

中国中药(570 HK)

增长故事仍在持续

- ❖ **业绩符合预期，主要受中药配方颗粒强劲增长及中成药业务反弹带动。**收入同比增长 27.6% 至 83.4 亿人民币，核心净利润同比增长 17.9% 至 11.5 亿人民币。收入比我们及市场预期高出 2.9%/ 4.3%，核心净利润低于我们及市场预期 3.2%/ 0.1%。收入增长主要由三块业务驱动，中药配方颗粒业务同比增长 26.2%，中成药业务恢复增速同比增长 15.5% 及新收购的饮片业务并表。公司业绩符合我们和市场预期。
- ❖ **库存措施稳定毛利率水平。**总体毛利率下降 2.2ppt 至 56.0%，主要原因是（1）中药配方颗粒原材料成本激增，及（2）低毛利饮片业务的整合。由于原材料成本激增，中药配方颗粒业务毛利率同比下降 1.6ppt 至 58.0%。鉴于此，管理层已囤积原材料库存以稳定成本：截至 2017 年底，原材料库存同比增加了 11,000 吨至 18,000 吨，这个库存量相当于 2018 全年所需原材料的 36%。我们相信此举可以稳定部分业务的利润率，但随着公司持续通过并购拓展低毛利饮片业务，我们预计公司整体利润率将逐步下降。
- ❖ **中药配方颗粒和成药增长势头持续。**2017 年中药配方颗粒录得高于预期的增速，同比增长 26.2%，我们认为主要由分销渠道扩张推动：三级医院覆盖量同比增长 35.7%，二级医院覆盖数同比增长 25.9%，基层医院数量同比增加 49.2%。尽管配方颗粒市场开放的时间和形式目前尚未确定，我们相信中国中药将继续抓住机会扩大其分销网络。成药业务 17 年下半年增长较强主要由 OTC 业务的销售带动。管理层有信心这两块业务的增长势头能够持续。
- ❖ **与平安合作探索医疗行业新机会。**2018 年 3 月 29 日，平安人寿同意按每股 4.43 港元认购公司 6.043 亿股份。平安在认购完成后将持有 12% 的中国中药扩充后股本。尽管公司尚未公布任何以何种形式与平安合作的信息，但我们认为未来中国中药有可能会与 Tsumura (4540 JP, 未评级) 在汉方药领域进行合作。平安是津村的最大股东，而津村是日本汉方药市场的领导者。我们相信中国中药将有机会与津村在汉方药方面达成合作或开发中药经典名方。
- ❖ **上调 2018/19 年核心净利润 4.0%/ 4.5%。**根据公司 2017 年的业绩情况，我们相应地调整了部分预测，2018/19 年收入分别上调了 4.1%/ 4.9%，以反映中成药恢复增速以及中药配方颗粒增长高于预期。毛利率下调以反映原材料成本上涨可能带来的成本压力。整体而言，2018/19 年公司核心净利润上调了 4.0%/ 4.5%，以反映收入增长强劲。我们预计公司 2017-20 年收入复合年增长率为 20.9%，核心净利润复合年增长率为 25.3%。由于平安配售股份潜在摊薄影响，每股核心盈利复合年增长率将在同期内达到 20.3%。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	6,533	8,338	10,684	12,549	14,719
核心净利润(百万人民币)	974	1,148	1,531	1,878	2,260
核心 EPS (人民币)	0.22	0.26	0.31	0.37	0.45
EPS 变动 (%)	50.5	17.9	21.5	19.0	20.4
市盈率 (x)	21.4	18.2	15.0	12.6	10.4
市帐率 (x)	2.0	1.9	1.5	1.4	1.3
股息率 (%)	1.7	1.9	2.3	2.8	3.3
权益收益率 (%)	8.3	9.4	9.8	11.2	12.4
净财务杠杆率 (%)	5.6	4.5	净现金	净现金	净现金

数据来源：公司及招銀国际预测

买入 (维持)

目标价	HK\$7.00
(前目标价)	HK\$5.70
潜在升幅	+20.9%
当前股价	HK\$5.79

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)	25,658
3 个月平均流通(百万)	95.3
52 周内高/低(港元)	5.90/ 3.84
总股本(百万)	4,431.5

数据来源：彭博

股东结构

国药集团	36.4%
王晓春	8.5%
流通股	49.6%

数据来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	22.7%	26.5%
3 月	39.2%	38.4%
6 月	33.1%	21.9%

数据来源：彭博

股价表现



数据来源：彭博

审计师: Deloitte

公司网站: www.china-tcm.com.cn

❖ **维持买入评级，目标价上调至 7.0 港元。**考虑到中药配方颗粒的持续增长，中成药业务的增速恢复，饮片业务的扩张及与平安未来的潜在合作，我们仍然认为中国中药将继续维持中国中药市场的领军地位。我们维持对公司的买入评级，并根据我们最新的现金流折现模型推导目标价 7.0 港元，模型变动来自：（1）折现期间从 2017-21 年调整至 2018-22 年，（2）最新的财务预测，以及（3）平安配售带来的股份稀释潜在影响。中国中药目前估值为 2018/19 年预测市盈率的 15.0x/12.6x，我们的目标价对应着 2018/19 年预测市盈率 18.1/15.2x，最新目标价较目前股价仍有 20.9% 的上浮空间。

图 1: 2017 利润表

	2H16	2H17	按年增长	2016	2017	按年增长	2017E	差距
	百万人民币	百万人民币		百万人民币	百万人民币		百万人民币	
中药配方颗粒	2,304	2,956	28.3%	4,359	5,500	26.2%	5,361	2.6%
中成药	950	1,237	30.2%	2,061	2,381	15.5%	2,299	3.6%
中药饮片	73	214	193.0%	104	399	283.0%	386	3.3%
中医药大健康产业	7	32	374.5%	9	58	555.5%	55	6.1%
收入	3,334	4,439	33.1%	6,533	8,338	27.6%	8,101	2.9%
销售成本	(1,380)	(1,957)	41.8%	(2,745)	(3,686)	34.3%	(3,564)	3.4%
毛利	1,954	2,482	27.0%	3,788	4,652	22.8%	4,537	2.5%
其他收入	53	39	-26.0%	68	64	-5.5%	62	3.9%
分销开支	(1,092)	(1,415)	29.6%	(1,968)	(2,437)	23.8%	(2,305)	5.7%
行政开支	(143)	(184)	29.1%	(330)	(349)	5.9%	(375)	-6.9%
研发开支	(87)	(81)	-7.2%	(187)	(202)	8.2%	(243)	-16.8%
经营利润	686	842	22.7%	1,370	1,727	26.0%	1,676	3.1%
应占联营公司利润	(0)	4	N/A	0	2	N/A	0	297.4%
非经营利项目	(9)	38	N/A	(8)	27	N/A	0	N/A
净财务成本	(38)	(115)	205.1%	(59)	(189)	220.4%	(96)	96.3%
税前利润	638	768	20.3%	1,304	1,567	20.2%	1,580	-0.8%
税项	(97)	(119)	23.0%	(217)	(256)	17.7%	(251)	2.1%
少数股东权益	(65)	(77)	17.7%	(120)	(141)	17.9%	(143)	-1.4%
净利润	476	572	20.1%	967	1,170	21.0%	1,187	-1.4%
核心净利润	484	540	11.5%	974	1,148	17.9%	1,187	-3.3%
毛利率	58.6%	55.9%	-2.7ppt	58.0%	55.8%	-2.2ppt	56.0%	-0.2ppt
经营利润率	20.6%	19.0%	-1.6ppt	21.0%	20.7%	-0.3ppt	20.7%	0.0ppt
核心净利率	14.5%	12.2%	-2.4ppt	14.9%	13.8%	-1.1ppt	14.6%	-0.9ppt

资料来源: 公司，招银国际预测

图 2: 盈利预测变动

	2018E			2019E		
	旧	新	改变	旧	新	改变
	百万人民币	百万人民币		百万人民币	百万人民币	
中药配方颗粒	6,498	6,724	3.5%	7,784	8,122	4.3%
中成药	2,458	2,661	8.3%	2,640	2,934	11.1%
中药饮片	1,194	1,197	0.2%	1,373	1,341	-2.4%
中医药大健康产业	110	102	-7.1%	164	153	-7.1%
收入	10,259	10,684	4.1%	11,962	12,549	4.9%
销售成本	(4,740)	(4,984)	5.2%	(5,502)	(5,833)	6.0%
毛利	5,519	5,700	3.3%	6,460	6,716	4.0%
其他收入	78	81	4.5%	91	95	5.2%
SG&A expenses	(3,256)	(3,351)	2.9%	(3,771)	(3,910)	3.7%
研发开支	(308)	(321)	4.1%	(359)	(376)	4.9%
经营利润	2,033	2,110	3.7%	2,421	2,525	4.3%
净财务成本	(79)	(79)	0.0%	(38)	(38)	0.0%
应占联营公司利润	0	2	297.3%	1	2	297.3%
税项	(310)	(322)	4.0%	(378)	(395)	4.4%
少数股东权益	(173)	(179)	3.5%	(208)	(217)	4.3%
核心净利润	1,471	1,531	4.0%	1,798	1,878	4.5%
毛利率	53.8%	53.3%	-0.4ppt	54.0%	53.5%	-0.5ppt
经营利润率	19.8%	19.7%	-0.1ppt	20.2%	20.1%	-0.1ppt
核心净利率	14.3%	14.3%	0.0ppt	15.0%	15.0%	-0.1ppt

资料来源：招银国际预测

图 3: 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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	6,532.9	8,337.8	10,683.9	12,549.2	14,718.9
中药配方颗粒	4,358.5	5,499.7	6,723.9	8,121.8	9,810.3
中成药	2,061.3	2,838.1	3,960.0	4,427.4	4,908.6
中药饮片	104.1	398.7	1,197.0	1,340.6	1,501.5
大健康产业	8.9	58.2	101.8	152.7	198.5
销售成本	(2,745.2)	(3,686.2)	(4,984.4)	(5,832.8)	(6,816.6)
毛利	3,787.7	4,651.6	5,699.5	6,716.5	7,902.2
其他收益	67.8	64.0	81.3	95.3	111.6
销售费用	(1,968.4)	(2,437.2)	(2,930.6)	(3,419.9)	(3,986.4)
行政费用	(330.0)	(349.4)	(420.2)	(490.4)	(571.6)
研发开支	(186.8)	(202.2)	(320.5)	(376.5)	(441.6)
息税前收益	1,370.2	1,726.8	2,109.6	2,525.1	3,014.2
应占联营公司利润	0.4	1.9	1.9	2.0	2.1
净财务收入/(支出)	(58.8)	(188.5)	(79.2)	(37.9)	(19.2)
非经常性收入	(8.0)	27.1	-	-	-
税前利润	1,303.8	1,567.2	2,032.3	2,489.2	2,997.2
所得税	(217.3)	(255.8)	(322.3)	(394.7)	(475.2)
已中止经营业务	-	-	-	-	-
非控制股东权益	(119.6)	(141.0)	(179.3)	(216.6)	(261.6)
净利润	966.9	1,170.4	1,530.7	1,877.9	2,260.3
核心净利润	973.7	1,147.7	1,530.7	1,877.9	2,260.3
息税折摊前收益	1,704.6	2,150.2	2,496.7	2,952.2	3,484.1

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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	12,966.4	13,501.3	13,757.1	14,022.2	14,290.4
物业、厂房及设备	2,355.7	2,740.2	3,168.1	3,605.2	4,045.2
无形资产	6,763.9	6,703.8	6,529.8	6,355.8	6,181.8
商誉	3,456.4	3,486.4	3,486.4	3,486.4	3,486.4
其他非流动资产	390.4	570.9	572.8	574.9	577.0
流动资产	8,070.4	11,384.1	15,453.6	15,204.1	17,410.8
现金及现金等值物	2,147.3	4,530.5	8,272.9	7,118.3	8,316.5
短期投资	1,052.2	-	-	-	-
应收贸易款项	2,716.3	3,024.1	4,012.1	4,541.7	5,135.6
存货	1,894.2	3,551.8	2,890.9	3,266.3	3,681.0
其他流动资产	260.4	277.7	277.7	277.7	277.7
流动负债	3,506.8	4,694.9	4,787.7	5,256.4	6,039.2
银行贷款	1,001.4	638.7	600.5	390.5	386.2
应付贸易账款	2,303.7	3,856.5	3,987.5	4,666.2	5,453.3
其他流动负债	201.7	199.7	199.7	199.7	199.7
非流动负债	4,774.1	6,375.2	7,265.0	5,374.7	5,336.0
银行贷款	2,908.6	4,515.0	5,404.8	3,514.5	3,475.8
其他非流动负债	1,865.5	1,860.2	1,860.2	1,860.2	1,860.2
净资产总值	12,755.9	13,815.3	17,158.0	18,595.2	20,326.0
少数股东权益	1,167.5	1,378.5	1,557.8	1,774.4	2,036.1
股东权益	11,588.3	12,436.8	15,600.2	16,820.8	18,290.0

资料来源: 公司, 招银国际预测

现金流量表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	1,370.2	1,726.8	2,109.6	2,525.1	3,014.2
折摊和摊销	334.4	423.4	387.2	427.1	469.9
营运资金变动	(46.7)	(573.8)	(196.1)	(226.3)	(221.4)
税务开支	(204.3)	(292.9)	(322.3)	(394.7)	(475.2)
其他	11.0	(48.0)	-	-	-
经营活动所得现金净额	1,464.6	1,235.6	1,978.3	2,331.1	2,787.5
资本开支	(2,601.6)	(734.6)	(641.0)	(690.2)	(735.9)
收购子公司	-	-	-	-	-
其他	101.3	1,127.5	74.9	62.5	80.3
投资活动所得现金净额	(2,500.3)	393.0	(566.1)	(627.7)	(655.6)
债务变化	1,820.9	1,193.0	851.6	(2,100.3)	(43.0)
发行新股	(162.2)	80.2	2,168.4	-	-
派息	(245.3)	(337.8)	(535.8)	(657.3)	(791.1)
利息开支	(285.5)	(149.7)	(154.1)	(100.4)	(99.6)
融资活动所得现金净额	1,127.9	785.6	2,330.2	(2,858.0)	(933.7)
现金净变动	92.3	2,414.1	3,742.4	(1,154.6)	1,198.2
年初现金及现金等值物	2,101.9	2,147.3	4,530.5	8,272.9	7,118.3
汇兑差额	(46.8)	(31.0)	-	-	-
年末现金及现金等值物	2,147.3	4,530.5	8,272.9	7,118.3	8,316.5

资料来源: 公司, 招银国际预测

主要比率

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
中药配方颗粒	66.7	66.0	62.9	64.7	66.7
中成药	31.6	34.0	37.1	35.3	33.3
中药饮片	1.6	4.8	11.2	10.7	10.2
大健康产业	0.1	0.7	1.0	1.2	1.3
总额	98.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	58.0	55.8	53.3	53.5	53.7
息税折摊前利润率	26.1	25.8	23.4	23.5	23.7
税前利率	20.0	18.8	19.0	19.8	20.4
净利润率	14.8	14.0	14.3	15.0	15.4
核心净利润率	14.9	13.8	14.3	15.0	15.4
有效税率	16.7	16.3	15.9	15.9	15.9
增长 (%)					
收入	76.1	27.6	28.1	17.5	17.3
毛利	72.1	22.8	22.5	17.8	17.7
息税折摊前利润	110.6	26.1	16.1	18.2	18.0
经营利润	110.1	26.0	22.2	19.7	19.4
净利润	54.6	21.0	30.8	22.7	20.4
核心净利润	81.7	17.9	33.4	22.7	20.4
资产负债比率					
流动比率 (x)	2.3	2.4	3.2	2.9	2.9
平均应收账款周转天数	113.6	82.5	76.7	81.9	80.2
平均应付账款周转天数	90.5	130.5	101.8	67.7	67.7
平均存货周转天数	87.4	119.2	110.1	89.5	86.1
净负债/权益比率 (%)	5.6	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	8.3	9.4	9.8	11.2	12.4
资产回报率	4.6	4.7	5.2	6.4	7.1
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.22	0.26	0.31	0.37	0.45
核心每股盈利(人民币)	0.22	0.26	0.31	0.37	0.45
每股股息(港元)	0.08	0.09	0.11	0.13	0.16
每股账面值(人民币)	2.30	2.47	3.10	3.34	3.63

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: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

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。