

中国中药(570 HK)

新收购业务带来协同效应

❖ **最新消息。**中国中药于10月22日发布公告，欲向控股股东国药控股收购四间公司，总代价为4.99亿人民币。这四间公司分别为：1) 华邈药业，北京地区最大的中药饮片生产加工公司；2) 华泰中药，于北京工业区出租厂房资产；3) 黑龙江国药，于黑龙江省分销中药饮片；4) 四川江油，于四川省生产和销售中药饮片。这四家公司于2016年度分别录得净利润，2,230万人民币，-1,744.1万人民币，113.7万人民币和184.9万人民币。收购代价分别为：华邈药业2016年市盈率9.7倍，黑龙江国药2016年市盈率54倍，四川江油2016年市盈率44.2倍，华泰中药收购价格等同于2016年公司净资产。

❖ **中药配方颗粒分销网络快速扩张。**市场普遍认为，中药配方颗粒市场即将开放，目前六家垄断企业加速了扩张的步伐以维持先发优势和行业的领先地位。通过收购华邈药业和黑龙江国药，公司的配方颗粒业务可以进入更多的医院，并将业务版图拓展至北京和东北地区，过去这两个地区配方颗粒销售较为薄弱（北方地区占公司2017上半年配方颗粒销售的11%，东北地区占配方颗粒销售额的7%），未来增长可期。

❖ **生产本地化以应对地方保护主义。**我们之前的报告中曾指出，中国中药未来会将配方颗粒业务生产本地化以应对各省的地方保护主义政策。过去北京和四川省地方保护主义较严重，公司中药配方颗粒很难进入该市场，通过上述的收购，中国中药未来会在北京地区和四川地区进行本地化生产并销售中药配方颗粒。我们认为，未来中国中药在上述地区将与本地企业展开公平竞争。

❖ **拓展中药饮片业务。**公司通过收购华邈药业和四川江油，增加了中药饮片业务的产能、市占率和分销渠道。华邈药业是北京地区最大的中药饮片生产加工企业；四川江油拥有中国最大的毒性饮片生产基地。目前中国中药的生产基地位于广东、上海、贵阳和甘肃地区，公司未来还会在中药饮片重点销售省份布局饮片生产加工基地。

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	10,259	11,962
核心净利润(百万人民币)	536	974	1,187	1,471	1,798
核心EPS(人民币)	0.15	0.22	0.27	0.33	0.41
EPS变动(%)	-11.5	50.5	22.4	24.0	22.2
市盈率(x)	26.5	17.6	14.4	11.6	9.5
市帐率(x)	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2
股息率(%)	0.0	2.2	2.4	3.0	3.7
权益收益率(%)	5.6	8.3	9.6	11.1	12.4
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	+27.2%
当前股价	HK\$4.48

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)	19,853
3个月平均流通(百万)	27.05
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	-2.5%	-4.6%
3月	0.7%	-5.1%
6月	-2.7%	-17.9%

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

❖ 上调 2018/2019 年核心净利润 1.3%/1.2%。新收购的四家公司 2015/2016 年合计产生净利润 2,530 万人民币/790 万人民币，我们认为新收购公司对中国中药利润表影响较小。我们分别上调中国中药 2018/2019 年预测收入 7.9%/7.8%至 102.6 亿人民币/119.6 亿人民币，上调核心净利润 1.3%/1.2%至 14.7 亿人民币/18 亿人民币，我们认为新收购公司将带来协同效应，缓解部分地区保护主义现状并增强公司的分销渠道。我们维持买入评级，给予目标价 5.7 港元。公司目前估值为 2017/2018 年预测市盈率 14.4 倍/11.6 倍，我们的目标价对应着 2017/2018 年预测市盈率 18.3 倍/14.8 倍。

图 1：收购细节

目标公司	业务	成本 人民币 百万	收入		净利润		净资产 2016 人民币 百万	收购市盈率	
			2015 人民币 百万	2016 人民币 百万	2015 人民币 百万	2016 人民币 百万		2015	2016
华邈药业	北京地区中药饮片生产和销售商，于北京地区拥有两条生产线	216.6	499.5	556.6	25.2	22.3	180.4	8.6	9.7
华泰中药	向华邈、华颐（中国中药全资公司）以及中国中药控股股东出租北京工业区厂房	139.6	4	7.4	(2.7)	(17.4)	137.5	N/A	N/A
黑龙江国药	黑龙江省分销中药饮片，在黑龙江省拥有连锁零售药房，以及两个中草药种植基地	61.4	134.4	136.9	1.1	1.1	25.9	54.3	54
江油	于四川省生产和销售中药饮片，拥有一个年产量 4 千吨的中药毒性饮片生产基地	81.7	43.8	49.6	1.8	1.8	63.6	46.2	44.2
总计		499.3	681.8	750.4	25.3	7.9	407.4	19.7	63.5

资料来源：公司，招银国际预测

图 2：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	4.48	19,853	17.6	14.4	11.6	1.5	1.4	1.3	10.9	8.6	6.9	8.3	9.6	11.1
石药集团	1093	13.68	85,404	23.5	30.5	24.4	5.0	6.8	5.7	14.9	20.3	16.2	22.3	23.9	25.3
中国生物制药	1177	9.01	66,784	21.2	30.2	26.5	4.6	5.7	4.7	10.7	16.2	14.0	23.0	22.5	20.9
白云山	874	24.60	57,659	16.7	19.0	17.2	1.7	1.8	1.7	12.3	20.5	17.9	11.7	10.2	10.9
丽珠医药	1513	55.05	37,969	30.1	26.0	21.6	3.8	2.7	2.5	19.5	19.0	16.2	14.5	12.2	11.9
三生制药	1530	13.98	35,492	24.1	34.2	25.9	2.6	4.2	3.6	14.7	23.1	17.6	11.7	12.7	14.9
绿叶制药	2186	5.30	17,602	15.3	15.4	13.6	2.1	2.0	1.8	11.9	11.9	10.2	14.7	14.1	14.0
同仁堂科技	1666	10.52	13,474	27.4	17.5	14.9	3.7	2.0	1.7	14.6	N/A	N/A	14.2	11.8	11.3
康臣药业	1681	7.25	6,004	10.8	13.0	11.2	1.9	2.6	2.2	6.8	7.4	6.2	18.1	22.1	23.6
神威药业	2877	7.13	5,897	11.1	11.7	11.9	1.2	0.9	0.9	4.4	2.3	2.1	10.8	7.5	7.3
培力控股	1498	3.35	830	28.3	13.9	15.0	2.0	1.4	N/A	14.2	N/A	N/A	7.0	12.1	N/A
平均				20.8	21.1	18.2	2.9	3.0	2.8	12.4	15.1	12.5	14.8	14.9	15.6

资料来源：彭博，招银国际预测

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	10,258.9	11,962.2
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)	(4,740.0)	(5,502.2)
毛利	2,200.7	3,787.7	4,537.3	5,518.9	6,459.9
其他收益	32.1	67.8	61.6	77.8	90.6
销售费用	(1,195.6)	(1,968.4)	(2,305.0)	(2,799.8)	(3,243.1)
行政费用	(272.6)	(330.0)	(375.2)	(455.8)	(528.0)
研发开支	(112.3)	(186.8)	(243.0)	(307.8)	(358.9)
息税前收益	652.3	1,370.2	1,675.7	2,033.4	2,420.6
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	1,954.7	2,383.2
所得税	(119.1)	(217.3)	(250.5)	(309.9)	(377.9)
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	1,471.5	1,797.7
核心净利润	535.8	973.7	1,186.6	1,471.5	1,797.7
息税折摊前收益	820.7	1,707.0	2,036.7	2,428.0	2,853.4

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	13,468.5	13,690.0	13,915.6
物业、厂房及设备	1,974.3	2,355.7	2,936.8	3,329.1	3,725.7
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	3,548.3	3,548.3	3,548.3
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	10,588.0	12,149.1	12,126.4
现金及现金等值物	2,101.9	2,373.4	4,071.2	4,550.2	3,716.7
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	3,763.0	4,241.8
存货	1,235.9	1,894.2	2,342.0	2,749.2	3,081.3
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	4,511.7	4,943.2
银行贷款	1,600.1	1,001.4	546.8	518.0	339.7
应付贸易账款	2,676.6	2,303.7	2,851.1	3,792.0	4,401.8
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	6,527.5	4,922.8
银行贷款	850.3	2,908.6	4,921.2	4,662.0	3,057.3
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	14,799.9	16,176.0
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	13,316.1	14,484.6

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	2,033.4	2,420.6
折摊和摊销	168.4	336.8	361.0	394.6	432.8
营运资金变动	(195.4)	(349.2)	(68.7)	(141.2)	(201.0)
税务开支	(148.6)	(217.3)	(250.5)	(309.9)	(377.9)
其他	42.1	(262.6)	-	-	-
经营活动所得现金净额	518.7	877.9	1,717.5	1,976.9	2,274.5
资本开支	(237.7)	(759.8)	(1,066.4)	(615.5)	(657.9)
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)	(999.0)	(540.7)	(595.4)
债务变化	1,202.2	1,459.6	1,558.1	(288.1)	(1,783.0)
发行新股	7,200.0	-	-	-	-
派息	-	(245.1)	(415.3)	(515.0)	(629.2)
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	(957.2)	(2,512.6)
现金净变动	1,690.5	271.5	1,697.9	479.0	(833.5)
年初现金及现金等值物	439.4	2,101.9	2,373.4	4,071.2	4,550.2
汇兑差额	(28.0)	-	-	-	-
年末现金及现金等值物	2,101.9	2,373.4	4,071.2	4,550.2	3,716.7

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	63.3	65.1
中成药	73.6	33.3	28.4	24.0	22.1
总额	100.0	100.0	95.0	87.0	87.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	59.3	58.0	56.0	53.8	54.0
息税折摊前利润率	22.1	26.1	25.1	23.7	23.9
税前利率	18.6	20.0	19.5	19.1	19.9
净利润率	16.9	14.8	14.6	14.3	15.0
核心净利润率	14.4	14.9	14.6	14.3	15.0
有效税率	17.3	16.7	15.9	15.9	15.9
增长 (%)					
收入	37.9	76.1	24.0	26.6	16.6
毛利	33.0	72.1	19.8	21.6	17.1
息税折摊前利润	23.2	108.0	19.3	19.2	17.5
经营利润	19.2	110.1	22.3	21.3	19.0
净利润	51.4	54.6	22.7	24.0	22.2
核心净利润	28.8	81.7	21.9	24.0	22.2
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.5	2.3	2.9	2.7	2.5
平均应收账款周转天数	134.4	113.6	88.4	80.7	82.1
平均应付账款周转天数	77.6	90.5	80.1	63.9	67.9
平均存货周转天数	81.4	87.4	95.4	90.6	89.0
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	11.1	12.4
资产回报率	3.3	4.6	4.9	5.7	6.9
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.17	0.22	0.27	0.33	0.41
核心每股盈利(人民币)	0.15	0.22	0.27	0.33	0.41
每股股息(港元)	-	0.09	0.09	0.12	0.14
每股账面值(人民币)	2.51	2.61	2.79	3.00	3.27

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責任。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，请与我们联络。

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。