

中国中药(570 HK)

工厂调研纪要

- ❖ **最新消息。**9月26日我们安排了一次中国中药调研活动，调研地址为广东省佛山市一方制药和顺工厂，调研期间与公司管理层进行了深度交流，以下是调研重点内容。
- ❖ **中药配方颗粒业务新催化剂-配药机。**截至2017上半年，中国中药于1,740家医院共计安装3,072台配药机。上半年透过配药机销售的中药配方颗粒收入同比增长65.7%至7.53亿人民币，而通过独立单方包装的配方颗粒仅同比增长11.9%。上半年透过配方机销售的中药配方颗粒占总配方颗粒销售的29.6%，对比2016上半年的22.1%，占比大幅提升。使用配方机的好处有多种，对患者和医院来说配药机操作更为便捷、高效和精准，同时配药机的处方是保密的，可以防止医院处方外流。
- ❖ **配药机的使用带来了护城河效应。**根据管理层的表述，每台配药机的制造成本在10万人民币左右，公司不会向医院收取机器费用，配药机可以协助公司于该医院配方颗粒的销售。尽管安装配药机会产生额外的摊销费用，管理层表示配药机相比于独立单方包装的中药配方颗粒耗费更少的人力和包装成本。通常情况下，同一家医院由于药房空间和存货的限制，只会安装1-2家药企的配药机，而公司的配药机只能匹配公司自己的配方颗粒产品，这样一来防止其他药企进入医院且很难取代公司的产品，所以管理层认为配药机的投入使用可以稳固公司的市场地位，配药机相比独立单方包装产品更具有护城河效应。
- ❖ **生产本地化以应对地方保护主义。**目前有部分省份出台的配方颗粒政策具有地方保护主义意味，地方保护主义对公司来说是一个挑战。管理层表示，公司未来会本地化生产以应对地方保护主义，在全国重点销售省份设立生产基地，一方目前于甘肃省、山东省和浙江省进行扩建升级或设立新厂房，于当地销售配方颗粒并进行纳税，同时提供就业岗位，以换取政府的支持。

财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	3,709	6,533	8,101	9,509	11,099
核心净利润(百万人民币)	536	974	1,187	1,453	1,777
核心EPS(人民币)	0.15	0.22	0.27	0.33	0.40
EPS变动(%)	-11.5	50.5	22.4	22.5	22.2
市盈率(x)	25.3	16.8	13.7	11.2	9.2
市帐率(x)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
股息率(%)	0.0	2.3	2.6	3.1	3.8
权益收益率(%)	5.6	8.3	9.6	10.9	12.3
净财务杠杆率(%)	2.6	3.8	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\$5.70
(前目标价)	HK\$5.70)
潜在升幅	+31.0%
当前股价	HK\$4.27

吴永泰, CFA

电话：(852) 3761 8780

邮件：cyrusng@cmbi.com.hk

葛晶晶

电话：(852) 3761 8778

邮件：amyge@cmbi.com.hk

医药行业

市值(百万港元)	18,923
3个月平均流通(百万)	25.3
52周内高/低(港元)	4.84/3.35
总股本(百万)	4,431.5

数据源：彭博

股东结构

国药集团	36.4%
王晓春	8.5%
流通股	49.6%

数据源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1月	-9.7%	-8.6%
3月	-2.3%	-8.8%
6月	-2.7%	-13.9%

数据源：彭博

股价表现



数据源：彭博

审计师：Deloitte

公司网站：www.china-tcm.com.cn

- ❖ **新晋的配方颗粒生产企业较难达到现有六家企业的产品标准。**市场的另一个担忧在于配方颗粒行业放开后，新晋企业的竞争加剧。管理层认为，六家企业积攒了多年的生产经验，制定了高技术含量的行业标准，对于新晋配方颗粒生产企业来说，短时间内产品较难到达六家企业设立的行业标准。同时规模效应又是另一个制约因素，新晋企业原材料采购议价能力弱，规模较小经营效率较低。且新晋企业可提供的配方颗粒产品种类较少，尽管目前医院最常使用的配方颗粒品种为 200 种左右（销售占比 80%左右），大部分医院仍然需要全品种的配方颗粒产品。综上，新晋企业短期内很难从行业龙头企业中夺取市场份额，管理层认为在未来 3-4 年内配方颗粒行业的市场格局不会有太大的变化。
- ❖ **原材料成本波动可控。**公司原材料成本占到销售成本的 80%，原材料价格也是不断波动的。公司管理层表示公司原材料成本可控，原因 1) 公司大规模的集中采购，议价能力强；2) 部分中药材价格具有周期性，公司会战略性囤货；3) 公司产品线较长；4) 公司会策略性调整产品价格。
- ❖ **维持买入评级，目标价不变 5.7 港元。**我们认为中国中药仍能在快速增长的配方颗粒行业中维持龙头地位，除此公司其他业务板块也在快速发展，我们认为中国中药是中药生产企业的领军者，我们维持买入评级，给予目标价 5.7 港元，我们的目标价对应着 2017/2018 年预测市盈率 18.3 倍/15 倍，较目前股价仍有 33.5% 的升幅空间。

图 1: 同业估值

公司	代码	股價		PER(x)			PBR(x)			EV/EBITDA (x)			ROE(%)		
		HK\$	HK\$mn	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
中國中藥	570	4.27	18,923	16.8	13.7	11.2	1.4	1.3	1.2	10.4	8.4	6.8	8.5	9.5	10.6
石藥集團	1093	13.08	79,187	23.5	29.3	23.3	5.0	6.7	5.7	14.9	18.9	15.0	22.3	23.9	25.4
白雲山	1177	8.33	61,744	21.2	27.9	24.6	4.6	5.2	4.4	10.7	15.0	12.9	23.0	22.5	20.9
中國生物製藥	874	20.05	50,273	16.7	15.5	14.1	1.7	1.5	1.4	12.3	17.2	15.0	11.7	10.1	10.8
麗珠醫藥	1530	12.40	31,481	24.1	30.2	23.0	2.6	3.7	3.2	14.7	20.8	15.9	11.7	12.8	14.9
三生製藥	1513	44.40	30,249	30.1	15.1	17.4	3.8	2.2	2.0	19.5	14.6	12.4	14.5	17.1	12.1
同仁堂科技	2186	4.44	14,746	15.3	12.7	11.2	2.1	1.7	1.5	11.9	9.7	8.3	14.7	14.2	14.1
綠葉製藥	1666	9.80	12,552	27.4	16.3	13.9	3.7	1.8	1.6	14.6	N/A	N/A	14.2	11.8	11.3
神威藥業	2877	6.99	5,781	11.1	10.7	10.9	1.2	0.9	0.9	4.4	1.9	1.6	10.8	8.0	7.6
康臣藥業	1681	6.49	5,375	10.8	11.7	10.0	1.9	2.3	2.0	6.8	6.6	5.5	18.1	22.1	23.6
培力控股	1498	3.47	860	28.3	17.3	15.5	2.0	1.4	N/A	14.2	N/A	N/A	7.0	N/A	N/A
Average				20.8	18.7	16.4	2.9	2.7	2.5	12.4	13.1	10.8	14.8	15.8	15.6

资料来源: 彭博, 招银国际预测

图 2: 配药机



来源: 公司, 招银国际研究

图 3: 配药机制作的调剂专用盒



来源: 公司, 招银国际研究

图 4：独立单方包装



来源：公司，招银国际研究

图 5：独立单方包装



来源：公司，招银国际研究

图 6：提炼炉



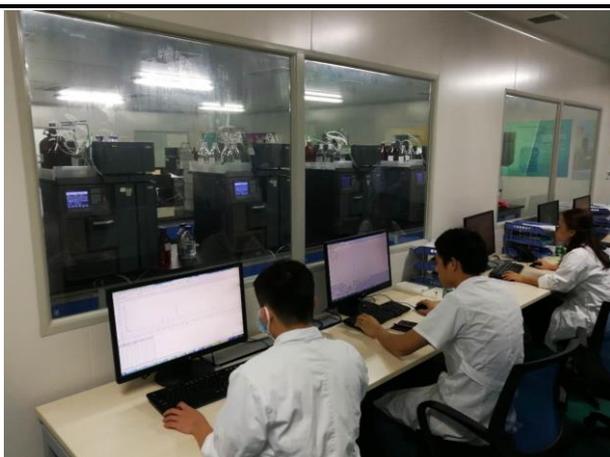
来源：公司，招银国际研究

图 7：生产监控室



来源：公司，招银国际研究

图 8：高效液相色谱法数据处理室



来源：公司，招银国际研究

财务报表

利润表

年结：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	9,508.5	11,099.2
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)	(4,162.2)	(4,837.8)
毛利	2,200.7	3,787.7	4,537.3	5,346.3	6,261.5
其他收益	32.1	67.8	61.6	72.2	84.1
销售费用	(1,195.6)	(1,968.4)	(2,305.0)	(2,684.5)	(3,110.8)
行政费用	(272.6)	(330.0)	(375.2)	(437.0)	(506.4)
研发开支	(112.3)	(186.8)	(243.0)	(285.3)	(333.0)
息税前收益	652.3	1,370.2	1,675.7	2,011.7	2,395.4
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	1,933.0	2,358.1
所得税	(119.1)	(217.3)	(250.5)	(306.5)	(373.9)
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	1,453.2	1,776.6
核心净利润	535.8	973.7	1,186.6	1,453.2	1,776.6
息税折摊前收益	820.7	1,707.0	2,036.7	2,409.7	2,831.8

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）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	12,331.0	12,966.4	13,172.9	13,346.0	13,520.6
物业、厂房及设备	1,974.3	2,355.7	2,733.1	3,077.0	3,422.5
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	3,456.4	3,456.4	3,456.4
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	10,883.6	12,014.8	11,958.8
现金及现金等值物	2,101.9	2,373.4	4,570.5	5,013.2	4,214.2
短期投资	36.0	1,052.2	1,052.2	1,052.2	1,052.2
应收贸易款项	3,398.2	2,716.3	3,088.1	3,501.0	3,948.8
存货	1,235.9	1,894.2	2,138.3	2,414.1	2,709.2
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	4,049.0	4,411.1
银行贷款	1,600.1	1,001.4	546.8	517.6	339.2
应付贸易账款	2,676.6	2,303.7	2,851.1	3,329.7	3,870.2
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	6,523.8	4,918.0
银行贷款	850.3	2,908.6	4,921.2	4,658.2	3,052.4
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	14,788.0	16,150.4
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	13,304.2	14,459.0

资料来源：公司，招银国际预测

现金流量表

年结：12月31日 (百万港元)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	652.3	1,370.2	1,675.7	2,011.7	2,395.4
折摊和摊销	168.4	336.8	361.0	398.0	436.3
营运资金变动	(195.4)	(349.2)	(68.7)	(210.0)	(202.4)
税务开支	(148.6)	(217.3)	(250.5)	(306.5)	(373.9)
其他	42.1	(262.6)	-	-	0.0
经营活动所得现金净额	518.7	877.9	1,717.5	1,893.2	2,255.5
资本开支	(237.7)	(759.8)	(567.1)	(570.5)	(610.5)
收购子公司	(7,451.6)	-	-	-	-
其他	531.4	(987.7)	67.4	74.9	62.5
投资活动所得现金净额	(7,157.9)	(1,747.4)	(499.7)	(495.6)	(547.9)
债务变化	1,202.2	1,459.6	1,558.1	(292.2)	(1,784.2)
发行新股	7,200.0	-	-	-	-
派息	-	(245.1)	(415.3)	(508.6)	(621.8)
利息开支	(72.5)	(73.4)	(163.4)	(154.1)	(100.4)
融资活动所得现金净额	8,329.7	1,141.0	979.4	(954.9)	(2,506.4)
现金净变动	1,690.5	271.5	2,197.2	442.6	(798.9)
年初现金及现金等值物	439.4	2,101.9	2,373.4	4,570.5	5,013.2
汇兑差额	(28.0)	-	-	-	-
年末现金及现金等值物	2,101.9	2,373.4	4,570.5	5,013.2	4,214.2

资料来源：公司，招银国际预测

主要比率

年结：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
中药配方颗粒	26.4	66.7	66.2	68.3	70.1
中成药	73.6	33.3	28.4	25.8	23.8
总额	100.0	100.0	95.0	94.0	94.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	59.3	58.0	56.0	56.2	56.4
息税折摊前利润率	22.1	26.1	25.1	25.3	25.5
税前利润率	18.6	20.0	19.5	20.3	21.2
净利润率	16.9	14.8	14.6	15.3	16.0
核心净利润率	14.4	14.9	14.6	15.3	16.0
有效税率	17.3	16.7	15.9	15.9	15.9
增长 (%)					
收入	37.9	76.1	24.0	17.4	16.7
毛利	33.0	72.1	19.8	17.8	17.1
息税折摊前利润	23.2	108.0	19.3	18.3	17.5
经营利润	19.2	110.1	22.3	20.1	19.1
净利润	51.4	54.6	22.7	22.5	22.2
核心净利润	28.8	81.7	21.9	22.5	22.2
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.5	2.3	3.0	3.0	2.7
平均应收账款周转天数	134.4	113.6	88.4	83.6	82.1
平均应付账款周转天数	77.6	90.5	80.1	67.7	67.9
平均存货周转天数	81.4	87.4	90.8	87.4	84.2
净负债 / 权益比率 (%)	2.6	3.8	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	5.6	8.3	9.6	10.9	12.3
资产回报率	3.3	4.6	4.9	5.7	7.0
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.17	0.22	0.27	0.33	0.40
核心每股盈利(人民币)	0.15	0.22	0.27	0.33	0.40
每股股息(港元)	-	0.09	0.09	0.11	0.14
每股账面值(人民币)	2.51	2.61	2.79	3.00	3.26

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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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。