

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。