

中國中藥(570 HK)

配方顆粒市場預計於 2017 年下半年放開

❖ **廣東省是否會開放配方顆粒市場？**2017年6月19日，廣東省食品藥品監督管理局於官網上發佈了一則通告《廣東省中藥配方顆粒試點生產申報指南》，指南中表述企業獲得批准後能按《廣東省中藥配方顆粒標準》第一、二冊收載的203個中藥配方顆粒品種制法標準組織試生產。2017年6月30日，康美藥業（600518 CH，未評級）發佈公告，聲明公司已經獲得廣東省食品藥品監督管理局的同意並可按《廣東省中藥配方顆粒標準》第一、二冊收載的203個中藥配方顆粒品種制法標準開展中藥配方顆粒省內試點生產。儘管廣東省看似在逐步放開配方顆粒市場，然而試點生產通告現已從廣東省食品藥品監督管理局官網移除，我們認為可能是由於公告內容與國家藥監局的政策方向有所背離。

❖ **新的行業法規預計於 2017 年下半年出臺。**根據國家藥監局 2015 年 12 月份發佈的公告《中藥配方顆粒管理辦法(徵求意見稿)》，政府希望藥企在拿到中藥配方顆粒生產許可前中藥配方顆粒行業能有統一的標準出臺，因此廣東省在標準缺失的情況下，提前放開配方顆粒市場某種程度上是有背國家藥監局的政策方向。據我們與中國中藥公司管理層的溝通，於 2017 年下半年中藥配方顆粒行業會有新的規管檔出臺。國家藥監局會在未來三年中陸續發佈 300-400 種中藥配方顆粒常用藥的統一標準。與此同時，原批准的 6 家藥企可以繼續生產銷售所有的配方顆粒藥物，而新批准的試點藥企在未來三年中只能生產銷售已批准的配方顆粒藥物。因此，我們認為配方顆粒行業在未來三年中競爭未必會變得白熱化。國家藥監局可能會於 2017 年下半年放鬆對配方顆粒藥物銷售的限制，原來只允許藥企在二級以上中醫院銷售配方顆粒藥物。因此，我們認為配方顆粒市場的需求端未來會比較旺盛，而短期內行業競爭程度有限。

❖ **我們預計 2017 年上半年配方顆粒將繼續維持增長動力。**公司中成藥部分，由於 2017 年 1 季度持續去庫存的影響，仙林骨葆包裝更換引起去庫存以及 2016 年 1 季度的高基數，我們認為中成藥收入會有一個高單位數的同比下降。而中藥配方顆粒部分，我們預計 2017 年上半年將延續 2016 年的增長勢頭。因此，我們預計 2017 年上半年公司收入將錄得高單位增長，淨利潤將錄得到高單位數到低雙位元數的增長。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬人民幣)	3,709	6,533	7,586	8,837	10,278
核心淨利潤 (百萬人民幣)	536	974	1,155	1,397	1,679
核心 EPS (人民幣)	0.15	0.22	0.26	0.32	0.38
EPS 變動 (%)	-11.5	50.5	19.2	20.9	20.2
市盈率 (x)	26.9	17.9	15.0	12.4	10.3
市帳率 (x)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
股息率 (%)	0.0	2.3	2.3	2.8	3.4
權益收益率 (%)	5.6	8.3	9.4	10.5	11.7
淨財務杠杆率 (%)	2.6	3.8	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究

目標價	HK\$5.30
(前目標價)	K\$5.30)
潛在升幅	+19.4%
當前股價	HK\$4.44

吳永泰, CFA

電話：(852) 3761 8780

郵件：cyrusng@cmbi.com.hk

醫藥行業

市值(百萬港元)	19,676
3 個月平均流通(百萬)	49.5
52 周內高/低(港元)	4.65/2.94
總股本(百萬)	4,431.5

資料來源：彭博

股東結構

CNPGC	36.4%
Xiaochun Wang	8.5%
流通股	49.6%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1 月	2.3%	4.5%
3 月	0.7%	-3.2%
6 月	27.1%	10.9%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：畢馬威

公司網站：www.china-tcm.com.cn

❖ 再次給予“買入”評級，目標價維持 5.3 港元。作為中藥配方顆粒行業的龍頭企業，我們認為中國中藥將受益於未來配方顆粒市場的開放。儘管公司業績依舊會受到中成藥業務的拖累，但隨著中成藥去庫存的完成以及貢獻收入佔比逐漸減少，我們認為未來這部分情況會逐步改善。我們再次給予中國中藥買入評級，目標價維持 5.3 港元，目標價代表著 2017/18 年 18.1 倍/15 倍的預測市盈率，較現價有 19.4% 的上浮空間。

圖 1：同業估值

公司	代碼	股價		市值	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	4.44	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
石藥集團	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
白雲山	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
中國生物製藥	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
麗珠醫藥	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
三生製藥	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
綠葉製藥	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
神威藥業	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
康臣藥業	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

利潤表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	3,709.4	6,532.9	7,585.9	8,837.3	10,277.8
中藥配方顆粒	978.9	4,358.5	5,361.0	6,497.5	7,784.1
中成藥	2,730.5	2,174.3	2,224.9	2,339.8	2,493.8
銷售成本	(1,508.7)	(2,745.2)	(3,123.4)	(3,610.2)	(4,170.9)
毛利	2,200.7	3,787.7	4,462.5	5,227.1	6,106.9
其他收益	32.1	67.8	57.8	67.2	78.0
銷售費用	(1,195.6)	(1,968.4)	(2,314.5)	(2,677.3)	(3,091.5)
行政費用	(272.6)	(330.0)	(376.8)	(435.8)	(503.3)
研發開支	(112.3)	(186.8)	(227.6)	(265.1)	(308.3)
息稅前收益	652.3	1,370.2	1,601.5	1,916.0	2,281.7
應占聯營公司利潤	(1.6)	0.4	0.5	0.5	0.5
淨財務收入 / (支出)	26.1	(58.8)	(58.9)	(50.8)	(40.5)
非經常性收入	12.4	(8.0)	-	-	-
稅前利潤	689.2	1,303.8	1,543.1	1,865.7	2,241.7
所得稅	(119.1)	(217.3)	(244.7)	(295.8)	(355.5)
已中止經營業務	79.6	-	-	-	-
非控制股東權益	(24.1)	(119.6)	(143.0)	(173.3)	(207.6)
淨利潤	625.6	966.9	1,155.4	1,396.5	1,678.7
核心淨利潤	535.8	973.7	1,155.4	1,396.5	1,678.7
息稅折攤前收益	820.7	1,707.0	1,961.3	2,310.3	2,711.7

來源：公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY15A	FY16A	FY17A	FY18A	FY19A
非流動資產	12,331.0	12,966.4	13,138.0	13,274.5	13,410.3
物業、廠房及設備	1,974.3	2,355.7	2,698.2	3,005.5	3,312.3
無形資產	6,680.4	6,763.9	6,592.6	6,421.2	6,249.8
商譽	3,341.0	3,456.4	3,456.4	3,456.4	3,456.4
其他非流動資產	335.2	390.4	390.9	391.4	391.9
流動資產	6,877.7	8,070.4	8,490.2	9,800.0	11,389.5
現金及現金等值物	2,101.9	2,373.4	2,626.4	3,352.8	4,297.2
短期投資	36.0	1,052.2	1,052.2	1,052.2	1,052.2
應收貿易款項	3,398.2	2,716.3	2,903.2	3,266.6	3,669.9
存貨	1,235.9	1,894.2	1,874.0	2,093.9	2,335.7
其他流動資產	105.7	34.4	34.4	34.4	34.4
流動負債	4,485.0	3,506.8	3,724.1	5,461.6	5,894.8
銀行貸款	1,600.1	1,001.4	1,023.7	2,371.7	2,356.4
應付貿易賬款	2,676.6	2,303.7	2,498.7	2,888.2	3,336.8
其他流動負債	208.4	201.7	201.7	201.7	201.7
非流動負債	2,583.4	4,774.1	4,254.3	2,882.0	2,875.4
銀行貸款	850.3	2,908.6	2,388.7	1,016.4	1,009.9
其他非流動負債	1,733.1	1,865.5	1,865.5	1,865.5	1,865.5
淨資產總值	12,140.2	12,755.9	13,649.9	14,730.9	16,029.6
少數股東權益	1,006.8	1,167.5	1,310.5	1,483.8	1,691.4
股東權益	11,133.4	11,588.3	12,339.3	13,247.1	14,338.2

來源：公司及招銀國際研究部

現金流量表

年結：12月31日（百萬港元）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	652.3	1,370.2	1,601.5	1,916.0	2,281.7
折攤和攤銷	168.4	336.8	359.8	394.3	429.9
營運資金變動	(195.4)	(349.2)	28.2	(193.8)	(196.6)
稅務開支	(148.6)	(217.3)	(244.7)	(295.8)	(355.5)
其他	42.1	(262.6)	-	-	-
經營活動所得現金淨額	518.7	877.9	1,744.8	1,820.6	2,159.6
資本開支	(237.7)	(759.8)	(531.0)	(530.2)	(565.3)
收購子公司	(7,451.6)	-	-	-	-
其他	531.4	(987.7)	26.4	33.9	43.5
投資活動所得現金淨額	(7,157.9)	(1,747.4)	(504.6)	(496.4)	(521.8)
債務變化	1,202.2	1,459.6	(497.5)	(24.4)	(21.9)
發行新股	7,200.0	-	-	-	-
派息	-	(245.1)	(404.4)	(488.8)	(587.5)
利息開支	(72.5)	(73.4)	(85.3)	(84.7)	(84.0)
融資活動所得現金淨額	8,329.7	1,141.0	(987.2)	(597.8)	(693.4)
現金淨變動	1,690.5	271.5	253.0	726.4	944.4
年初現金及現金等值物	439.4	2,101.9	2,373.4	2,626.4	3,352.8
匯兌差額	(28.0)	-	-	-	-
年末現金及現金等值物	2,101.9	2,373.4	2,626.4	3,352.8	4,297.2

來源：公司及招銀國際研究部

主要比率

年結：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合（%）					
中藥配方顆粒	26.4	66.7	70.7	73.5	75.7
中成藥	73.6	33.3	29.3	26.5	24.3
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率（%）					
毛利率	59.3	58.0	58.8	59.1	59.4
息稅折攤前利潤率	22.1	26.1	25.9	26.1	26.4
稅前利率	18.6	20.0	20.3	21.1	21.8
淨利潤率	16.9	14.8	15.2	15.8	16.3
核心淨利潤率	14.4	14.9	15.2	15.8	16.3
有效稅率	17.3	16.7	15.9	15.9	15.9
增長（%）					
收入	37.9	76.1	16.1	16.5	16.3
毛利	33.0	72.1	17.8	17.1	16.8
息稅折攤前利潤	23.2	108.0	14.9	17.8	17.4
經營利潤	19.2	110.1	16.9	19.6	19.1
淨利潤	51.4	54.6	19.5	20.9	20.2
核心淨利潤	28.8	81.7	18.7	20.9	20.2
資產負債比率					
流動比率（x）	1.5	2.3	2.3	1.8	1.9
平均應收賬款周轉天數	134.4	113.6	91.3	83.9	82.2
平均應付賬款周轉天數	77.6	90.5	86.3	68.1	68.1
平均存貨周轉天數	81.4	87.4	90.7	81.9	78.7
淨負債／權益比率（%）	2.6	3.8	淨現金	淨現金	淨現金
回報率（%）					
資本回報率	5.6	8.3	9.4	10.5	11.7
資產回報率	3.3	4.6	5.3	6.1	6.8
每股數據					
每股盈利（人民幣）	0.17	0.22	0.26	0.32	0.38
核心每股盈利（人民幣）	0.15	0.22	0.26	0.32	0.38
每股股息（港元）	-	0.09	0.09	0.11	0.13
每股帳面值（人民幣）	2.51	2.61	2.78	2.99	3.24

來源：公司及招銀國際研究部

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士。