

中國中藥(570 HK)

增長故事仍在持續

- ❖ **業績符合預期，主要受中藥配方顆粒強勁增長及中成藥業務反彈帶動。**收入同比增長 27.6% 至 83.4 億人民幣，核心淨利潤同比增長 17.9% 至 11.5 億人民幣。收入比我們及市場預期高出 2.9%/ 4.3%，核心淨利潤低於我們及市場預期 3.2%/ 0.1%。收入增長主要由三塊業務驅動，中藥配方顆粒業務同比增長 26.2%，中成藥業務恢復增速同比增長 15.5% 及新收購的飲片業務並表。公司業績符合我們和市場預期。
- ❖ **庫存措施穩定毛利率水準。**總體毛利率下降 2.2ppt 至 56.0%，主要原因是（1）中藥配方顆粒原材料成本激增，及（2）低毛利飲片業務的整合。由於原材料成本激增，中藥配方顆粒業務毛利率同比下降 1.6ppt 至 58.0%。鑒於此，管理層已囤積原材料庫存以穩定成本：截至 2017 年底，原材料庫存同比增加了 11,000 噸至 18,000 噸，這個庫存量相當於 2018 全年所需原材料的 36%。我們相信此舉可以穩定部分業務的利潤率，但隨著公司持續通過並購拓展低毛利飲片業務，我們預計公司整體利潤率將逐步下降。
- ❖ **中藥配方顆粒和成藥增長勢頭持續。**2017 年中藥配方顆粒錄得高於預期的增速，同比增長 26.2%，我們認為主要由分銷管道擴張推動：三級醫院覆蓋量同比增長 35.7%，二級醫院覆蓋數同比增長 25.9%，基層醫院數量同比增加 49.2%。儘管配方顆粒市場開放的時間和形式目前尚未確定，我們相信中國中藥將繼續抓住機會擴大其分銷網路。成藥業務 17 年下半年增長較強主要由 OTC 業務的銷售帶動。管理層有信心這兩塊業務的增長勢頭能夠持續。
- ❖ **與平安合作探索醫療行業新機會。**2018 年 3 月 29 日，平安人壽同意按每股 4.43 港元認購公司 6.043 億股份。平安在認購完成後將持有 12% 的中國中藥擴充後股本。儘管公司尚未公佈任何以何種形式與平安合作的資訊，但我們認為未來中國中藥有可能會與 Tsumura (4540 JP, 未評級) 在漢方藥領域進行合作。平安是津村的最大股東，而津村是日本漢方藥市場的領導者。我們相信中國中藥將有機會與津村在漢方藥方面達成合作或開發中藥經典名方。
- ❖ **上調 2018/19 年核心淨利潤 4.0%/ 4.5%。**根據公司 2017 年的業績情況，我們相應地調整了部分預測，2018/19 年收入分別上調了 4.1%/ 4.9%，以反映中成藥恢復增速以及中藥配方顆粒增長高於預期。毛利率下調以反映原材料成本上漲可能帶來的成本壓力。整體而言，2018/19 年公司核心淨利潤上調了 4.0%/ 4.5%，以反映收入增長強勁。我們預計公司 2017-20 年收入複合年增長率為 20.9%，核心淨利潤複合年增長率為 25.3%。由於平安配售股份潛在攤薄影響，每股核心盈利複合年增長率將在同期內達到 20.3%。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬人民幣)	6,533	8,338	10,684	12,549	14,719
核心淨利潤 (百萬人民幣)	974	1,148	1,531	1,878	2,260
核心 EPS (人民幣)	0.22	0.26	0.31	0.37	0.45
EPS 變動 (%)	50.5	17.9	21.5	19.0	20.4
市盈率 (x)	21.4	18.2	15.0	12.6	10.4
市帳率 (x)	2.0	1.9	1.5	1.4	1.3
股息率 (%)	1.7	1.9	2.3	2.8	3.3
權益收益率 (%)	8.3	9.4	9.8	11.2	12.4
淨財務杠杆率 (%)	5.6	4.5	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\$7.00
(前目標價)	HK\$5.70
潛在升幅	+20.9%
當前股價	HK\$5.79

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)	25,658
3 個月平均流通(百萬)	95.3
52 周內高/低(港元)	5.90/ 3.84
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	22.7%	26.5%
3 月	39.2%	38.4%
6 月	33.1%	21.9%

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

❖ 維持買入評級，目標價上調至 7.0 港元。考慮到中藥配方顆粒的持續增長，中成藥業務的增速恢復，飲片業務的擴張及與平安未來的潛在合作，我們仍然認為中國中藥將繼續維持中國中藥市場的領軍地位。我們維持對公司的買入評級，並根據我們最新的現金流折現模型推導目標價 7.0 港元，模型變動來自：（1）折現期間從 2017-21 年調整至 2018-22 年，（2）最新的財務預測，以及（3）平安配售帶來的股份稀釋潛在影響。中國中藥目前估值為 2018/19 年預測市盈率 15.0x/12.6x，我們的目標價對應著 2018/19 年預測市盈率 18.1/15.2x，最新目標價較目前股價仍有 20.9% 的上浮空間。

圖 1: 2017 利潤表

	2H16	2H17	按年增長	2016	2017	按年增長	2017E	差距
	百萬人民幣	百萬人民幣		百萬人民幣	百萬人民幣		百萬人民幣	
中藥配方顆粒	2,304	2,956	28.3%	4,359	5,500	26.2%	5,361	2.6%
中成藥	950	1,237	30.2%	2,061	2,381	15.5%	2,299	3.6%
中藥飲片	73	214	193.0%	104	399	283.0%	386	3.3%
中醫藥大藥康產業	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%
銷售成本	(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%
分銷開支	(1,092)	(1,415)	29.6%	(1,968)	(2,437)	23.8%	(2,305)	5.7%
行政開支	(143)	(184)	29.1%	(330)	(349)	5.9%	(375)	-6.9%
研發開支	(87)	(81)	-7.2%	(187)	(202)	8.2%	(243)	-16.8%
經營利潤	686	842	22.7%	1,370	1,727	26.0%	1,676	3.1%
應占聯營公司利潤	(0)	4	N/A	0	2	N/A	0	297.4%
非經營利專案	(9)	38	N/A	(8)	27	N/A	0	N/A
淨財務成本	(38)	(115)	205.1%	(59)	(189)	220.4%	(96)	96.3%
稅前利潤	638	768	20.3%	1,304	1,567	20.2%	1,580	-0.8%
稅項	(97)	(119)	23.0%	(217)	(256)	17.7%	(251)	2.1%
少數股東權益	(65)	(77)	17.7%	(120)	(141)	17.9%	(143)	-1.4%
淨利潤	476	572	20.1%	967	1,170	21.0%	1,187	-1.4%
核心淨利潤	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
經營利潤率	20.6%	19.0%	-1.6ppt	21.0%	20.7%	-0.3ppt	20.7%	0.0ppt
核心淨利率	14.5%	12.2%	-2.4ppt	14.9%	13.8%	-1.1ppt	14.6%	-0.9ppt

資料來源: 公司，招銀國際預測

圖 2: 盈利預測變動

	2018E			2019E		
	舊	新	改變	舊	新	改變
	百萬人民幣	百萬人民幣		百萬人民幣	百萬人民幣	
中藥配方顆粒	6,498	6,724	3.5%	7,784	8,122	4.3%
中成藥	2,458	2,661	8.3%	2,640	2,934	11.1%
中藥飲片	1,194	1,197	0.2%	1,373	1,341	-2.4%
中醫藥大藥房產業	110	102	-7.1%	164	153	-7.1%
收入	10,259	10,684	4.1%	11,962	12,549	4.9%
銷售成本	(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%
經營開支	(3,256)	(3,351)	2.9%	(3,771)	(3,910)	3.7%
研發開支	(308)	(321)	4.1%	(359)	(376)	4.9%
經營利潤	2,033	2,110	3.7%	2,421	2,525	4.3%
淨財務成本	(79)	(79)	0.0%	(38)	(38)	0.0%
應占聯營公司利潤	0	2	297.3%	1	2	297.3%
稅項	(310)	(322)	4.0%	(378)	(395)	4.4%
少數股東權益	(173)	(179)	3.5%	(208)	(217)	4.3%
核心淨利潤	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
經營利潤率	19.8%	19.7%	-0.1ppt	20.2%	20.1%	-0.1ppt
核心淨利率	14.3%	14.3%	0.0ppt	15.0%	15.0%	-0.1ppt

資料來源：招銀國際預測

圖 3: 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	4.48	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
石藥集團	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
中國生物製藥	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
白雲山	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
麗珠醫藥	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
三生製藥	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
綠葉製藥	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
康臣藥業	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
神威藥業	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

資料來源：彭博，招銀國際預測

財務報表

利潤表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	6,532.9	8,337.8	10,683.9	12,549.2	14,718.9
中藥配方顆粒	4,358.5	5,499.7	6,723.9	8,121.8	9,810.3
中成藥	2,061.3	2,838.1	3,960.0	4,427.4	4,908.6
中藥飲片	104.1	398.7	1,197.0	1,340.6	1,501.5
大健康產業	8.9	58.2	101.8	152.7	198.5
銷售成本	(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
銷售費用	(1,968.4)	(2,437.2)	(2,930.6)	(3,419.9)	(3,986.4)
行政費用	(330.0)	(349.4)	(420.2)	(490.4)	(571.6)
研發開支	(186.8)	(202.2)	(320.5)	(376.5)	(441.6)
息稅前收益	1,370.2	1,726.8	2,109.6	2,525.1	3,014.2
應占聯營公司利潤	0.4	1.9	1.9	2.0	2.1
淨財務收入/(支出)	(58.8)	(188.5)	(79.2)	(37.9)	(19.2)
非經常性收入	(8.0)	27.1	-	-	-
稅前利潤	1,303.8	1,567.2	2,032.3	2,489.2	2,997.2
所得稅	(217.3)	(255.8)	(322.3)	(394.7)	(475.2)
已中止經營業務	-	-	-	-	-
非控制股東權益	(119.6)	(141.0)	(179.3)	(216.6)	(261.6)
淨利潤	966.9	1,170.4	1,530.7	1,877.9	2,260.3
核心淨利潤	973.7	1,147.7	1,530.7	1,877.9	2,260.3
息稅折攤前收益	1,704.6	2,150.2	2,496.7	2,952.2	3,484.1

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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	12,966.4	13,501.3	13,757.1	14,022.2	14,290.4
物業、廠房及設備	2,355.7	2,740.2	3,168.1	3,605.2	4,045.2
無形資產	6,763.9	6,703.8	6,529.8	6,355.8	6,181.8
商譽	3,456.4	3,486.4	3,486.4	3,486.4	3,486.4
其他非流動資產	390.4	570.9	572.8	574.9	577.0
流動資產	8,070.4	11,384.1	15,453.6	15,204.1	17,410.8
現金及現金等值物	2,147.3	4,530.5	8,272.9	7,118.3	8,316.5
短期投資	-	-	-	-	-
應收貿易款項	2,716.3	3,024.1	4,012.1	4,541.7	5,135.6
存貨	1,894.2	3,551.8	2,890.9	3,266.3	3,681.0
其他流動資產	260.4	277.7	277.7	277.7	277.7
流動負債	3,506.8	4,694.9	4,787.7	5,256.4	6,039.2
銀行貸款	1,001.4	638.7	600.5	390.5	386.2
應付貿易賬款	2,303.7	3,856.5	3,987.5	4,666.2	5,453.3
其他流動負債	201.7	199.7	199.7	199.7	199.7
非流動負債	4,774.1	6,375.2	7,265.0	5,374.7	5,336.0
銀行貸款	2,908.6	4,515.0	5,404.8	3,514.5	3,475.8
其他非流動負債	1,865.5	1,860.2	1,860.2	1,860.2	1,860.2
淨資產總值	12,755.9	13,815.3	17,158.0	18,595.2	20,326.0
少數股東權益	1,167.5	1,378.5	1,557.8	1,774.4	2,036.1
股東權益	11,588.3	12,436.8	15,600.2	16,820.8	18,290.0

資料來源: 公司, 招銀國際預測

現金流量表

年結:12月31日 (百萬人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	1,370.2	1,726.8	2,109.6	2,525.1	3,014.2
折攤和攤銷	334.4	423.4	387.2	427.1	469.9
營運資金變動	(46.7)	(573.8)	(196.1)	(226.3)	(221.4)
稅務開支	(204.3)	(292.9)	(322.3)	(394.7)	(475.2)
其他	11.0	(48.0)	-	-	-
經營活動所得現金淨額	1,464.6	1,235.6	1,978.3	2,331.1	2,787.5
資本開支	(2,601.6)	(734.6)	(641.0)	(690.2)	(735.9)
收購子公司	-	-	-	-	-
其他	101.3	1,127.5	74.9	62.5	80.3
投資活動所得現金淨額	(2,500.3)	393.0	(566.1)	(627.7)	(655.6)
債務變化	1,820.9	1,193.0	851.6	(2,100.3)	(43.0)
發行新股	(162.2)	80.2	2,168.4	-	-
派息	(245.3)	(337.8)	(535.8)	(657.3)	(791.1)
利息開支	(285.5)	(149.7)	(154.1)	(100.4)	(99.6)
融資活動所得現金淨額	1,127.9	785.6	2,330.2	(2,858.0)	(933.7)
現金淨變動	92.3	2,414.1	3,742.4	(1,154.6)	1,198.2
年初現金及現金等值物	2,101.9	2,147.3	4,530.5	8,272.9	7,118.3
匯兌差額	(46.8)	(31.0)	-	-	-
年末現金及現金等值物	2,147.3	4,530.5	8,272.9	7,118.3	8,316.5

資料來源: 公司, 招銀國際預測

主要比率

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
中藥配方顆粒	66.7	66.0	62.9	64.7	66.7
中成藥	31.6	34.0	37.1	35.3	33.3
中藥飲片	1.6	4.8	11.2	10.7	10.2
大健康產業	0.1	0.7	1.0	1.2	1.3
總額	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
息稅折攤前利潤率	26.1	25.8	23.4	23.5	23.7
稅前利率	20.0	18.8	19.0	19.8	20.4
淨利潤率	14.8	14.0	14.3	15.0	15.4
核心淨利潤率	14.9	13.8	14.3	15.0	15.4
有效稅率	16.7	16.3	15.9	15.9	15.9
增長 (%)					
收入	76.1	27.6	28.1	17.5	17.3
毛利	72.1	22.8	22.5	17.8	17.7
息稅折攤前利潤	110.6	26.1	16.1	18.2	18.0
經營利潤	110.1	26.0	22.2	19.7	19.4
淨利潤	54.6	21.0	30.8	22.7	20.4
核心淨利潤	81.7	17.9	33.4	22.7	20.4
資產負債比率					
流動比率 (x)	2.3	2.4	3.2	2.9	2.9
平均應收賬款周轉天數	113.6	82.5	76.7	81.9	80.2
平均應付賬款周轉天數	90.5	130.5	101.8	67.7	67.7
平均存貨周轉天數	87.4	119.2	110.1	89.5	86.1
淨負債/權益比率 (%)	5.6	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	8.3	9.4	9.8	11.2	12.4
資產回報率	4.6	4.7	5.2	6.4	7.1
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.22	0.26	0.31	0.37	0.45
核心每股盈利(人民幣)	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
每股帳面值(人民幣)	2.30	2.47	3.10	3.34	3.63

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: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

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。