



中国中药 (570)

评级：强烈买入 (维持) / 目标价：\$7.40 (下调)

出售血液制品公司，集中发展主营中药业务

于10月9日，中国中药宣布向中国医药集团的间接附属公司出售贵州血液制品有限公司，作价90.6百万人民币，交易预料将于2018年内完成。集团配方颗粒和饮片业务近年发展十分迅速，当中配方颗粒业务更处于领先地位，集团充分利用其领先地位，投入资金研究多个汤剂标准和经典名方，倘若获得通过，集团将获得于该种汤剂和药方的先发者优势，有利集团巩固领导地位。

利好因素

出售血液制品联营公司。 集团于10月9日公布，将出售贵州血液制品有限公司(前称贵州中泰生物科技)予其关连公司，出售后集团将不再拥有该公司任何权益，出售预计将于2018年内完成，将为集团带来90.6百万人民币。现时，集团拥有该公司20%权益，为集团的联营公司，于2017年，该公司净利润为1,226万人民币，以此计算，集团应占部份仅为245万人民币，而该公司于2018年中期录得1,016万的净亏损，应占部份为203万人民币，对集团以10亿计的利润规模相距甚远，因此我们认为此出售对集团业绩影响十分有限。资料显示，该公司于2017年的账面值为8,966万人民币，与出售价格相去不远。

出售旁支业务，主力发展中药业务。 集团主营业务为配方颗粒、中成药和中药饮片。贵州血液制品专注于研发、制造及销售血浆类生物医药产品，而该市场竞争激烈，导致该公司于中期录得亏损，出售该公司有利集团更集中发展其中药业务，于此次交易所得90.6百万人民币，我们相信集团或将所得用作收购更多中药业务相关公司，尤其是配方颗粒和中药饮片公司。事实上，于2018年3月，集团向中国平安配股集资26.77亿港元，当中约15亿港元将用于该两业务的公司并购和扩展全国布局，预料于此次交易所得将用于上述用途。

研究汤剂标准以维持优势。 集团积极研究配方颗粒标准，于中期开始制备和研究约170多个汤剂标准，并已递交了当中的123个标准予药典委评审。集团亦参与经典名方的标准研究，现时已开始35个研究项目，并致力于两年内完成国家目录中100个经典名方的标准研究。集团也开始以科学方式研究配方颗粒分煎锅共煎的药效研究。我们相信，参与此等项目有助集团巩固其领先优势，除了能提升行业药物素质外，还能为集团取得先发者优势，抢夺市场份额。

我们下调中国中药目标价至7.40港元。我们轻微调整中国中药未来3年的收入和盈利预测，主要是基于集团配方颗粒和中药饮片业务假设调整如产能、管道和利润率等。鉴于金融市场估值普遍下降，我们下调中国中药估值模型的价值倍数，因此我们下调其目标价至7.40港元，潜在升幅达54%，我们维持「强烈买入」评级。

分析师

黄恩赐

(852) 3983 0882

johnwong@china-invs.hk

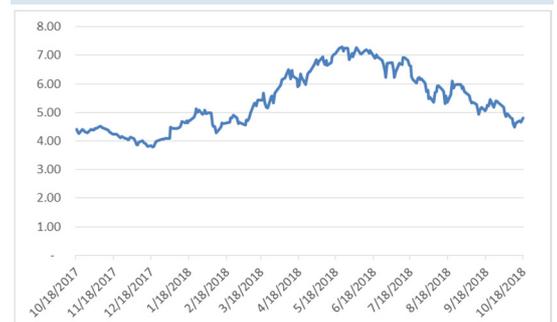
主要数据

评级	强烈买入 (维持)
目标价	7.40 (下调)
当前股价	4.81
总股本 (百万股)	5,036
总市值 (百万港元)	24,222
3个月平均成交 (百万港元)	88
52周股价波幅	3.79 - 7.52
主要股东	国药集团
公司业务	研发、生产及销售中药产品

财务数据

(百万元人民币)	2017	2018	2019	2020
		预测	预测	预测
收入	8,338	10,073	11,978	13,527
毛利	4,652	5,649	6,727	7,596
经营利润	1,788	1,921	2,291	2,588
报告利润	1,170	1,307	1,575	1,786
每股利润	21.73	26.41	25.95	31.30
市盈率 (倍)	13.12	17.61	17.92	14.86
市账率 (倍)	1.23	1.66	1.56	1.46
股息率 (%)	2.28	1.72	1.95	2.36
股本回报率 (%)	8.47	7.49	8.46	8.95
总债务与权益 (%)	20.18	30.65	37.30	32.24

股价表现



财务数据

综合收益表 (百万元人民币)	2016	2017	2018 预测	2019 预测	2020 预测
收益	6,533	8,338	10,073	11,978	13,527
销售成本	(2,745)	(3,686)	(4,424)	(5,251)	(5,931)
毛利	3,788	4,652	5,649	6,727	7,596
其他收入及收益	75	125	102	118	135
经营开支	(2,298)	(2,787)	(3,545)	(4,215)	(4,760)
研发开支	(187)	(202)	(285)	(339)	(383)
经营溢利	1,378	1,788	1,921	2,291	2,588
财务成本	(73)	(221)	(223)	(244)	(267)
除税前溢利	1,305	1,567	1,698	2,047	2,321
所得税	(217)	(256)	(274)	(331)	(375)
除税后溢利	1,088	1,311	1,424	1,716	1,946
非控股权益	(120)	(141)	(117)	(141)	(160)
年内溢利	968	1,170	1,307	1,575	1,786

现金流量表 (百万元人民币)	2016	2017	2018 预测	2019 预测	2020 预测
除税前溢利	1,304	1,567	1,698	2,048	2,321
非持续经营业务溢利	0	0	0	0	0
折旧与摊销	337	423	379	404	430
其他摊销	(2)	(33)	(29)	(23)	(19)
应收帐减值	80	(13)	0	0	0
存货减值	16	(8)	0	0	0
财务成本	73	221	223	244	267
利息收入	(15)	(33)	(73)	(95)	(117)
其他	(78)	(23)	(16)	(9)	(9)
存货减少/(增加)	(600)	(1,623)	161	191	216
应收贸易账款减少/(增加)	189	(315)	(2,542)	(1,054)	(857)
应付贸易账款增加/(减少)	364	1,363	(135)	722	588
已付所得税	(204)	(293)	(200)	(274)	(331)
经营获得所得现金流量净额	1,464	1,233	(534)	2,154	2,489
利息收入	15	33	73	95	117
购入物业、厂房及设备	(228)	(595)	(246)	(268)	(292)
购入无形资产	(8)	(8)	(277)	(288)	(299)
收购附属公司之代价	(1,344)	(108)	0	0	0
其他	(935)	1,072	0	0	0
投资活动所用现金流量净额	(2,500)	394	(450)	(461)	(474)
偿还银行贷款	(1,758)	(2,170)	475	516	589
派发股息	(245)	(316)	(457)	(552)	(625)
股份回购	(162)	0	0	0	0
财务成本	(59)	(157)	(223)	(244)	(267)
新增无抵押票据	2,485	1,988	0	0	0
新增银行贷款	1,094	1,406	0	0	0
发行股份	0	0	2,677	0	0
其他	(226)	34	0	0	0
融资活动所用现金流量净额	1,129	785	2,472	(280)	(303)
现金及现金等价物增加/(减少)净额	93	2,412	1,488	1,413	1,712
年初现金及现金等价物	2,102	2,147	4,788	6,275	7,689
汇率变动的影响,净额	(48)	(28)	(1)	1	0
受限制现金	226	257	0	0	0
年末现金及现金等价物	2,373	4,788	6,275	7,689	9,401

资产负债表 (百万元人民币)	2016	2017	2018 预测	2019 预测	2020 预测
物业、厂房及设备	2,021	2,394	2,446	2,503	2,564
商誉	3,456	3,486	3,486	3,486	3,486
无形资产	6,764	6,704	6,795	6,891	6,989
其他	725	917	934	943	952
非流动资产总值	12,966	13,501	13,661	13,823	13,991
存货	1,894	3,552	3,391	3,199	2,983
应收贸易账款	2,716	3,024	5,573	6,627	7,483
预付款、按金及其他应收款项	10	20	12	13	13
现金及现金等价物	2,373	4,788	6,275	7,689	9,401
其他	1,079	1	1	0	3
流动资产总值	8,072	11,385	15,252	17,528	19,883
应付贸易账款	2,304	3,857	3,721	4,444	5,032
银行借款	1,001	639	0	33	639
其他	202	200	274	331	375
流动负债总额	3,507	4,696	3,995	4,808	6,046
银行借款	423	33	1,147	1,629	1,612
无抵押票据	2,486	4,482	4,482	4,482	4,482
其他	1,866	1,860	1,831	1,808	1,789
非流动负债总额	4,775	6,375	7,460	7,919	7,883
资产净值	12,756	13,815	17,458	18,624	19,945
股本	9,810	9,810	12,487	12,487	12,487
储备	1,778	2,627	3,476	4,501	5,662
公司拥有人应占权益	11,588	12,437	15,963	16,988	18,149
非控股权益	1,168	1,378	1,495	1,636	1,796
总权益	12,756	13,815	17,458	18,624	19,945

比率分析	2016	2017	2018 预测	2019 预测	2020 预测
同比增长					
收入	76.1%	27.6%	20.8%	18.9%	12.9%
毛利	72.1%	22.8%	21.4%	19.1%	12.9%
净利	54.6%	20.9%	11.7%	20.5%	13.4%
盈利能力					
毛利率	58.0%	55.8%	56.1%	56.2%	56.2%
净利率	14.8%	14.0%	13.0%	13.1%	13.2%
资本回报率	5.8%	6.2%	5.7%	6.4%	6.7%
净资产收益率	7.6%	8.5%	7.5%	8.5%	9.0%
流动性和偿付能力					
流动比率	2.3	2.4	3.8	3.6	3.3
速冻比率	1.8	1.7	3.0	3.0	2.8
现金比率	0.7	1.0	1.6	1.6	1.6
总债务与权益	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3
营运资金管理					
应收账款天数	151.7	132.4	201.9	201.9	201.9
应付账款天数	306.4	381.9	307.0	308.9	309.7
存货周转天数	251.8	351.7	279.8	222.4	183.6
杜邦分析					
净利率	14.8%	14.0%	13.0%	13.1%	13.2%
资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
杠杆比率	1.6	1.8	1.7	1.7	1.7

来源: 中国中药、中投证券(香港)

免责声明

公司评级定义：

强烈买入：预期未来 6-12 个月内，股价相对恒生指数涨幅 20%以上
买入：预期未来 6-12 个月内，股价相对恒生指数涨幅介于 10%-20%之间
持有：预期未来 6-12 个月内，股价相对恒生指数变动介于 ±10%之间
沽售：预期未来 6-12 个月内，股价相对恒生指数跌幅 10%以上

行业评级定义：

看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于恒生指数 5%以上
中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对恒生指数持平
看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于恒生指数 5%以上

本报告所载信息、工具及数据仅作参考数据用途，并不用作或视作为销售、提呈或招揽购买或认购本报告所述证券、投资产品或其他金融工具之邀请或要约，也不构成对有关证券、投资产品或其他金融工具的任何意见或建议，编制本研究报告仅作一般发送，并不考虑接获本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况及特别需求。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下须就本报告所述任何证券咨询独立财务顾问。

本报告所载信息、工具及数据并非用作或拟作分派予在分派、刊发、提供或使用有关信息、工具及数据抵触适用法例或规例之司法权区或导致中投证券(香港)金融控股有限公司的子公司包括中投证券国际经纪有限公司及中投证券国际期货有限公司(统称「中投证券(香港)」)须遵守该司法权区之任何注册或申领牌照规定的有关司法权区的公民或居民。

本报告所载资料及意见均获自或源于中投证券(香港)可信之数据源，但中投证券(香港)并不就其准确性或完整性作出任何声明，于法律及/或法规准许情况下，中投证券(香港)概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任，本报告不应倚赖以取代独立判断。中投证券(香港)可能已刊发与本报告不一致及与本报告所载资料达致不同结论之其他报告。该等报告反映不同假设、观点及编制报告之分析员之分析方法。

主要负责编制本报告之研究分析员确认：(a) 本报告所载所有观点准确反映其有关任何及所有所述证券或发行人之个人观点；及 (b) 其于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与其薪酬无关。

过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。中投证券(香港)之董事或雇员，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决定，可能与本报告所述的观点并不一致。

一般披露事项

中投证券(香港)及其高级职员、董事及雇员(包括编制或刊发本报告之相关人士)可以在法律准许下不时参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，为有关发行人提供服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易，此外，其可能为本报告所呈列资料所述之证券担任市场庄家。中投证券(香港)可以在法律准许下，在本报告所呈列的数据刊发前利用或使用有关数据行事或进行研究或分析。中投证券(香港)一名或以上之董事、高级职员及/或雇员可担任本报告所载证券发行人之董事。

本研究报告的编制仅供一般刊发。本报告所并无考虑收取本报告的任何个人人士之特定投资目标、财务状况及个别需。本报告所载数据相信为可予信赖，然而其完整性及准确性并无保证。本报告所发表之意见可予更改而毋须通知，本报告任何部分不得解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券或金融工具。中投证券(香港)毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任。

根据香港证券及期货事务监察委员会规定之监管披露事项

中投证券(香港)之政策：

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金不应与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

禁止研究分析员或其联系人从事其研究/分析/涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

禁止研究分析员或其联系人担任其研究/分析/涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

中投证券(香港)并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

中投证券(香港)与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有投资银行业务关系。

中投证券(香港)及其编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。