

中国制药(01093.HK)

敦行而不怠

中国制药集团有限公司（以下简称“中国制药”或者“集团”）是国内最大 VC 原料生产厂之一，主要生产并销售：维生素 C、抗生素、成药及其他。集团最近公布了 09 年业绩：截止 2009 年 12 月 31 日，集团总资产达到 89.6 亿港元；09 年营业额 70.31 亿港元，同比上升 3%；净利润为 9.83 亿，同比上升 3.8%；毛利率 32%，同比下降了 1.1%。每股收益 0.63 港元，比 08 年 0.61 港元上升了 3.2%。09 年集团主要增长来自于成药及其他。

基本药物目录药品的销售 2010 年将会带来稳定增长 医保目录是在基本药物目录中选取的，是以政府定价由政府报销的目录。2009 年中国政府在医保报销中投入不到人民币 800 亿元。09 年政府给予每个城镇居民医保补贴人民币 120 元，按照中国 8 亿城镇居民计算政府的总投入将会达到人民币 960 亿，其中还有约人民币 160 亿暂未投入。集团有超过 50 只药品进入到了基本药物目录，相信销量在 2010 年将会有稳定的增加。

维生素 C（以下简称 VC）原料价格将会保持稳定 经过 07 年到 08 年 VC 原料的一个快速增长期，2009 年 VC 的价格相对来说比较稳定，都维持在 9 美元/公斤左右。由于 VC 市场非常饱和，不排除政府将会出台一些政策来确保 VC 市场的饱和不会转变为产能过剩，相信在 10 年 VC 不会出现大幅上升的情况。

集团积极发展成药市场 集团目前的收入主要来源于原料药，成药市场主要是找代理商来代理。09 年集团积极部署成药市场，开始自己做终端销售。09 年是处在一个准备过程，使得集团的营销费用增加，主要是用于人员扩充，从原来的 1200 人的营销团队增加到 2700 人的团队，同时也投入 1.6 亿元用于广告。09 年在成药市场的基础投入，相信在 10 年将会带来可喜的增长。

估值与评级 目前公司的股价大约是 7X10PE，我们使用 PE 相对估值法，得出公司 12 个月合理目标价为 8-10X10PE 或 6.3 港元。因此给予“优于大市”的投资评级。

盈利预测及估值

港币 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业额	6830	7031	8054	9279	10803
同比增长(%)	37%	3%	15%	15%	16%
净利润	941	971	1135	1287	1355
同比增长(%)	97%	3%	17%	13%	5%
每股盈利(元)	0.61	0.63	0.74	0.84	0.88
市盈率(x)	6.9	9.38	7.99	7.05	6.70

资料来源：公司资料,招商证券(香港)预测

优于大市

(首次覆盖)

目标价：HK\$ 6.3

现价：HK\$5.91

招商证券(香港)研究部
邓良生 唐晶晶
83677500
tangjj@cmschina.com.cn

2010 年 4 月 26 日

基础数据

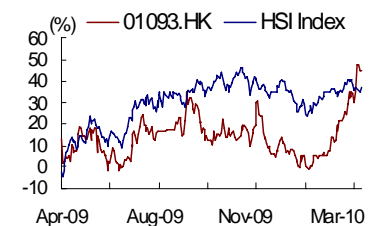
恒生指数	21244.49
H 股指数	12168.18
总股数(万股)	1535
港股股数(万股)	1535
港股市值(港元百万)	9072
每股净资产(港元)	3.36

主要股东 持股(%)

自由流通量 48.96
行业

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	24	29	32
相对恒指表现	21	37	-8



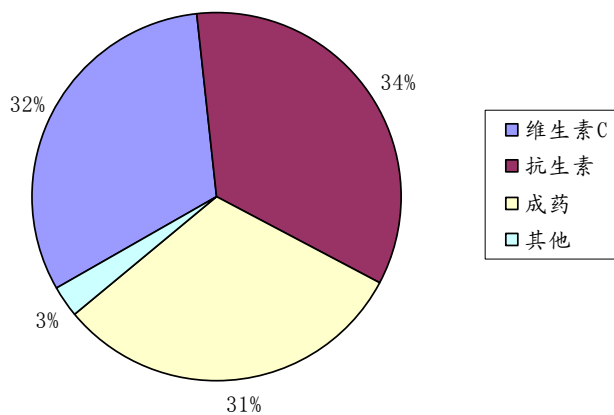
资料来源：彭博

相关报告

經營簡析

2009 年集團收入

2009 年收入-按產品分布情況



資料來源：公司資料

维生素 C – 高毛利，高價格

公司维生素 C 产品在 09 年为集团带来了 22 亿港元的收入，比 08 年增加了 3%，占总收入的 31.6%；净利润 11.2 亿港元，同比上升了 15%。

在出口方面：09 年的 VC 原料價格保持穩定在 9 美元/公斤左右。09 年銷售 1 萬 4 千噸，是在 08 年簽訂的購買合同，合同價格是 10 美元/公斤左右，09 年 VC 訂單銷售的總收入約 1.4 億美元。目前集團已收到 2010 年的 VC 長單 1 萬 5 千噸，價格在 8.5 美金/公斤；預計收入 1.28 億美金；占 10 年 VC 預計總收入的一半。

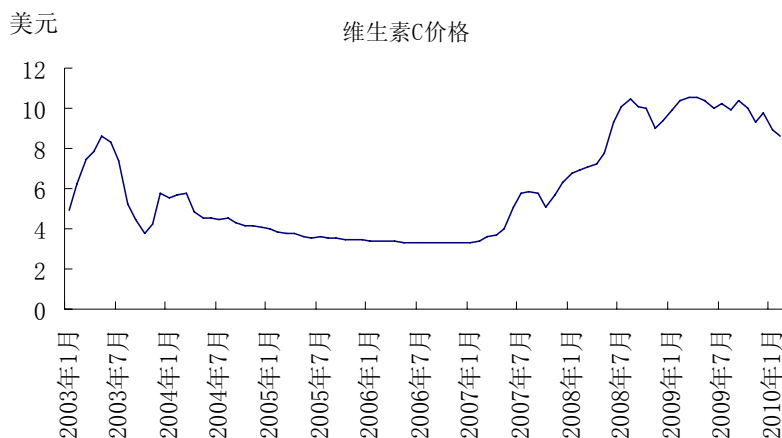
高端 VC 市場的開拓：集團藥用 VC 和 VC 鈉是國內第一個得到 FDA（美國食品、藥品監管局）美國藥用 VC 標準的企業。藥用 VC 的價格在 28 美元/公斤，是普通 VC 的 3 倍。09 年集團生產藥用 VC 約 1000 噸，收入約 0.28 億美元。藥用 VC 市場價格高，市場需求穩定，每年全球藥用 VC 的需求約 6000 到 8000 噸。我們預計由於藥用 VC 市場的開拓，公司 2010 年將有 3% 的增長。

有利因素：中國 VC 有 4 大巨頭：石藥集團；東北製藥；華北製藥；江山製藥，佔據了全球 80% 以上的市場份額。由於 4 大巨頭在全球 VC 原料市場的定價權，所以 09 年 4 大巨頭在停產檢修期間 VC 原料價格並沒有出現太大的波動，預計 2010 年 VC 原料市場將會繼續保持價格壟斷的局面。

不利因素：1) VC 的生产是高污染、高耗能，在全球低碳经济盛行的情况下，预计政府将会不断推出新的或者更苛刻的环保要求，增加集团的生产成本。2) VC 新增产能的出现。VC 行业是一个低门槛，高收益的行业，很多集团可能投资或者恢复 VC 的生产线。但是新的企业想要“挑战”现有的四大 VC 厂商将会很难在 10 年实现。特别是现在 VC 处在一个价格平稳，供求平衡的一个环境，同时出口开始下降。价格也维持在 9 美金/公斤左右，10 年还是有调整的空间。我们预计 VC 新增产能在 10 年不会影响集团的销售。3) 人民币的持续升值会为集团带来一定压力，也许会使 VC 原料的国际竞争力下降。

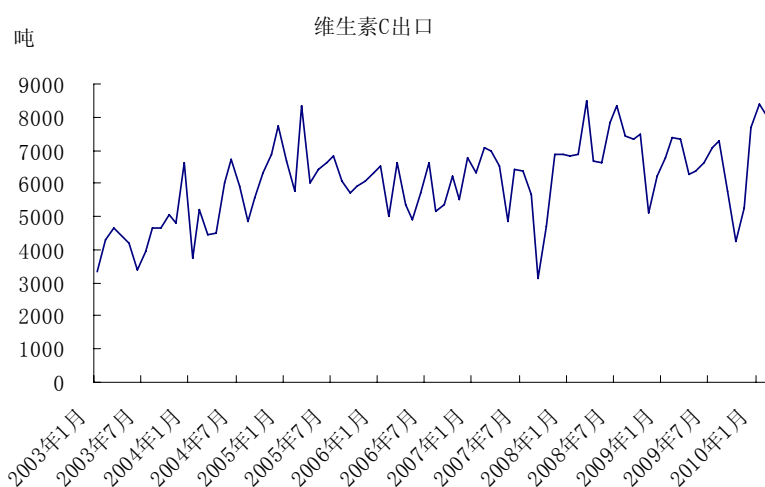
我们认为在全球经济环境复苏的大环境下，集团 10 年 VC 的销售将会保持一个稳定的增长，我们估计约在 3~5%。价格也将仍会保持在 9 美金/公斤左右。

维生素 C 的出口价格：



资料来源：CEIC

维生素 C 的出口量



资料来源：CEIC

抗生素 – 产能过剩，抗生素系列的收入将会下降

集团的抗生素主要有两种：青霉素系列和头孢菌素系列。集团抗生素 09 年的收入是 29.94 亿港元，由于受到 09 年抗生素产能过剩的影响，比 08 年的 33 亿下降了 10%。毛利由 08 年的 2.26 亿下降到 09 年的 0.3 亿港元，下降了 86%。我们预计 10 年抗生素产能过剩的情况不会改善，相信在 10 年集团抗生素的收入不会增加，且会有小幅度的下降。

成药 – 集团未来战略的重要部分

09 年集团的成药收入达到 21.89 亿港元，同比上升了 10%；净利润 1.42 亿港元，同比上升了 15%。

由于原料药竞争过度激烈，集团在 09 年非常积极的部署成药市场：

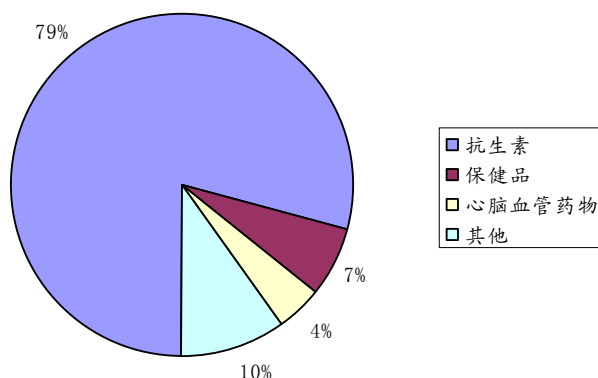
2009 年基础工作：1) 收购 一些有增长潜质的公司； 2) 营销网络的增加：人员、设备的到位； 3) OTC 广告 1.6 亿的投入；

2010 年成药 4 块增长的地方：1) 预计 3 个新药上市； 2) 营销网络的扩大，减少中间环节,代理商等费用； 3) 新收购中药注射剂。总体看 2010 年销售成本也将减少，成药产品的净收益增长率将不低于 20%。

成药的增长将会是 2010 年的亮点，不管是新药的上市，还是 09 年铺垫成果的收获，都是值得期待的。相信在 10 年成药市场的收入将会有 5%~8% 的增长。

成药销售收入的分类

成药分类销售收入结构



资料来源：公司资料

附：財務預測表
資產負債表

單位：港幣 百萬元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流動資產	3697	4318	5234	6091	7092
現金	1121	1443	1660	1909	2195
交易性投資	0	0	0	0	0
應收票據	297	726	1089	1306	1568
應收款項	37	46	53	61	70
其它應收款	908	1066	1247	1459	1707
存貨	1325	979	1125	1294	1488
其他	9	58	60	62	64
非流動資產	4206	4640	5139	5507	5915
聯合營公司權益	23	24	25	26	28
物業厂房及设备	3781	4045	4369	4587	4816
商譽	107	151	196	235	282
無形經營權	89	155	232	278	334
可供出售財務資產	5	8	9	9	9
預付租賃款項	199	257	309	371	445
其他（包括租賃土地）	2	0	0	0	0
資產總計	7903	8958	10373	11598	13007
流動負債	2386	2877	3355	3874	4487
短期借款（貸款）	569	97	106	117	128
應付賬款	1809	1900	2279	2691	3187
預收賬款	0	0	0	0	0
其他	8	881	969	1066	1172
長期負債	934	751	824	903	990
長期借款	919	715	786	863	947
其他	15	35	39	41	43
負債合計	3320	3628	4179	4777	5478
股本	153	153	153	153	153
儲備	4344	5007	5758	6621	7615
少數股東權益	86	169	186	205	225
負債及權益合計	4583	5329	6097	6980	7993

利潤表

單位：港幣 百萬元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
收入	6830	7032	7594	8126	8613
銷售成本	(4549)	(4764)	(5050)	(5303)	(5568)
其他收入	43	49	57	65	75
銷售及分銷費用	(471)	(588)	(617)	(648)	(681)
行政費用	(514)	(462)	(508)	(558)	(614)
其他費用	(121)	(97)	(107)	(117)	(129)

应占合营企业业绩	1	1	1	1	1
应占联营企业业绩	1	0	0	0	0
终止衍生金融工具之收益	7	0	0	0	0
衍生金融工具公平值变动	0	24	25	27	28
可供出售投资减值亏损	(10)	0	0	0	0
财务费用	(109)	(70)	(77)	(85)	(93)
利润总额	1108	1126	1319	1508	1633
所得税	(161)	(143)	(161)	(177)	(194)
本年度溢利	947	983	1158	1331	1439
少数股东损益	6	12	23	44	84
股东应占溢利	941	971	1135	1287	1355

资料来源：公司报表、招商证券（香港）预测

投資評級定義和免責條款

投資評級	定義
買入	預期股價在未來12個月較市場指數上升20%以上
優于大市	預期股價在未來12個月較市場指數上升10-20%之間
中性	預期股價在未來12個月較市場指數上升或下跌10%以內
遜于大市	預期股價在未來12個月較市場指數下跌10-20%之間
賣出	預期股價在未來12個月較市場指數下跌20%以上

免責條款:

本報告由招商證券(香港)有限公司提供。招商證券(香港)現持有香港證券及期貨事務監察委員會(SFC)所發的營業牌照,并由SFC按照《證券及期貨條例》進行監管。招商證券(香港)目前的經營範圍包括第1類(證券交易)、第2類(期貨合約交易)、第4類(就證券提供意見)、第6類(就機構融資提供意見)和第9類(提供資產管理)。本報告中的內容和意見僅供參考,其並不構成對所述證券或相關金融工具的建议、出價、詢價、邀請、廣告及推荐等。

本報告的信息來源于招商證券(香港)認為可靠的公開資料,但我公司對這些信息的準確性、有效性和完整性均不作任何保證。招商證券(香港)可隨時更改報告中的內容、意見和估計等,且並不承諾提供任何有關變更的通知。我公司及其僱員對使用本報告及其內容所引發的任何直接或間接損失概不負責。投資者須按照自己的判斷決定是否使用本報告所載的內容和信息并自行承擔相關的風險,且投資者應按其本身的投资目標及財務狀況而非本報告作出自己的投資決策。

招商證券(香港)或關聯機構可能會持有報告中所提到公司所發行的證券頭寸並進行交易,還可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。本報告版權歸招商證券(香港)所有,未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

作者聲明: 本人唐晶晶未持有該公司股票及其衍生證券。

招商證券(香港)有限公司
香港中環交易廣場一期48樓
公司網址: <http://www.newone.com.hk>
電話: (852) 31896888 傳真: (852) 31010828