

买入

2014年9月3日

中期业绩高于预期，整合成效初现，期待后续并购

- **中期业绩增高于预期：**公司 2014 上半年收入同比增长 144.3%至 12.6 亿人民币，毛利润增长 157%至 7.7 亿元，毛利率增加 0.9 个百分点至 60.9%，净利润同比增长 199.5%至 1.89 亿人民币，EPS 同比增长 114.7%至 7.45 分，净利率提升 2.7 个百分点至 14.9%。公司中期业绩高于预期。
- **并购整合成效初现，费用率有所下降：**由原盈天与同济堂合并的现中国中药，在渠道与产品均有各自优势。通过整合之后，公司的费用率对比去年同期有所下降，这导致了公司的利润率有所提升。原盈天旗下的产品增长放缓，主要因为同济堂的团队对盈天的产品熟悉不够，下半年盈天产品销售有望加强。未来整合效应会继续加强。
- **招标缓慢，下半年有望加速增长：**14 年的招标情况比预期要缓慢，目前完成招标的省份不多，实施的情况也并不理想。中国中药拥有 7 个独家基药品种，其中 5 个销售过亿。独家基药产品具备较好的价格优势，随着招标的进展，公司的潜力品种有望加速增长。另外公司有 100 多个品种进入了国家的低价药目录，其中销量较大的有鼻炎康和仙灵骨葆片剂，虽然短期内还没有很大的影响，但是未来不排除这些产品有涨价的空间。
- **公司目标成为百亿级别的中药集团，期待并购带来新增长：**中国中药是国药集团旗下的中药上市平台，依托国药集团的平台和资源，公司有望在未来涉足与中药相关的医疗行业及饮片业务，作为现有业务的补充与延伸。未来打造百亿中药平台的战略定位依然没有改变，未来并购将有望为公司带来新的增长。
- **维持目标价至 4.67 港元，买入评级：**我们调高了公司的盈利预测，预计公司 13-15 年每股盈利分别为 13.36/17.75/21.64 分人民币，我们维持原有目标价 4.67 港元，相当于 2015 年每股盈利 21 倍市盈率。目标价较现价有 26.6%的上升空间，维持买入评级。

蓝宇

852-25321954

Yu.lan@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	医药
股价	3.69 港元
目标价	4.67 港元 (26.6%)
股票代码	570
已发行股本	25.34 亿股
市值	93.5 亿港元
52 周高/低	3.98/2.66 港元
每股净现值	1.16 人民币
主要股东	国药集团(40.1%)

盈利摘要

截至12月31日全年	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
收入(千人民币)	1,268,143	1,394,613	2,592,866	3,206,956	3,976,690
增长	24.8%	10.0%	85.9%	23.7%	24.0%
归属股东盈利(千人民币)	207,134	198,463	338,581	449,642	548,270
每股盈利(分)	11.61	9.68	13.36	17.75	21.64
增长	187.4%	-16.6%	38.0%	32.8%	21.9%
市盈率@3.69港元(倍)	25.43	30.50	22.09	16.64	13.64
每股股息(分)	8.00	0.00	4.01	5.32	6.49
股息率	2.2%	0.0%	1.1%	1.4%	1.8%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

附录 1: 主要财务报表

损益表

<千人民币>, 财务年度截至<十二月>

	2012实际	2013实际	2014预测	2015预测	2016预测
营业收入	1,031,766	1,394,613	2,592,866	3,206,956	3,976,690
毛利	564,013	825,779	1,581,648	1,988,313	2,465,548
销售及管理费用	-353,533	-576,937	-1,153,825	-1,443,130	-1,809,394
其他净收入	25,315	23,915	23,336	28,863	35,790
营运收入	235,795	272,757	451,159	574,045	691,944
财务开支	-19,389	-35,182	-46,423	-36,550	-36,550
税前盈利	216,406	237,575	404,735	537,495	655,394
所得税	-43,389	-38,218	-62,734	-83,312	-101,586
少数股东权益	-4,491	-894	-3,420	-4,542	-5,538
净利润	168,526	198,463	338,581	449,642	548,270
增长					
总收入 (%)	1.6%	10.0%	85.9%	23.7%	24.0%
净利润 (%)	218.2%	24.6%	100.9%	126.6%	61.9%

资产负债表

<千人民币>, 财务年度截至<十二月>

	2012实际	2013实际	2014预测	2015预测	2015预测
现金	46,258	345,411	353,597	306,006	455,684
应收账款	442,786	1,016,832	959,005	1,186,134	1,470,831
存货	161,043	405,504	401,717	484,119	600,317
其他流动资产	164,404	10,403	10,403	10,403	10,403
总流动资产	814,491	1,778,150	1,724,722	1,986,662	2,537,234
固定资产	419,358	795,692	922,978	1,037,535	1,125,362
无形资产	73,691	997,351	897,616	807,854	727,069
其他非流动资产	246,680	1,495,277	1,495,277	1,495,277	1,495,277
总资产	1,554,220	5,066,470	5,040,593	5,327,328	5,884,942
应付帐款	205,812	595,763	581,797	701,137	869,424
短期借款	414,420	583,626	333,626	181,730	181,730
其他短期负债	29,020	84,999	84,999	84,999	84,999
总短期负债	649,252	1,264,388	1,000,422	967,866	1,136,153
其他长期负债	59,197	967,319	967,319	967,319	967,319
总负债	708,449	2,231,707	1,967,741	1,935,185	2,103,472
股东权益	845,771	2,834,763	3,075,190	3,394,481	3,783,808
每股权益	0.47	1.12	1.21	1.34	1.49

财务分析

<千人民币>, 财务年度截至<十二月>

	2012实际	2013实际	2014预测	2015预测	2016预测
盈利能力					
毛利率 (%)	54.7%	59.2%	61.0%	62.0%	62.0%
净利率 (%)	-0.4%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
营运表现					
SG&A收入 (%)	34.3%	41.4%	44.5%	45.0%	45.5%
实际税率 (%)	20.0%	16.1%	15.5%	15.5%	15.5%
财务状况					
负债/权益	1.19	1.27	1.56	1.75	1.80
收入/总资产	0.66	0.28	0.51	0.60	0.68
总资产/股本	8.85	21.55	21.44	22.66	25.03
盈利对利息倍数	12.16	7.75	9.72	15.71	18.93

现金流量表

<千人民币>, 财务年度截至<十二月>

	2012实际	2013实际	2014预测	2015预测	2015预测
税前盈利	265,984	237,575	404,735	537,495	655,394
非现金项调整	10,828	12,045	238,456	230,065	229,872
营运资金变动	-150,846	-335,699	47,648	-190,190	-232,607
支付所得税	-53,330	-38,218	-62,734	-83,312	-101,586
经营活动净流入(出) 现金	72,636	-124,297	628,105	494,058	551,072
购买固定资产支付现金	-61,158	-278,499	-219,584	-218,311	-200,363
其他投资活动支付现金	-150,000	-47,901	0	0	0
投资活动净流入(出) 现金	-211,158	-326,400	-219,584	-218,311	-200,363
负债变动现金流入(出)	146,703	61,155	-296,423	-188,446	-36,550
权益变动现金流入(出)	-136,158	112,816	-101,574	-134,892	-164,481
融资活动净流入(出) 现金	10,545	173,971	-397,998	-323,338	-201,031
现金变化	-127,977	-276,726	10,524	-47,591	149,678
汇率影响	0	0	0	0	0
期初持有现金	42,354	-85,623	343,073	353,597	306,006
期末持有现金	-85,623	-362,349	353,597	306,006	455,684

数据来源: 公司资料、第一上海预测

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。