

# 中国中药(570 HK)

## 配方颗粒市场预计于2017年下半年放开

❖ **广东省是否会开放配方颗粒市场？**2017年6月19日，广东省食品药品监督管理局于官网上发布了一则通告《广东省中药配方颗粒试点生产申报指南》，指南中表述企业获得批准后能按《广东省中药配方颗粒标准》第一、二册收载的203个中药配方颗粒品种制法标准组织试生产。2017年6月30日，康美药业（600518 CH，未评级）发布公告，声明公司已经获得广东省食品药品监督管理局的同意并可按《广东省中药配方颗粒标准》第一、二册收载的203个中药配方颗粒品种制法标准开展中药配方颗粒省内试点生产。尽管广东省看似在逐步放开配方颗粒市场，然而试点生产通告现已从广东省食品药品监督管理局官网移除，我们认为可能是由于公告内容与国家药监局的政策方向有所背离。

❖ **新的行业法规预计于2017年下半年出台。**根据国家药监局2015年12月份发布的公告《中药配方颗粒管理办法(征求意见稿)》，政府希望药企在拿到中药配方颗粒生产许可前中药配方颗粒行业能有统一的标准出台，因此广东省在标准缺失的情况下，提前放开配方颗粒市场某种程度上是有背国家药监局的政策方向。据我们与中国中药公司管理层的沟通，于2017年下半年中药配方颗粒行业会有新的规管文件出台。国家药监局会在未来三年中陆续发布300-400种中药配方颗粒常用药的统一标准。与此同时，原批准的6家药企可以继续生产销售所有的配方颗粒药物，而新批准的试点药企在未来三年中只能生产销售已批准的配方颗粒药物。因此，我们认为配方颗粒行业在未来三年中竞争未必会变得白热化。国家药监局可能会于2017年下半年放松对配方颗粒药物销售的限制，原来只允许药企在二级以上中医院销售配方颗粒药物。因此，我们认为配方颗粒市场的需求端未来会比较旺盛，而短期内行业竞争程度有限。

❖ **我们预计2017年上半年配方颗粒将继续维持增长动力。**公司中成药部分，由于2017年1季度持续去库存的影响，仙林骨葆包装更换引起去库存以及2016年1季度的高基数，我们认为中成药收入会有一个高单位数的同比下降。而中药配方颗粒部分，我们预计2017年上半年将延续2016年的增长势头。因此，我们预计2017年上半年公司收入将录得高单位增长，净利润将录得到高单位数到低双位数的增长。

### 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	7,586	8,837	10,278
核心净利润(百万人民币)	536	974	1,155	1,397	1,679
核心EPS(人民币)	0.15	0.22	0.26	0.32	0.38
EPS变动(%)	-11.5	50.5	19.2	20.9	20.2
市盈率(x)	26.9	17.9	15.0	12.4	10.3
市帐率(x)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
股息率(%)	0.0	2.3	2.3	2.8	3.4
权益收益率(%)	5.6	8.3	9.4	10.5	11.7
净财务杠杆率(%)	2.6	3.8	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究

目标价	HK\$5.30
(前目标价)	K\$5.30)
潜在升幅	+19.4%
当前股价	HK\$4.44

### 吴永泰, CFA

电话：(852) 3761 8780

邮件：cyrusng@cmbi.com.hk

### 医药行业

市值(百万港元)	19,676
3个月平均流通(百万)	49.5
52周内高/低(港元)	4.65/2.94
总股本(百万)	4,431.5

资料来源：彭博

### 股东结构

CNPGC	36.4%
Xiaochun Wang	8.5%
流通股	49.6%

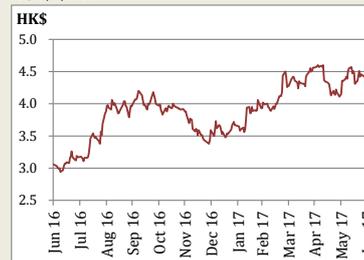
资料来源：彭博

### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1月	2.3%	4.5%
3月	0.7%	-3.2%
6月	27.1%	10.9%

资料来源：彭博

### 股价表现



资料来源：彭博

审计师：毕马威

公司网站：www.china-tcm.com.cn

❖ 再次给予“买入”评级，目标价维持 5.3 港元。作为中药配方颗粒行业的龙头企业，我们认为中国中药将受益于未来配方颗粒市场的开放。尽管公司业绩依旧会受到中成药业务的拖累，但随着中成药去库存的完成以及贡献收入占比逐渐减少，我们认为未来这部分情况会逐步改善。我们再次给予中国中药买入评级，目标价维持 5.3 港元，目标价代表着 2017/18 年 18.1 倍/15 倍的预测市盈率，较现价有 19.4% 的上浮空间。

图 1：同业估值

公司	代码	股价 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
中国中药	570	4.44	19,676	18.1	15.2	12.5	1.5	1.4	1.3	12.5	10.5	8.6	8.3	9.4	10.5
石药集团	1093	11.18	67,684	23.5	24.7	19.8	5.0	5.6	4.7	14.9	16.0	12.8	22.3	23.9	25.4
白云山	874	21.35	51,652	16.7	19.1	17.5	1.7	1.6	1.5	12.3	19.7	18.7	11.7	8.7	9.1
中国生物制药	1177	6.83	50,625	21.2	23.6	20.6	4.6	4.5	3.8	10.7	12.6	10.9	23.0	21.0	19.8
丽珠医药	1513	44.00	29,833	30.1	15.5	18.9	3.8	2.8	2.5	19.5	15.6	13.2	14.5	19.0	13.9
三生制药	1530	10.38	26,285	24.1	25.0	19.2	2.6	3.1	2.7	16.7	17.4	13.8	11.7	13.1	15.1
同仁堂科技	1666	11.66	14,934	27.4	19.4	16.8	3.7	2.3	2.0	14.6	N/A	N/A	14.2	12.3	11.8
绿叶制药	2186	4.17	13,849	15.3	11.3	10.0	2.1	1.6	1.4	11.9	8.5	7.1	14.7	15.0	15.1
神威药业	2877	7.80	6,451	11.1	10.6	10.8	1.2	1.0	0.9	4.4	2.6	2.4	10.8	9.3	8.7
康臣药业	1681	6.25	5,176	10.8	11.8	10.1	1.9	2.4	2.0	6.8	7.1	5.6	18.1	22.6	24.5
培力控股	1498	3.60	892	28.3	18.4	16.5	2.0	N/A	N/A	14.2	N/A	N/A	7.0	N/A	N/A
			平均	20.8	18.0	16.0	2.9	2.8	2.4	12.6	12.4	10.6	14.8	16.1	15.9

## 利润表

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>收入</b>	<b>3,709.4</b>	<b>6,532.9</b>	<b>7,585.9</b>	<b>8,837.3</b>	<b>10,277.8</b>
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	2,224.9	2,339.8	2,493.8
销售成本	(1,508.7)	(2,745.2)	(3,123.4)	(3,610.2)	(4,170.9)
<b>毛利</b>	<b>2,200.7</b>	<b>3,787.7</b>	<b>4,462.5</b>	<b>5,227.1</b>	<b>6,106.9</b>
其他收益	32.1	67.8	57.8	67.2	78.0
销售费用	(1,195.6)	(1,968.4)	(2,314.5)	(2,677.3)	(3,091.5)
行政费用	(272.6)	(330.0)	(376.8)	(435.8)	(503.3)
研发开支	(112.3)	(186.8)	(227.6)	(265.1)	(308.3)
<b>息税前收益</b>	<b>652.3</b>	<b>1,370.2</b>	<b>1,601.5</b>	<b>1,916.0</b>	<b>2,281.7</b>
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)	(58.9)	(50.8)	(40.5)
非经常性收入	12.4	(8.0)	-	-	-
<b>税前利润</b>	<b>689.2</b>	<b>1,303.8</b>	<b>1,543.1</b>	<b>1,865.7</b>	<b>2,241.7</b>
所得税	(119.1)	(217.3)	(244.7)	(295.8)	(355.5)
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	1,155.4	1,396.5	1,678.7
<b>核心净利润</b>	<b>535.8</b>	<b>973.7</b>	<b>1,155.4</b>	<b>1,396.5</b>	<b>1,678.7</b>
<b>息税折摊前收益</b>	<b>820.7</b>	<b>1,707.0</b>	<b>1,961.3</b>	<b>2,310.3</b>	<b>2,711.7</b>

来源：公司及招银国际研究部

## 资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17A	FY18A	FY19A
<b>非流动资产</b>	<b>12,331.0</b>	<b>12,966.4</b>	<b>13,138.0</b>	<b>13,274.5</b>	<b>13,410.3</b>
物业、厂房及设备	1,974.3	2,355.7	2,698.2	3,005.5	3,312.3
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
<b>流动资产</b>	<b>6,877.7</b>	<b>8,070.4</b>	<b>8,490.2</b>	<b>9,800.0</b>	<b>11,389.5</b>
现金及现金等值物	2,101.9	2,373.4	2,626.4	3,352.8	4,297.2
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	2,903.2	3,266.6	3,669.9
存货	1,235.9	1,894.2	1,874.0	2,093.9	2,335.7
其他流动资产	105.7	34.4	34.4	34.4	34.4
<b>流动负债</b>	<b>4,485.0</b>	<b>3,506.8</b>	<b>3,724.1</b>	<b>5,461.6</b>	<b>5,894.8</b>
银行贷款	1,600.1	1,001.4	1,023.7	2,371.7	2,356.4
应付贸易账款	2,676.6	2,303.7	2,498.7	2,888.2	3,336.8
其他流动负债	208.4	201.7	201.7	201.7	201.7
<b>非流动负债</b>	<b>2,583.4</b>	<b>4,774.1</b>	<b>4,254.3</b>	<b>2,882.0</b>	<b>2,875.4</b>
银行贷款	850.3	2,908.6	2,388.7	1,016.4	1,009.9
其他非流动负债	1,733.1	1,865.5	1,865.5	1,865.5	1,865.5
<b>净资产总值</b>	<b>12,140.2</b>	<b>12,755.9</b>	<b>13,649.9</b>	<b>14,730.9</b>	<b>16,029.6</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>1,006.8</b>	<b>1,167.5</b>	<b>1,310.5</b>	<b>1,483.8</b>	<b>1,691.4</b>
<b>股东权益</b>	<b>11,133.4</b>	<b>11,588.3</b>	<b>12,339.3</b>	<b>13,247.1</b>	<b>14,338.2</b>

来源：公司及招银国际研究部

## 现金流量表

年结：12月31日 (百万港元)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>息税前收益</b>	<b>652.3</b>	<b>1,370.2</b>	<b>1,601.5</b>	<b>1,916.0</b>	<b>2,281.7</b>
折摊和摊销	168.4	336.8	359.8	394.3	429.9
营运资金变动	(195.4)	(349.2)	28.2	(193.8)	(196.6)
税务开支	(148.6)	(217.3)	(244.7)	(295.8)	(355.5)
其他	42.1	(262.6)	-	-	-
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>518.7</b>	<b>877.9</b>	<b>1,744.8</b>	<b>1,820.6</b>	<b>2,159.6</b>
资本开支	(237.7)	(759.8)	(531.0)	(530.2)	(565.3)
收购子公司	(7,451.6)	-	-	-	-
其他	531.4	(987.7)	26.4	33.9	43.5
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(7,157.9)</b>	<b>(1,747.4)</b>	<b>(504.6)</b>	<b>(496.4)</b>	<b>(521.8)</b>
债务变化	1,202.2	1,459.6	(497.5)	(24.4)	(21.9)
发行新股	7,200.0	-	-	-	-
派息	-	(245.1)	(404.4)	(488.8)	(587.5)
利息开支	(72.5)	(73.4)	(85.3)	(84.7)	(84.0)
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>8,329.7</b>	<b>1,141.0</b>	<b>(987.2)</b>	<b>(597.8)</b>	<b>(693.4)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>1,690.5</b>	<b>271.5</b>	<b>253.0</b>	<b>726.4</b>	<b>944.4</b>
年初现金及现金等值物	439.4	2,101.9	2,373.4	2,626.4	3,352.8
汇兑差额	(28.0)	-	-	-	-
<b>年末现金及现金等值物</b>	<b>2,101.9</b>	<b>2,373.4</b>	<b>2,626.4</b>	<b>3,352.8</b>	<b>4,297.2</b>

来源：公司及招银国际研究部

## 主要比率

年结：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>销售组合 (%)</b>					
中药配方颗粒	26.4	66.7	70.7	73.5	75.7
中成药	73.6	33.3	29.3	26.5	24.3
<b>总额</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	59.3	58.0	58.8	59.1	59.4
息税折摊前利润率	22.1	26.1	25.9	26.1	26.4
税前利润率	18.6	20.0	20.3	21.1	21.8
净利润率	16.9	14.8	15.2	15.8	16.3
核心净利润率	14.4	14.9	15.2	15.8	16.3
有效税率	17.3	16.7	15.9	15.9	15.9
<b>增长 (%)</b>					
收入	37.9	76.1	16.1	16.5	16.3
毛利	33.0	72.1	17.8	17.1	16.8
息税折摊前利润	23.2	108.0	14.9	17.8	17.4
经营利润	19.2	110.1	16.9	19.6	19.1
净利润	51.4	54.6	19.5	20.9	20.2
核心净利润	28.8	81.7	18.7	20.9	20.2
<b>资产负债比率</b>					
流动比率 (x)	1.5	2.3	2.3	1.8	1.9
平均应收账款周转天数	134.4	113.6	91.3	83.9	82.2
平均应付帐款周转天数	77.6	90.5	86.3	68.1	68.1
平均存货周转天数	81.4	87.4	90.7	81.9	78.7
净负债/权益比率 (%)	2.6	3.8	净现金	净现金	净现金
<b>回报率 (%)</b>					
资本回报率	5.6	8.3	9.4	10.5	11.7
资产回报率	3.3	4.6	5.3	6.1	6.8
<b>每股数据</b>					
每股盈利(人民币)	0.17	0.22	0.26	0.32	0.38
核心每股盈利(人民币)	0.15	0.22	0.26	0.32	0.38
每股股息(港元)	-	0.09	0.09	0.11	0.13
每股账面值(人民币)	2.51	2.61	2.78	2.99	3.24

来源：公司及招银国际研究部

## 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。