

中国中药 (570 HK, HK\$3.60, 未评级) — 逐步走出阴霾

- ❖ **渠道去库存大致完成以应对两票制。** 由于两票制淘汰大量中小型分销商，中国中药的中成药业务于 2016 上半年受到渠道去库存的严重打击。中成药业务的收入于 2016 上半年按年下滑 19.5%。我们相信由于公司于 2016 下半年加大了去库存的力度，中成药业务在 2016 下半年将录得较大的跌幅。但我们认为公司已于 2016 年大致完成了去库存的工作，公司应已为两票制的全面实施作好准备。
- ❖ **中成药业务暂未见强劲反弹势头。** 虽然中成药业务最主要的负面因素应已得到解决，但我们认为业务仍然被其他风险因素如降价压力、辅助用药的限制使用及二次议价所困扰。业务经营环境将较 2016 年改善，但预期增长将被限于中单位数的水平。
- ❖ **中药配方颗粒强劲增长持续。** 持有中药配方颗粒行业仅有 6 个牌照中的 2 个并作为行业龙头企业，我们预期中药配方颗粒业务将继续成为公司的主要增长动力。公司相信中药配方颗粒行业的开于需要多轮的谈判以制定产品标准，故此预期在短时期内难以开放于予其他竞争对手。同时我们相信中国中药将继续扩大其分销渠道，在市场开放前巩固其领先地位。
- ❖ **中药配方颗粒将继续是主要增长动力。** 由于大于预期的去库存力度，我们预料公司 2016 年的业绩将贴于市场预期下限。而基于预期中成药业务呆滞的增长及中药配方颗粒的强劲增长，预料中药配方颗粒将成公司的主要盈利来源。以中成药业务中单位数的增速及中药配方颗粒约 20% 的增速计算，公司总收入的增速应可达中双位数。
- ❖ **估值。** 中国中药现价 2016/17 预测市盈率为 13.4x/11.2x，为在港上市制药公司最低估值公司之一。我们认为公司现在的低估值最主要由于 2016 年中成药业务表现疲弱。但由于中成药业务的改善及配方颗粒业务的强劲增长，预期市场将对公司进行一波的重估。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY13A	FY14A	FY15A
营业额 (百万人民币)	1,394	2,651	3,709
核心净利润 (百万人民币)	199	413	622
每股核心收益 (人民币)	0.10	0.16	0.17
每股核心收益变动 (%)	2.5	69.9	4.4
市盈率(x)	25.1	21.8	25.5
市帐率(x)	2.2	2.9	1.8
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0
权益收益率 (%)	11.1	13.9	8.7
净财务杠杆率 (%)	31.6	22.5	1.8

来源: 公司

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

中国中药 (570 HK)

评级	未评级
收市价	HK\$3.60
市值 (港币百万)	15,732
过去 3 月平均交易 (港币百万)	23.8
52 周高/低 (港币)	4.52/2.89
发行股数 (百万)	4,431.5
主要股东	中国医药集团(36.4%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	0.6%	-5.2%
3 月	-12.0%	-10.7%
6 月	8.3%	3.4%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

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

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载资料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，并可能会受标的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。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，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资料。报告中的资讯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。任何使用本报告资讯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资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、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资讯，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。