

中國中藥 (570 HK, HK\$3.60, 未評級) — 逐步走出陰霾

- ❖ **渠道去庫存大致完成以應對兩票制。**由於兩票制淘汰大量中小型分銷商，中國中藥的中成藥業務於 2016 上半年受到渠道去庫存的嚴重打擊。中成藥業務的收入於 2016 上半年按年下滑 19.5%。我們相信由於公司於 2016 下半年加大了去庫存的力度，中成藥業務在 2016 下半年將錄得較大的跌幅。但我們認為公司已於 2016 年大致完成了去庫存的工作，公司應已為兩票制的全面實施作好準備。
- ❖ **中成藥業務暫未見強勁反彈勢頭。**雖然中成藥業務最主要的負面因素應已得到解決，但我們認為業務仍然被其他風險因素如降價壓力、輔助用藥的限制使用及二次議價所困擾。業務經營環境將較 2016 年改善，但預期增長將被限於中單位數的水平。
- ❖ **中藥配方顆粒強勁增長持續。**持有中藥配方顆粒行業僅有 6 個牌照中的 2 個並作為行業龍頭企業，我們預期中藥配方顆粒業務將繼續成為公司的主要增長動力。公司相信中藥配方顆粒行業的開拓需要多輪的談判以制定產品標準，故此預期在短時間內難以開放於予其他競爭對手。同時我們相信中國中藥將繼續擴大其分銷渠道，在市場開放前鞏固其領先地位。
- ❖ **中藥配方顆粒將繼續是主要增長動力。**由於大於預期的去庫存力度，我們預料公司 2016 年的業績將貼近於市場預期的下限。而基於預期中成藥業務呆滯的增長及中藥配方顆粒的強勁增長，預料中藥配方顆粒將成公司的主要盈利來源。以中成藥業務中單位數的增速及中藥配方顆粒約 20% 的增速計算，公司總收入的增速應可達中單位數。
- ❖ **估值。**中國中藥現價 2016/17 預測市盈率為 13.4x/11.2x，為在港上市製藥公司最低估值公司之一。我們認為公司現在的低估值最主要由於 2016 年中成藥業務表現疲弱。但由於中成藥業務的改善及配方顆粒業務的強勁增長，預期市場將對公司進行一波的重估。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY13A	FY14A	FY15A
營業額 (百萬人民幣)	1,394	2,651	3,709
核心淨利潤 (百萬人民幣)	199	413	622
每股核心收益 (人民幣)	0.10	0.16	0.17
每股核心收益變動 (%)	2.5	69.9	4.4
市盈率(x)	25.1	21.8	25.5
市帳率(x)	2.2	2.9	1.8
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0
權益收益率 (%)	11.1	13.9	8.7
淨財務槓桿率 (%)	31.6	22.5	1.8

來源: 公司

吳永泰, CFA
(852) 3761 8780
cyrusng@cmbi.com.hk

中國中藥 (570 HK)

評級	未評級
收市價	HK\$3.60
市值 (港幣百萬)	15,732
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	23.8
52 周高/低 (港幣)	4.52/2.89
發行股數 (百萬)	4,431.5
主要股東	中國醫藥集團(36.4%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	0.6%	-5.2%
3 月	-12.0%	-10.7%
6 月	8.3%	3.4%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

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	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 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。而過去的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，並可能會受標的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。