

中國中藥(570 HK)

工廠調研紀要

- ❖ **最新消息。**9月26日我們安排了一次中國中藥調研活動，調研地址為廣東省佛山市一方製藥和順工廠，調研期間與公司管理層進行了深度交流，以下是調研重點內容。
- ❖ **中藥配方顆粒業務新催化劑-配藥機。**截至2017上半年，中國中藥於1,740家醫院共計安裝3,072台配藥機。上半年透過配藥機銷售的中藥配方顆粒收入同比增長65.7%至7.53億人民幣，而通過獨立單方包裝的配方顆粒僅同比增長11.9%。上半年透過配方機銷售的中藥配方顆粒占總配方顆粒銷售的29.6%，對比2016上半年的22.1%，占比大幅提升。使用配方機的好處有多種，對患者和醫院來說配藥機操作更為便捷、高效和精準，同時配藥機的處方是保密的，可以防止醫院處方外流。
- ❖ **配藥機的使用帶來了護城河效應。**根據管理層的表述，每台配藥機的製造成本在10萬人民幣左右，公司不會向醫院收取機器費用，配藥機可以協助公司於該醫院配方顆粒的銷售。儘管安裝配藥機會產生額外的攤銷費用，管理層表示配藥機相比於獨立單方包裝的中藥配方顆粒耗費更少的人力和包裝成本。通常情況下，同一家醫院由於藥房空間和存貨的限制，只會安裝1-2家藥企的配藥機，而公司的配藥機只能匹配公司自己的配方顆粒產品，這樣一來防止其他藥企進入醫院且很難取代公司的產品，所以管理層認為配藥機的投入使用可以穩固公司的市場地位，配藥機相比獨立單方包裝產品更具有護城河效應。
- ❖ **生產當地語系化以應對地方保護主義。**目前有部分省份出臺的配方顆粒政策具有地方保護主義意味，地方保護主義對公司來說是一個挑戰。管理層表示，公司未來會當地語系化生產以應對地方保護主義，在全國重點銷售省份設立生產基地，一方目前於甘肅省、山東省和浙江省進行擴建升級或設立新廠房，於當地銷售配方顆粒並進行納稅，同時提供就業崗位，以換取政府的支援。

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	8,101	9,509	11,099
核心淨利潤(百萬人民幣)	536	974	1,187	1,453	1,777
核心EPS(人民幣)	0.15	0.22	0.27	0.33	0.40
EPS變動(%)	-11.5	50.5	22.4	22.5	22.2
市盈率(x)	25.3	16.8	13.7	11.2	9.2
市帳率(x)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
股息率(%)	0.0	2.3	2.6	3.1	3.8
權益收益率(%)	5.6	8.3	9.6	10.9	12.3
淨財務杠杆率(%)	2.6	3.8	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際預測

買入(維持)

目標價	HK\$5.70
(前目標價)	HK\$5.70)
潛在升幅	+31.0%
當前股價	HK\$4.27

吳永泰, CFA

電話：(852) 3761 8780

郵件：cyrusng@cmbi.com.hk

葛晶晶

電話：(852) 3761 8778

郵件：amyge@cmbi.com.hk

醫藥行業

市值(百萬港元)	18,923
3個月平均流通(百萬)	25.3
52周內高/低(港元)	4.84/3.35
總股本(百萬)	4,431.5

資料來源：彭博

股東結構

國藥集團	36.4%
王曉春	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	-9.7%	-8.6%
3月	-2.3%	-8.8%
6月	-2.7%	-13.9%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: Deloitte

公司網站: www.china-tcm.com.cn

- ❖ **新晉的配方顆粒生產企業較難達到現有六家企業的產品標準。**市場的另一個擔憂在於配方顆粒行業放開後，新晉企業的競爭加劇。管理層認為，六家企業積攢了多年的生產經驗，制定了高技術含量的行業標準，對於新晉配方顆粒生產企業來說，短時間內產品較難到達六家企業設立的行業標準。同時規模效應又是另一個制約因素，新晉企業原材料採購議價能力弱，規模較小經營效率較低。且新晉企業可提供的配方顆粒產品種類較少，儘管目前醫院最常使用的配方顆粒品種為 200 種左右（銷售占比 80% 左右），大部分醫院仍然需要全品種的配方顆粒產品。綜上，新晉企業短期內很難從行業龍頭企業中奪取市場份額，管理層認為在未來 3-4 年內配方顆粒行業的市場格局不會有太大的變化。
- ❖ **原材料成本波動可控。**公司原材料成本占到銷售成本的 80%，原材料價格也是不斷波動的。公司管理層表示公司原材料成本可控，原因 1) 公司大規模的集中採購，議價能力強；2) 部分中藥材價格具有週期性，公司會戰略性囤貨；3) 公司產品線較長；4) 公司會策略性調整產品價格。
- ❖ **維持買入評級，目標價不變 5.7 港元。**我們認為中國中藥仍能在快速增長的配方顆粒行業中維持龍頭地位，除此公司其他業務板塊也在快速發展，我們認為中國中藥是中藥生產企業的領軍者，我們維持買入評級，給予目標價 5.7 港元，我們的目標價對應著 2017/2018 年預測市盈率 18.3 倍/15 倍，較目前股價仍有 33.5% 的升幅空間。

圖 1: 同業估值

公司	代碼	股價 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
中國中藥	570	4.27	18,923	16.8	13.7	11.2	1.4	1.3	1.2	10.4	8.4	6.8	8.5	9.5	10.6
石藥集團	1093	13.08	79,187	23.5	29.3	23.3	5.0	6.7	5.7	14.9	18.9	15.0	22.3	23.9	25.4
白雲山	1177	8.33	61,744	21.2	27.9	24.6	4.6	5.2	4.4	10.7	15.0	12.9	23.0	22.5	20.9
中國生物製藥	874	20.05	50,273	16.7	15.5	14.1	1.7	1.5	1.4	12.3	17.2	15.0	11.7	10.1	10.8
麗珠醫藥	1530	12.40	31,481	24.1	30.2	23.0	2.6	3.7	3.2	14.7	20.8	15.9	11.7	12.8	14.9
三生製藥	1513	44.40	30,249	30.1	15.1	17.4	3.8	2.2	2.0	19.5	14.6	12.4	14.5	17.1	12.1
同仁堂科技	2186	4.44	14,746	15.3	12.7	11.2	2.1	1.7	1.5	11.9	9.7	8.3	14.7	14.2	14.1
綠葉製藥	1666	9.80	12,552	27.4	16.3	13.9	3.7	1.8	1.6	14.6	N/A	N/A	14.2	11.8	11.3
神威藥業	2877	6.99	5,781	11.1	10.7	10.9	1.2	0.9	0.9	4.4	1.9	1.6	10.8	8.0	7.6
康臣藥業	1681	6.49	5,375	10.8	11.7	10.0	1.9	2.3	2.0	6.8	6.6	5.5	18.1	22.1	23.6
培力控股	1498	3.47	860	28.3	17.3	15.5	2.0	1.4	N/A	14.2	N/A	N/A	7.0	N/A	N/A
Average				20.8	18.7	16.4	2.9	2.7	2.5	12.4	13.1	10.8	14.8	15.8	15.6

資料來源: 彭博, 招銀國際預測

圖 2: 配藥機



來源: 公司, 招銀國際研究

圖 3: 配藥機制作的調劑專用盒



來源: 公司, 招銀國際研究

圖 4：獨立單方包裝



來源：公司，招銀國際研究

圖 5：獨立單方包裝



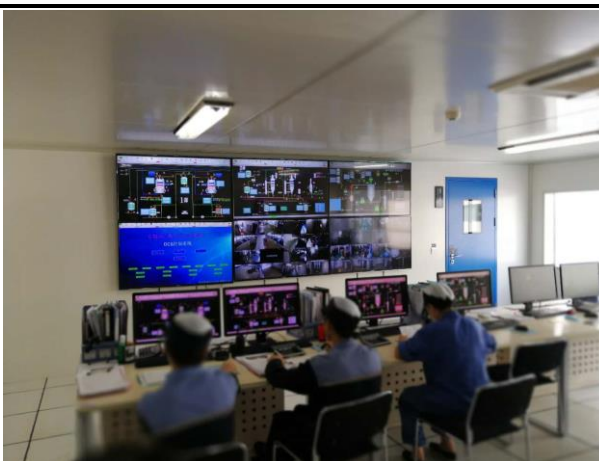
來源：公司，招銀國際研究

圖 6：提煉爐



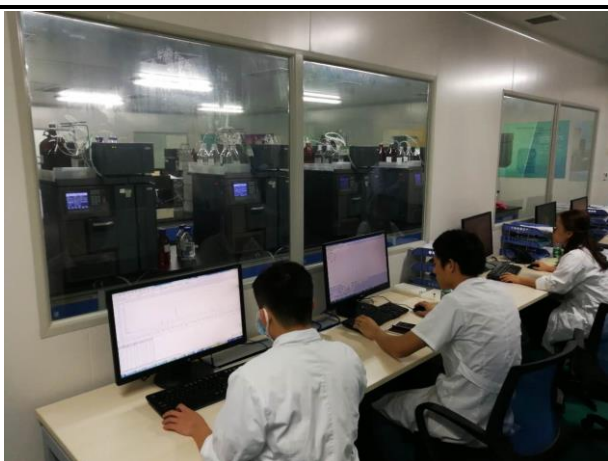
來源：公司，招銀國際研究

圖 7：生產監控室



來源：公司，招銀國際研究

圖 8：高效液相色譜法資料處理室



來源：公司，招銀國際研究

財務報表

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	8,101.2	9,508.5	11,099.2
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	2,299.4	2,457.6	2,640.4
銷售成本	(1,508.7)	(2,745.2)	(3,563.9)	(4,162.2)	(4,837.8)
毛利	2,200.7	3,787.7	4,537.3	5,346.3	6,261.5
其他收益	32.1	67.8	61.6	72.2	84.1
銷售費用	(1,195.6)	(1,968.4)	(2,305.0)	(2,684.5)	(3,110.8)
行政費用	(272.6)	(330.0)	(375.2)	(437.0)	(506.4)
研發開支	(112.3)	(186.8)	(243.0)	(285.3)	(333.0)
息稅前收益	652.3	1,370.2	1,675.7	2,011.7	2,395.4
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)	(96.0)	(79.2)	(37.9)
非經常性收入	12.4	(8.0)	-	-	-
稅前利潤	689.2	1,303.8	1,580.1	1,933.0	2,358.1
所得稅	(119.1)	(217.3)	(250.5)	(306.5)	(373.9)
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	1,186.6	1,453.2	1,776.6
核心淨利潤	535.8	973.7	1,186.6	1,453.2	1,776.6
息稅折攤前收益	820.7	1,707.0	2,036.7	2,409.7	2,831.8

資料來源: 公司, 招銀國際預測

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	12,331.0	12,966.4	13,172.9	13,346.0	13,520.6
物業、廠房及設備	1,974.3	2,355.7	2,733.1	3,077.0	3,422.5
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	10,883.6	12,014.8	11,958.8
現金及現金等值物	2,101.9	2,373.4	4,570.5	5,013.2	4,214.2
短期投資	-	-	-	-	-
應收貿易款項	3,398.2	2,716.3	3,088.1	3,501.0	3,948.8
存貨	1,235.9	1,894.2	2,138.3	2,414.1	2,709.2
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	3,599.6	4,049.0	4,411.1
銀行貸款	1,600.1	1,001.4	546.8	517.6	339.2
應付貿易賬款	2,676.6	2,303.7	2,851.1	3,329.7	3,870.2
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	6,786.8	6,523.8	4,918.0
銀行貸款	850.3	2,908.6	4,921.2	4,658.2	3,052.4
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	13,670.1	14,788.0	16,150.4
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	12,359.6	13,304.2	14,459.0

資料來源: 公司, 招銀國際預測

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	1,675.7	2,011.7	2,395.4
折攤和攤銷	168.4	336.8	361.0	398.0	436.3
營運資金變動	(195.4)	(349.2)	(68.7)	(210.0)	(202.4)
稅務開支	(148.6)	(217.3)	(250.5)	(306.5)	(373.9)
其他	42.1	(262.6)	-	-	0.0
經營活動所得現金淨額	518.7	877.9	1,717.5	1,893.2	2,255.5
資本開支	(237.7)	(759.8)	(567.1)	(570.5)	(610.5)
收購子公司	(7,451.6)	-	-	-	-
其他	531.4	(987.7)	67.4	74.9	62.5
投資活動所得現金淨額	(7,157.9)	(1,747.4)	(499.7)	(495.6)	(547.9)
債務變化	1,202.2	1,459.6	1,558.1	(292.2)	(1,784.2)
發行新股	7,200.0	-	-	-	-
派息	-	(245.1)	(415.3)	(508.6)	(621.8)
利息開支	(72.5)	(73.4)	(163.4)	(154.1)	(100.4)
融資活動所得現金淨額	8,329.7	1,141.0	979.4	(954.9)	(2,506.4)
現金淨變動	1,690.5	271.5	2,197.2	442.6	(798.9)
年初現金及現金等值物	439.4	2,101.9	2,373.4	4,570.5	5,013.2
匯兌差額	(28.0)	-	-	-	-
年末現金及現金等值物	2,101.9	2,373.4	4,570.5	5,013.2	4,214.2

資料來源: 公司, 招銀國際預測

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	66.2	68.3	70.1
中成藥	73.6	33.3	28.4	25.8	23.8
總額	100.0	100.0	95.0	94.0	94.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	59.3	58.0	56.0	56.2	56.4
息稅折攤前利潤率	22.1	26.1	25.1	25.3	25.5
稅前利率	18.6	20.0	19.5	20.3	21.2
淨利潤率	16.9	14.8	14.6	15.3	16.0
核心淨利潤率	14.4	14.9	14.6	15.3	16.0
有效稅率	17.3	16.7	15.9	15.9	15.9
增長 (%)					
收入	37.9	76.1	24.0	17.4	16.7
毛利	33.0	72.1	19.8	17.8	17.1
息稅折攤前利潤	23.2	108.0	19.3	18.3	17.5
經營利潤	19.2	110.1	22.3	20.1	19.1
淨利潤	51.4	54.6	22.7	22.5	22.2
核心淨利潤	28.8	81.7	21.9	22.5	22.2
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.5	2.3	3.0	3.0	2.7
平均應收賬款周轉天數	134.4	113.6	88.4	83.6	82.1
平均應付帳款周轉天數	77.6	90.5	80.1	67.7	67.9
平均存貨周轉天數	81.4	87.4	90.8	87.4	84.2
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	9.6	10.9	12.3
資產回報率	3.3	4.6	4.9	5.7	7.0
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.17	0.22	0.27	0.33	0.40
核心每股盈利(人民幣)	0.15	0.22	0.27	0.33	0.40
每股股息(港元)	-	0.09	0.09	0.11	0.14
每股帳面值(人民幣)	2.51	2.61	2.79	3.00	3.26

資料來源: 公司, 招銀國際預測

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。