	17,170.5	18,664.7	20,534.0
少數股東權益	1,167.5	1,378.5	1,570.2	1,817.1	2,127.4
股東權益	11,588.3	12,436.8	15,600.3	16,847.6	18,406.6

資料來源: 公司, 招銀國際預測

現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	1,370.2	1,726.8	2,180.0	2,747.0	3,400.3
折攤和攤銷	334.4	423.4	416.8	483.4	530.7
營運資金變動	(46.7)	(573.8)	(1,291.8)	360.3	(103.2)
稅務開支	(204.3)	(292.9)	(328.1)	(421.8)	(527.5)
其他	11.0	(48.0)	-	-	-
經營活動所得現金淨額	1,464.6	1,235.6	976.9	3,168.9	3,300.3
資本開支	(2,601.6)	(734.6)	(1,767.2)	(751.7)	(826.6)
收購子公司	-	-	-	-	-
其他	101.3	1,127.5	54.9	62.5	80.3
投資活動所得現金淨額	(2,500.3)	393.0	(1,712.3)	(689.2)	(746.3)
債務變化	1,820.9	1,193.0	(2.5)	448.3	560.8
發行新股	(162.2)	80.2	2,168.4	-	-
派息	(245.3)	(337.8)	(535.8)	(671.7)	(839.5)
利息開支	(285.5)	(149.7)	(206.0)	(224.0)	(246.4)
融資活動所得現金淨額	1,127.9	785.6	1,424.0	(447.4)	(525.1)
現金淨變動	92.3	2,414.1	688.6	2,032.3	2,029.0
年初現金及現金等值物	2,101.9	2,147.3	4,530.5	5,219.1	7,251.4
匯兌差額	(46.8)	(31.0)	-	-	-
年末現金及現金等值物	2,147.3	4,530.5	5,219.1	7,251.4	9,280.4

資料來源: 公司, 招銀國際預測

主要比率

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合(%)					
中藥配方顆粒	66.7	66.0	64.7	67.7	70.4
中成藥	31.6	28.6	23.9	21.5	19.4
中藥飲片	1.6	4.8	10.9	10.2	9.5
大健康產業	0.1	0.7	0.5	0.7	0.7
總額	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
息稅折攤前利潤率	26.1	25.8	23.4	23.6	23.8
稅前利率	20.0	18.8	18.4	18.9	19.6
淨利潤率	14.8	14.0	13.8	14.0	14.5
核心淨利潤率	14.9	13.8	13.8	14.0	14.5
有效稅率	16.7	16.3	16.0	16.3	16.3
增長(%)					
收入	76.1	27.6	33.4	22.9	21.0
毛利	72.1	22.8	26.8	24.0	21.9
息稅折攤前利潤	110.6	26.1	20.8	24.4	21.7
經營利潤	110.1	26.0	26.2	26.0	23.8
淨利潤	54.6	21.0	30.8	25.4	25.0
核心淨利潤	81.7	17.9	33.4	25.4	25.0
資產負債比率					
流動比率(x)	2.3	2.4	2.8	2.8	2.8
平均應收賬款周轉天數	113.6	82.5	76.3	80.9	79.1
平均應付帳款周轉天數	90.5	130.5	98.8	66.5	67.0
平均存貨周轉天數	87.4	119.2	122.5	103.2	87.5
淨負債/權益比率(%)	5.6	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率(%)					
資本回報率	8.3	9.4	9.8	11.4	13.0
資產回報率	4.6	4.7	5.4	6.1	6.9
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.22	0.26	0.31	0.38	0.48
核心每股盈利(人民幣)	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
每股帳面值(人民幣)	2.30	2.47	3.10	3.35	3.66

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: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

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责任。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。