# 中国中药（570）

更新报告

**买入**

2015 年 3 月 20 日

## 业绩符合预期，并购天江打造中药航母

- **年报业绩符合预期，14 年下半年加速增长：**公司全年收入增长 92.9%至 26.9 亿人民币，毛利率增长 100.3%至 5.45 亿人民币，毛利率增加 2.3ppts 至 61.5%，净利润增长 108.1%达到 4.13 亿人民币，净利润率增加 1.2ppts 至 15.4%。每股盈利增长 68.4%至 16.3 分，符合我们之前预期。下半年相比上半年收入增长达 13%，主要因鼻炎康、玉屏风、冯了性、颈舒、润燥止痒增长加快。同时下半年毛利率提升至 62%，实际税率下降至 13%，因此利润相比上半年增长达到 17.7%。
- **并购天江药业，打造中药航母：**正如此前报告所提，公司近期并购的天江药业是中药配方颗粒的龙头企业，市占率高达 50%以上，远高于其它竞争对手，09-13 年销售额复合增长率高达 69%，高于行业增长。我们预测并购天江后公司 16 年 EPS 将至少增厚 45%左右*。中药配方颗粒具备较高的准入门槛，将每味药制成安全有效的现代颗粒技术的试验成本平均需 100 万人民币左右，现仅有的几家配方颗粒厂家均能生产 500 味以上配方颗粒，龙头企业天江药业能够生产约 700 单位药配方颗粒。目前传统饮片市场规模约 1500 亿，随着配方颗粒市场逐步开放、医保覆盖，配方颗粒渗透率将逐步提高。未来不排除公司利用现有配方颗粒技术及药食同源原理，开发出符合国人养生习惯的保健配方颗粒。
- **低价药逆势提价，经典良药价值回归：**2014 年国家为保护安全有效又廉价的经典药品而公布了低价药目录，鼻炎康入选其中。在内蒙及江西 12 月的常用低价药自主报价中，单粒报价分别比近期其他省份平均中标价提高 95%及 50%，彰显了药品价值的回归。随着呼吸道疾病患者群日益壮大，受保护及认可的鼻炎康将走得更长远。另外新进 12 版基药的枣仁安神及润燥止痒亦在近一年基药招标中小有斩获，新进入湖南、吉林、青海及增补进云南基药市场。其他产品在近一年招标价格有小幅下降，但影响甚微，极个别产品因在个别省份改换规格中标价有上升。
- **提高目标价至 6.93 港元，买入评级：**我们基于多种假设条件做出预测，假定公司以 4.5 港币，股权融资占融资额约 50%，购得天江共 81.48%股份，同时略调高原盈利预测，得 15/16 年 EPS 为 19.7/34.3 人民币分，以 16 年原中国中药 EPS12 倍及天江药业 EPS20 倍分开给予估值，得到 12 个月内的目标价 6.93 港元，较现价有 45%的上升空间，维持买入评级。

*注：1）计算基于假设股权融资占融资额约 50%，配股价格 4.5 港元，天江增长 25%的保守预测，详见我们上一份报告或与我们联系. 2） 1 人民币=1.25 港币


**蓝宇**

**852-25321954**

**Yu.lan@firstshanghai.com.hk**


### 主要数据

| | |
|---|---|
| 行业 | 医药 |
| 股价 | 4.78 港元 |
| 目标价 | 6.93 港元（+45%） |
| 股票代码 | 0570 |
| 已发行股本 | 25.34 亿股 |
| 市值 | 121 亿港元 |
| 52 周高/低 | 5.2/3.1 港元 |
| 每股净资产 | 1.29 人民币 |
| 主要股东 | 国药集团（43.64%） |

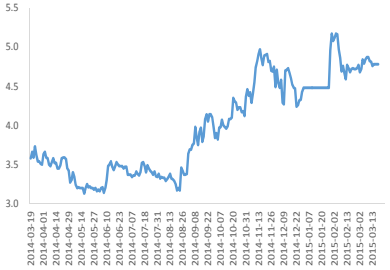
### 盈利摘要

| 截至12月31日全年 | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|---|---|---|---|---|---|
| 收入（千人民币） | 1,394,613 | 2,690,173 | 3,191,646 | 3,785,941 | 4,479,329 |
| 增长 | 10.0% | 92.9% | 18.6% | 18.6% | 18.3% |
| 归属股东盈利（千人民币） | 198,463 | 413,090 | 471,718 | 598,680 | 737,361 |
| 每股盈利（人民币分） | 9.68 | 16.30 | 18.62 | 23.63 | 29.10 |
| 增长 | 2.4% | 68.4% | 14.2% | 26.9% | 23.2% |
| 市盈率@4.78港元（倍） | 39.5 | 23.5 | 20.5 | 16.2 | 13.1 |
| 并天江后每股盈利（15年并50%） | | 16.3 | 19.7 | 34.3 | 43.9 |
| 市盈率@4.78港元（倍） | | 23.5 | 19.4 | 11.1 | 8.7 |

资料来源：公司信息，第一上海预测

注：暂未计入并入天江后收益

### 股价表现




资料来源：彭博

# 附录：主要财务报表

损益表
〈千人民币〉，财务年度截至〈十二月〉

| | 2013实际 | 2014实际 | 2015预测 | 2016预测 | 2017预测 |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 1,394,613 | 2,690,173 | 3,191,646 | 3,785,941 | 4,479,329 |
| 毛利 | 825,779 | 1,654,323 | 1,994,779 | 2,385,143 | 2,844,374 |
| 销售及管理费用 | -576,937 | -1,143,830 | -1,401,133 | -1,646,884 | -1,948,508 |
| 其他净收入 | 23,915 | 34,897 | 25,533 | 30,288 | 35,835 |
| 营运收入 | 272,757 | 545,390 | 619,179 | 768,546 | 931,700 |
| 财务开支 | -35,182 | -64,217 | -64,217 | -64,217 | -64,217 |
| 税前盈利 | 237,575 | 481,173 | 554,962 | 704,329 | 867,483 |
| 所得税 | -38,218 | -69,627 | -83,244 | -105,649 | -130,123 |
| 少数股东权益 | -894 | 1,544 | - | - | - |
| 净利润 | 198,463 | 413,090 | 471,718 | 598,680 | 737,361 |
| 增长 | | | | | |
| 总收入（%） | 10% | 93% | 19% | 19% | 18% |
| 净利润（%） | 25% | 108% | 14% | 27% | 23% |

资产负债表
〈千人民币〉，财务年度截至〈十二月〉

| | 2013实际 | 2014实际 | 2015预测 | 2016预测 | 2017预测 |
|---|---|---|---|---|---|
| 现金 | 345,411 | 433,914 | 1,021,040 | 1,355,473 | 1,782,724 |
| 应收账款 | 1,016,832 | 1,236,400 | 1,136,751 | 1,348,417 | 1,595,377 |
| 存货 | 405,504 | 417,695 | 475,468 | 556,482 | 649,503 |
| 其他流动资产 | 10,403 | 6,469 | 6,469 | 6,469 | 6,469 |
| 总流动资产 | 1,778,150 | 2,094,478 | 2,639,727 | 3,266,841 | 4,034,073 |
| 固定资产 | 795,692 | 960,240 | 1,027,710 | 1,101,926 | 1,183,564 |
| 无形资产 | 997,351 | 948,005 | 853,205 | 767,884 | 691,096 |
| 其他非流动资产 | 1,495,277 | 1,329,129 | 1,329,129 | 1,329,129 | 1,329,129 |
| 总资产 | 5,066,470 | 5,331,852 | 5,849,771 | 6,465,780 | 7,237,862 |
| | | | | | |
| 应付帐款 | 595,763 | 540,113 | 688,609 | 805,939 | 940,659 |
| 短期借款 | 583,626 | 501,648 | 401,648 | 301,648 | 201,648 |
| 其他短期负债 | 84,999 | 92,080 | 92,080 | 92,080 | 92,080 |
| 总短期负债 | 1,264,388 | 1,133,841 | 1,182,337 | 1,199,667 | 1,234,387 |
| 其他长期负债 | 967,319 | 940,889 | 938,594 | 938,594 | 938,594 |
| 总负债 | 2,231,707 | 2,074,730 | 2,120,931 | 2,138,261 | 2,172,981 |
| | | | | | |
| 股东权益 | 2,834,763 | 3,257,122 | 3,728,840 | 4,327,520 | 5,064,881 |
| 每股权益 | 1.12 | 1.29 | 1.47 | 1.71 | 2.00 |

财务分析
〈千人民币〉，财务年度截至〈十二月〉

| | 2013实际 | 2014实际 | 2015预测 | 2016预测 | 2017预测 |
|---|---|---|---|---|---|
| 盈利能力 | | | | | |
| 毛利率（%） | 59% | 61% | 63% | 63% | 64% |
| 净利率(%) | 14% | 15% | 15% | 16% | 16% |
| | | | | | |
| 营运表现 | | | | | |
| SG&A/收入(%) | 41% | 43% | 44% | 44% | 44% |
| 实际税率（%） | 16% | 14% | 15% | 15% | 15% |
| | | | | | |
| 财务状况 | | | | | |
| 负债/权益 | 0.79 | 0.64 | 0.57 | 0.49 | 0.43 |
| 收入/总资产 | 0.28 | 0.50 | 0.55 | 0.59 | 0.62 |
| 总资产/股本 | 21.55 | 22.68 | 24.88 | 27.50 | 30.79 |
| 盈利对利息倍数 | 7.75 | 8.49 | 9.64 | 11.97 | 14.51 |

现金流量表
〈千人民币〉，财务年度截至〈十二月〉

| | 2013实际 | 2014实际 | 2015预测 | 2016预测 | 2017预测 |
|---|---|---|---|---|---|
| 税前盈利 | 237,575 | 481,173 | 554,962 | 704,329 | 867,483 |
| 非现金项调整 | 87,095 | 190,364 | 189,270 | 195,523 | 202,088 |
| 营运资金变动 | -189,059 | -132,854 | 190,372 | -175,350 | -205,261 |
| 支付所得税 | -50,752 | -92,849 | -83,244 | -105,649 | -130,123 |
| 经营活动净流入（出）现金 | 84,859 | 445,834 | 851,360 | 618,852 | 734,188 |
| | | | | | |
| 购买固定资产支付现金 | -50,299 | -68,804 | -97,722 | -120,202 | -142,721 |
| 其他投资活动支付现金 | -1,381,691 | -128,391 | - | - | - |
| 投资活动净流入（出）现金 | -1,431,990 | -197,195 | -97,722 | -120,202 | -142,721 |
| | | | | | |
| 负债变动现金流入（出） | 627,611 | -143,900 | -166,512 | -164,217 | -164,217 |
| 权益变动现金流入（出） | 1,016,335 | 10,813 | - | - | - |
| 融资活动净流入（出）现金 | 1,643,946 | -133,087 | -166,512 | -164,217 | -164,217 |
| | | | | | |
| 现金变化 | 296,815 | 115,552 | 587,126 | 334,433 | 427,250 |
| 汇率影响 | - | - | - | -2,662 | - |
| 期初持有现金 | 46,258 | 345,411 | 433,914 | 1,021,040 | 1,355,473 |
| 期末持有现金 | 343,073 | 460,963 | 1,021,040 | 1,352,811 | 1,782,724 |

资料来源：公司公告，第一上海预测

注：暂未计入并入天江后收益


本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

**第一上海证券有限公司**
香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准，不得复印、节录，也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得，但第一上海不能保证其准确、正确或完整，而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改，第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目，或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2015 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。