

公司研究/首次覆盖

2017年04月25日

医药生物/医药商业 II

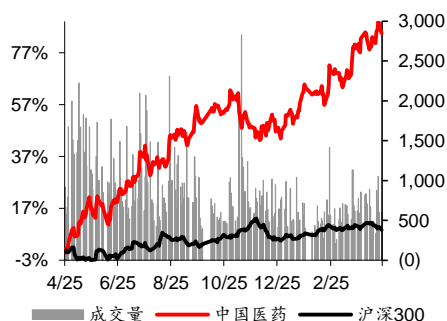
投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 23.92  
合理价格区间(元): 29.1~33.6

**万明亮** 执业证书编号: S0570517010001  
研究员 021-38476098  
wanmingliang@htsc.com

**代雯** 执业证书编号: S0570516120002  
研究员 021-28972078  
daiwen@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

## 央企焕发青春, 展翅前行

### 中国医药(600056)

#### 央企业管理优化, 书写新篇章

央企通用技术集团将生物医药作为“十三五”规划中重点发展方向。公司是集团旗下唯一的医药上市公司平台, 不仅集团内部的优质医疗资产将全部注入上市公司, 而且集团也将为公司长期可持续发展提供全方位支持。中国医药高管团队年龄在 50 岁左右, 医药行业管理经验丰富。在集团的支持下, 管理革新动力十足, 未来 5-10 年内有望实现将公司做大做强的目标。

#### 内生外延合力, 助推商业板块发展

十三五期间公司致力于全国分销网络建设。凭借央企的融资优势, 公司拥有金融机构授信额度 91 亿元。如果公司能够通过以财务预算为核心的内部精细化管理提升营运资本周转率至同类型企业水平 (6 次/年), 90 亿贷款额度可支撑未来共计 540 亿元医药商业收入。对比公司 2016 年医药商业业务营收 171 亿元, 潜在提升空间逾 2 倍。假设公司医药商业按照每年 30% 左右增长 (内生+外延), 我们预计医药商业板块未来 3-5 年均将稳健高成长。

#### 引领 CSO 行业整合, 打造工商贸业务协同

两票制+营改增推行将倒逼 CSO 行业整合, 医药流通企业凭借网络与资金优势最可能成为行业整合者。公司是第一家明确提出对 CSO 并购整合的企业, 目前药品推广收入规模约为 10 亿元, 相比与国内 CSO 约 5000 亿的规模, 未来发展空间很大。CSO 网络建设及竞争优势建立是公司长期发展的核心逻辑。

#### 他汀引领增长, 维持工业板块稳健

公司工业板块增长驱动力在于阿托伐他汀维稳增长, 瑞舒伐他汀蓄力放量。我国降血脂药物市场规模约 200 亿元, 其中 8 成被阿托伐他汀与瑞舒伐他汀两个品种占据。公司阿托伐他汀是独家胶囊剂型, 在招标定价中占据优势。公司瑞舒伐他汀处于市场导入期, 有望借助现有渠道资源快速增长。预计公司医药工业板块未来 3 年维持 15%-20% 的稳健增长。

#### 央企焕发青春, 展翅前行, 首次覆盖, “买入”评级

预测公司 2017-19 年 EPS 为 1.12/1.32/1.57 元, 同比增长 26%/18%/19%, 当前股价对应的估值为 22/18/16x。根据可比公司分析, 中国医药未来成长确定性高。合理估值应为 2017 年 26-30 倍 PE (EPS3 年 CAGR21.0%, PEG = 1.2-1.4), 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示: 融资并购不达预期, CSO 整合不达预期, 药品招标降价。

### 公司基本资料

总股本 (百万股)	1,068
流通 A 股 (百万股)	1,012
52 周内股价区间 (元)	13.09-24.52
总市值 (百万元)	25,558
总资产 (百万元)	19,523
每股净资产 (元)	6.44

资料来源: 公司公告

### 经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	20,570	25,738	31,496	37,252	44,341
+/-%	15.19	25.12	22.37	18.28	19.03
归母净利润 (百万元)	614.45	948.14	1,197	1,414	1,681
+/-%	11.68	54.31	26.20	18.13	18.92
EPS (元)	0.58	0.89	1.12	1.32	1.57
PE (倍)	41.60	26.96	21.36	18.08	15.20

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

工商贸协同发展，管理优化书写新篇章 .....	4
廿载医药央企，青春正当时 .....	4
资产注入并购可期，内生业绩稳步增长 .....	6
内生外延合力，助推商业板块发展 .....	7
以财务预算为核心的精细化管理实现内生发展 .....	7
两票制改革加速行业整合，外延拓展稳中求进 .....	8
引领 CSO 行业整合，打造工商贸业务协同 .....	11
药品推广行业深刻变革，CSO 行业急需整合者 .....	11
医药流通企业有望对部分代理商进行整合，开启 500 亿蓝海市场 .....	12
中国医药引领 CSO 行业整合，打造工商贸业务协同 .....	13
他汀引领增长，维持工业板块稳健 .....	15
阿托稳健，瑞舒发力，双剑合璧驱动增长 .....	15
阿托伐他汀独家剂型，维持 15%-20% 稳健增长 .....	16
瑞舒伐他汀迅速放量，延续高速增长 .....	17
抗生素业务平稳增长，提供业绩安全垫 .....	17
优质资产待注入，贡献工业新增长 .....	18
资产发展向好，对上海新兴控制加强 .....	18
圈地中成药板块，产品线更趋丰富 .....	19
盈利预测与估值分析 .....	20
收入预测关键假设 .....	20
费用率预测关键假设 .....	21
盈利预测及估值 .....	22
PE/PB – Bands .....	22
风险提示 .....	22

## 图表目录

图表 1：公司发展历程 .....	4
图表 2：公司 2013 年重组前股权结构 .....	4
图表 3：公司 2013 年重组后、2016 年定增前股权结构 .....	4
图表 4：公司当前股权结构 .....	5
图表 5：高管团队任职情况 .....	5
图表 6：公司近五年营收情况 .....	6
图表 7：公司近五年净利润情况 .....	6
图表 8：2006-2015 年医药流通行业销售总额和增速 .....	7
图表 9：2010-2015 年医药流通行业平均毛利率、费用率和净利率 .....	7
图表 10：2016 年公司商业子公司净利率 .....	7
图表 11：公司医药商业纯销与调拨业务占比 .....	7

图表 12: 公司营运资本周转率较低 .....	7
图表 13: 公司财务管理战略发展历程 .....	8
图表 14: 公司近三年财务费用状况 .....	8
图表 15: 与同行业相比, 公司财务费用率降低幅度显著 .....	8
图表 16: “两票制”改革前后示意图 .....	9
图表 17: 目前我国各省“两票制”推行情况 .....	9
图表 18: 公司医药商业营业收入情况 .....	9
图表 19: 公司医药商业净利润情况 .....	9
图表 20: 公司当前商业网络覆盖范围 .....	10
图表 21: 公司外部整合步伐加快 .....	10
图表 22: “低开”模式下需要过票公司等中间环节洗票 .....	11
图表 23: 代理商转型路径 .....	11
图表 24: 药品推广公司对应的“高开”模式 .....	12
图表 25: CSO 行业面临的挑战 .....	12
图表 26: 我国药品销售规模 .....	13
图表 27: 公司着力打造工商贸业务协同 .....	14
图表 28: 医药工业收入明显提速 .....	15
图表 29: 抗感染和心脑血管类是主要收入来源 (2016) .....	15
图表 30: 国内降血脂他汀类药物市场规模及增速 .....	15
图表 31: 国内样本医院降血脂治疗用药市场份额 (2016) .....	16
图表 32: 国内样本医院阿托伐他汀销售额及增速 .....	16
图表 33: 国内样本医院阿托伐他汀市场份额 (2016) .....	16
图表 34: 国内样本医院瑞舒伐他汀销售额及增速 .....	17
图表 35: 国内样本医院瑞舒伐他汀市场份额 (2016) .....	17
图表 36: 国内样本医院抗生素销售额及增速 .....	18
图表 37: 国内样本医院抗生素市场份额 (2016) .....	18
图表 38: 待注入资产情况 .....	18
图表 39: 上海新兴营业收入和净利润情况 .....	19
图表 40: 上海新兴股权占比 .....	19
图表 41: 样本医院灵芝孢子粉胶囊销售情况 .....	19
图表 42: 样本医院丹七软胶囊销售情况 .....	19
图表 43: 公司医药工业板块拆分及预测 (单位: 百万) .....	20
图表 44: 公司医药商业板块拆分及预测 (单位: 百万) .....	21
图表 45: 公司医药贸易板块拆分及预测 (单位: 百万) .....	21
图表 46: 公司费用率预测及假设 .....	21
图表 47: 可比公司分析 (数据截止 2017 年 4 月 23 日) .....	22
图表 48: 中国医药历史 PE-Bands .....	22
图表 49: 中国医药历史 PB-Bands .....	22

## 工商贸协同发展，管理优化书写新篇章

### 廿载医药央企，青春正当时

公司是通用技术集团医药健康产业的核心企业。1984年中国医药凭借医药贸易起家。自1999年作为医药保健品自营商和进出口代理商加入通用技术集团起，公司不断进行战略扩张与转型升级。经过近20年的发展，公司逐渐形成工商贸三足鼎立的格局，全面覆盖医药产业链。公司作为通用技术集团旗下唯一的医药上市公司平台，是集团着力打造医药健康产业的核心企业。

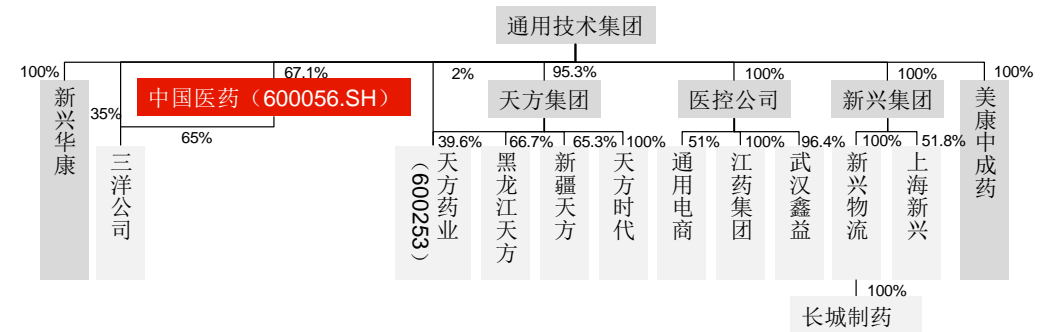
图表1：公司发展历程

公司成立	1984	中国医药保健品进出口总公司在北京成立
总分脱钩	1988	总公司与地方分公司脱钩
加入集团	1999	加入中国通用技术集团
公司改制	2004	改制为有限责任公司，更名为中国医药保健品有限公司
资本整合	2005	和中技贸易股份有限公司（600056.SH）完成资本整合，开始一体化运作
二次更名	2008	更名为中国医药保健品股份有限公司（中国医药，600056.SH）

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

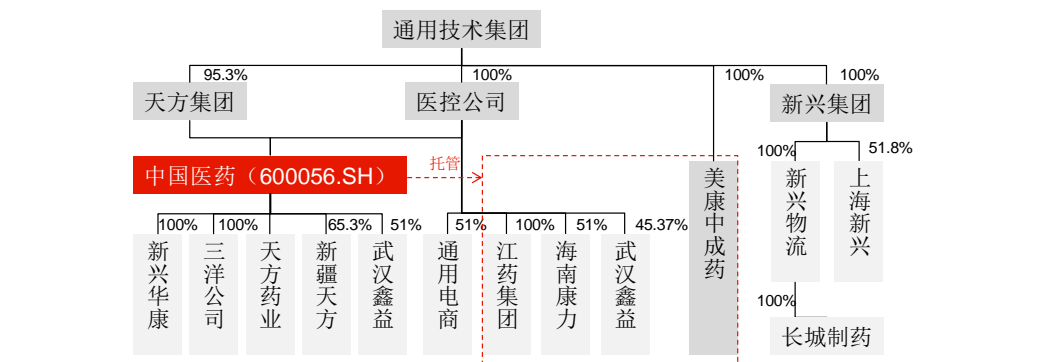
顺利实施换股吸收和定增，整合集团资源，优化股权结构。2013年，新中国医药纳入集团内部含新兴华康、三洋公司、天方药业、新疆天方、武汉鑫益在内的大部分医药资产，并托管集团及医控公司旗下的部分医药工业业务。其中，换股吸收集团内的制药上市公司天方药业是本次资产重组的重磅，公司医药工业实力显著增强，当年公司医药工业毛利由35%提升至45%。

图表2：公司2013年重组前股权结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3：公司2013年重组后、2016年定增前股权结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

2016年，公司通过面向含医控公司在内的3名对象的定增，注入原托管医控公司旗下的武汉鑫益45.37%股权资产，现共计持武汉鑫益96.37%股权。武汉鑫益拥有湖北科益和湖北丽益两家医药研发与生产公司，此次定增进一步强化了公司医药工业领域的竞争力。

**图表4：公司当前股权结构**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**央企背景锦上添花，公司发展可持续性增强。**公司当前总股本10.68亿股，其中控股股东通用技术集团是国资委批准的以医药为主业的三家央企之一。通用技术集团通过直接或间接持有5.58亿股，占比52.27%。集团将公司作为“十三五”规划中重点发展的企业，并将医药技术研究和新产品研发、医药商业及出口服务布局列为2017年发展重点任务，为公司的可持续发展提供支持。

**管理层年富力强，公司有望焕发新活力。**目前公司高管团队年龄在50岁左右，年富力强；同时，多名高管在通用技术集团任职（或者曾经在集团有过任职）。其中，现年50岁的公司总经理高渝文曾任通用技术集团医药控股有限公司副总经理、党委副书记、总经理、党委书记。我们认为，公司本届管理团队经验丰富，且管理革新动力十足，未来5-10年内有望稳步实现将公司做大做强的目标。此次高管团队调整将带来更多业绩预期，公司有望焕发新活力，享受国企改革红利。

**图表5：高管团队任职情况**

姓名	年龄	职务	任职日期	任职履历
谭星辉	55	董事长	2016-01-29	2011年至今，担任中国通用技术（集团）控股有限责任公司党组成员，副总经理。
高渝文	50	董事	2013-08-09	曾任通用技术集团医药控股有限公司副总经理，党委副书记，总经理，党委书记。现任中国医药保健品股份有限公司总经理，党委副书记。
王宏新	50	董事	2013-08-09	曾任公司综合贸易部总经理，公司总经理助理。现任公司董事，副总经理。
侯文玲	51	董事	2016-08-08	2010年7月至2016年12月，任中国医药总会会计师。2015年6月至2016年12月，任中国医药董事会秘书。2016年8月至今，任中国医药董事。
李箭	51	副总经理	2015-01-22	历任公司下属子公司业务科长，总经理助理，副总经理，总经理。2000年12月至2015年1月，历任公司研发部副总经理，企业发展部总经理，战略投资部总经理，九州公司副总经理兼运营管理部总经理，医药商业事业部总经理。2015年1月至今，担任公司副总经理。
刘玮	48	副总经理	2016-12-29	历任海南三洋德林药业公司总经理助理，海南赛立克药业公司总经理。2007年7月至2014年7月，任海南通用三洋药业有限公司副总经理，总经理。2014年7月至2016年12月，任通用天方药业集团有限公司总经理，天方药业有限公司执行董事，总经理。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

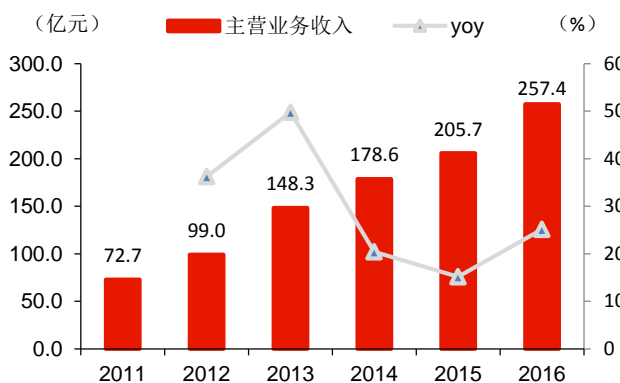
## 资产注入并购可期，内生业绩稳步增长

**集团优质医药资产注入，持续并购预期。**通用技术集团于2012年4月20日出具《中国通用技术控股有限责任公司避免同业竞争承诺函》，承诺在重组完成后的4年内，择机将所持江药集团、海南康力、长城制药、上海新兴以及武汉鑫益的相应股权注入中国医药或转让与非关联第三方。中国医药作为控股股东通用技术集团下属唯一一个A股医药平台，未来有望注入更多集团下属医药资产，持续并购可期。目前武汉鑫益已注入，还有四个待注入的集团医药资产（江药集团100%股权、海南康力51%股权、长城制药100%股权、上海新兴51.8%股权）。

**医药工业稳步增长。**公司工业研发能力强，近三年内13种药品获批临床试验。主要子公司天方药业、通用三洋2016年分别实现营收45.84亿元、13.40亿元，分别同比上升28.30%、61.25%，显著高于公司总体营收增速25.12%。其中，天方药业拥有阿托伐他汀独家剂型；通用三洋主营抗生素系列产品，拥有头孢哌酮钠他唑巴坦、哌拉西林钠他唑巴坦钠等优势产品。

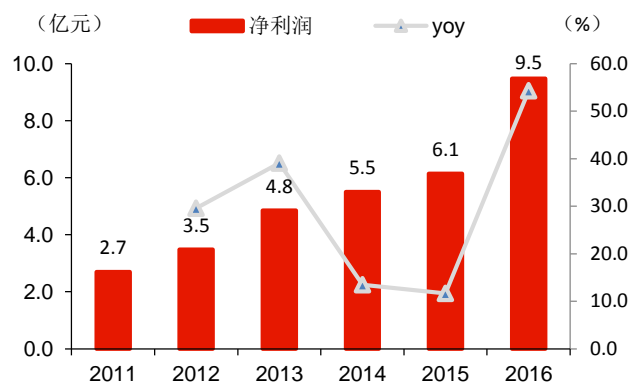
**受益于工商协同和国内外市场双引擎驱动，公司营收和净利润高速增长。**2016年实现营业收入257.4亿元，同比增长25.1%，净利润9.5亿元，同比增长58.3%。受益于工商协同和国内外市场双引擎驱动，公司近五年营收和净利润的CAGR均超过28.5%。

图表6：公司近五年营收情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7：公司近五年净利润情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 内生外延合力，助推商业板块发展

### 以财务预算为核心的精细化管理实现内生发展

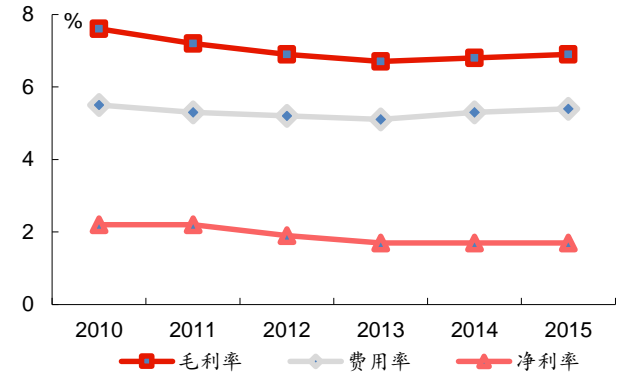
**医药流通行业微利，能够有效控费者胜。**受医保控费影响，近五年医药流通行业整体毛利空间压缩。根据商务部药品流通行业运行统计报告，2015年全行业平均毛利率为6.9%。在药品招标政策趋紧的背景下，无法参与药品定价过程的流通企业必须严控三费，降低成本，以获得超额净利润。

图表8：2006-2015年医药流通行业销售总额和增速



资料来源：药品流通行业运行统计分析报告，华泰证券研究所

图表9：2010-2015年医药流通行业平均毛利率、费用率和净利率



资料来源：药品流通行业运行统计分析报告，华泰证券研究所

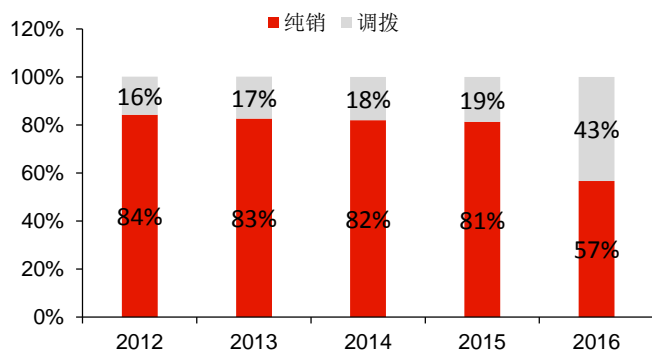
**公司商业板块内生经营效率提升空间大。**2016年公司普通医药商业净利率仅为0.4%-0.7%，远低于行业平均1.7%的水平。其中运营效率低以及调拨业务占比高为主要原因。未来随着两票制推进后，调拨业务逐渐转为纯销业务，以及公司设立资金池降低财务成本，医药商业板块净利率有较大的提升空间。

图表10：2016年公司商业子公司净利率

子公司	性质	收入 (百万元)	净利润 (百万元)	净利率
天方药业	普通商业	3224	21.5	0.7%
美康九州	普通商业	8272	50.9	0.6%
江西南华	普通商业	2000	7.5	0.4%
美康百泰	医药耗材配送	1074	192	17.9%

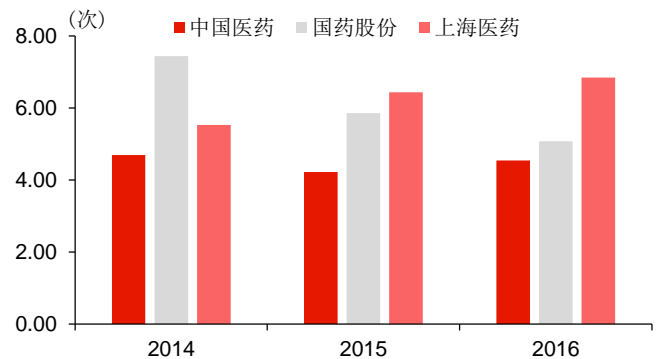
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表11：公司医药商业纯销与调拨业务占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

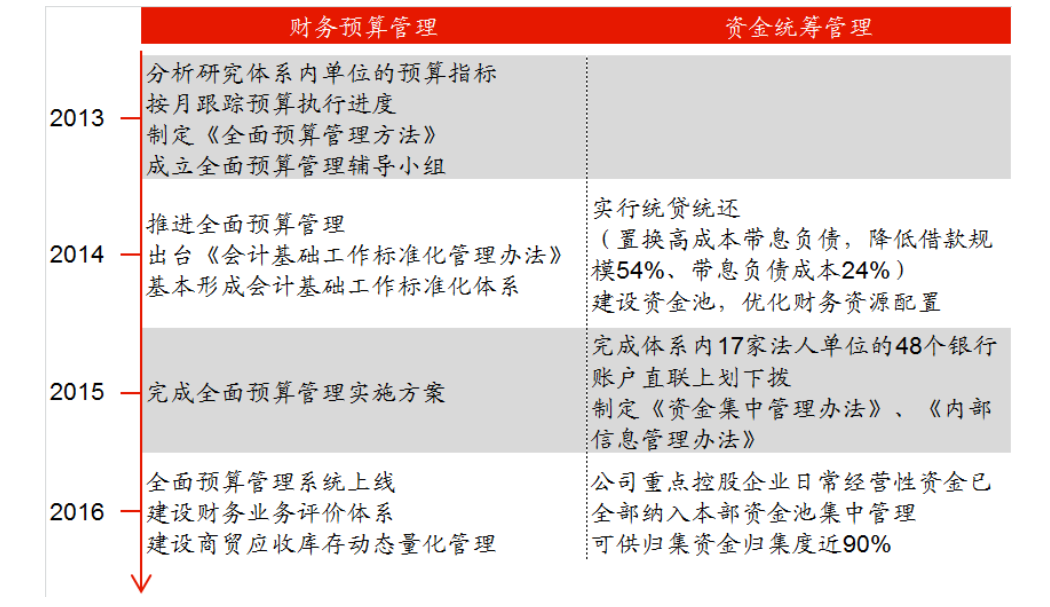
图表12：公司营运资本周转率较低



资料来源：Wind，华泰证券研究所

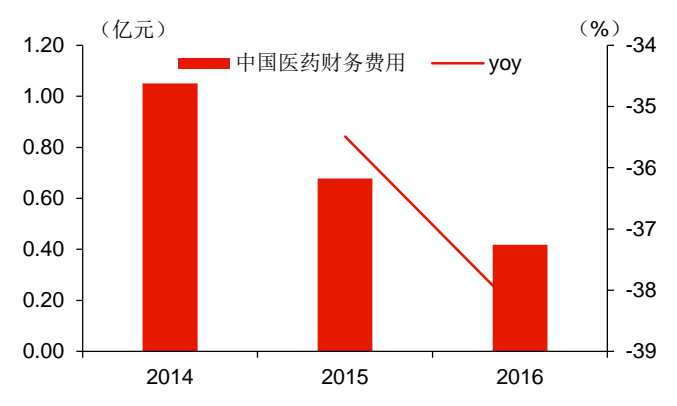
以财务预算为核心进行精细化管理，公司内涵发展有望大幅改善。公司自2013年起提出内外协同的管理理念，其中财务协同作为内部协同的重要组成部分成为公司的战略重点之一。公司基于对体系内各单位预算指标的分析研究，于2014年开始双线进行财务预算管理和资金统筹管理。2014-2016年，公司并表财务费用相对上年度分别下降26%、35%、38%，财务费用控制成效显著。未来，公司将坚持以财务预算为核心的精细化管理战略，费用控制向好，运营效率有望进一步提升。

图表13：公司财务管理战略发展历程



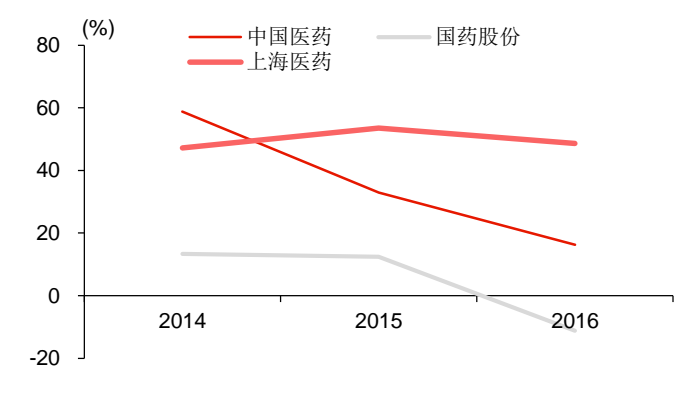
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表14：公司近三年财务费用状况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表15：与同行业相比，公司财务费用率降低幅度显著



资料来源：Wind，华泰证券研究所

注：国药股份2016年财务费用为负的原因是公司将外部借款替换为内部借款。

**两票制改革加速行业整合，外延拓展稳中求进**

流通行业改革刚刚启动，行业整合尚有较大空间。国务院26号文明确规定，2016年内“两票制”在国家医改试点省份必须落地。各省推进力度和情况各不相同，目前福建、安徽和陕西三省“两票制”，还有9省已出台相关政策。随着两票制未来在全国推广和落地，行业集中度将有大幅提高。



图表16: “两票制”改革前后示意图



资料来源: 华泰证券研究所

行业集中度将在未来 2-3 年内加速提升。流通行业整合的催化剂来自于医保控费、医疗反腐导致的行业放缓, 和国家推行“两票制+营改增”政策。由于控费与反腐是长期的国家政策, 而两票制、营改增在很多地区还没有得到大力的实施, 因此我们认为行业集中度加速提升的趋势在未来 2-3 年中不会改变。全国或区域龙头企业有望受益于此次行业集中度提升, 加速整合提升盈利能力。

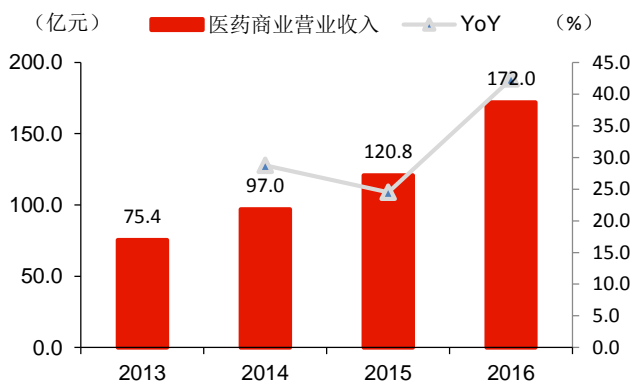
图表17: 目前我国各省“两票制”推行情况

省份	推进情况
福建	从 2010 年 5 月基药第七标正式执行, 成为国内第一个真正意义上执行“两票制”的省份。明确要求医院根据第一、二批基础输液限价挂网结果进行选择采购, 医院和药品生产企业直接结算, 严格执行“一票制”。
安徽	2016 年 10 月 8 日, 安徽食品药品监督管理局要求所有公立医院自 2016 年 11 月 1 日起正式实行“两票制”。
陕西	从 2017 年 1 月 1 日起, 陕西省城市公立医院全部实施“两票制”。
江苏	2016 年 4 月发布了“两票制”征求意见稿, 但截止目前还在动员阶段, 没有具体的实施政策和时间表。
浙江	计划今年年底起全省 70% 以上的公立医院实行“一票制”。并借助信息化平台, 实现“三流 (信息流、资金流、物流) 合一”, 1 个月内必须结款给生产企业。
四川	从 2016 年 12 月 31 日起, 四川在全省公立医疗机构 (除少数民族地区和其他地区基层医疗机构外) 全面实施“两票制”。
重庆	2016 年 12 月 30 日启动两票制, 2017 年 5 月 31 日前为过渡期, 2017 年 6 月 1 日起, 重庆市所有公立医疗机构正式全面实施两票制。
上海	上海的“两票制”伴随着 GPO 的执行, 但 GPO 产生了很大的影响, GPO 的“两票制”被紧急叫停, 原定 2016 年底执行的时间表看来存在很大的不确定性。
湖南	2016 年 6 月 15 日省政府明确规定推行从生产到流通和从流通到医疗机构各开一次发票的“两票制”。
广东	2016 年 7 月政府明确了 2017 年起稳步推行“两票制”。
吉林	2016 年 11 月 4 日政府明确说明了 2017 年推行“两票制”, 但有待“两票制”执行的细则发布。
河北	相关文件规定 2017 年 5 月 1 日起全省公立医疗机构推行“两票制”。
山东	2016 年 11 月山东卫计委通知明确提出, 济南、青岛、东营、潍坊、威海、滨州 6 个地市按照要求, 稳步推行药品采购“两票制”。

资料来源: 各省卫计委网站, 华泰证券研究所

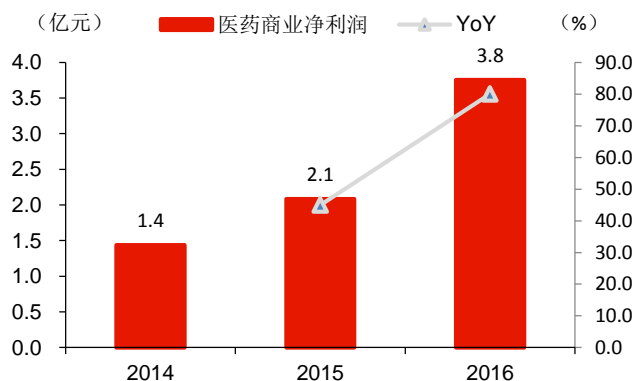
公司商业网络区域覆盖, 保持快速增长。公司以收购地区营销实力强的流通企业、通过子公司对外投资设立新合资公司的方式, 在北京、广东、河南、湖北、黑龙江、新疆等地建立起医药分销网络, 龙头优势尽显。近年商业板块收入保持快速增长, 三年复合增长率超过 30%。2016 年商业板块实现营收 172 亿元, 同比增长 42.4%; 净利润 3.75 亿元, 同比增长 80%。长远来说, 公司致力于构建全国商业流通与推广网络, 尚有众多空白趋于需要公司去开拓。

图表18: 公司医药商业营业收入情况



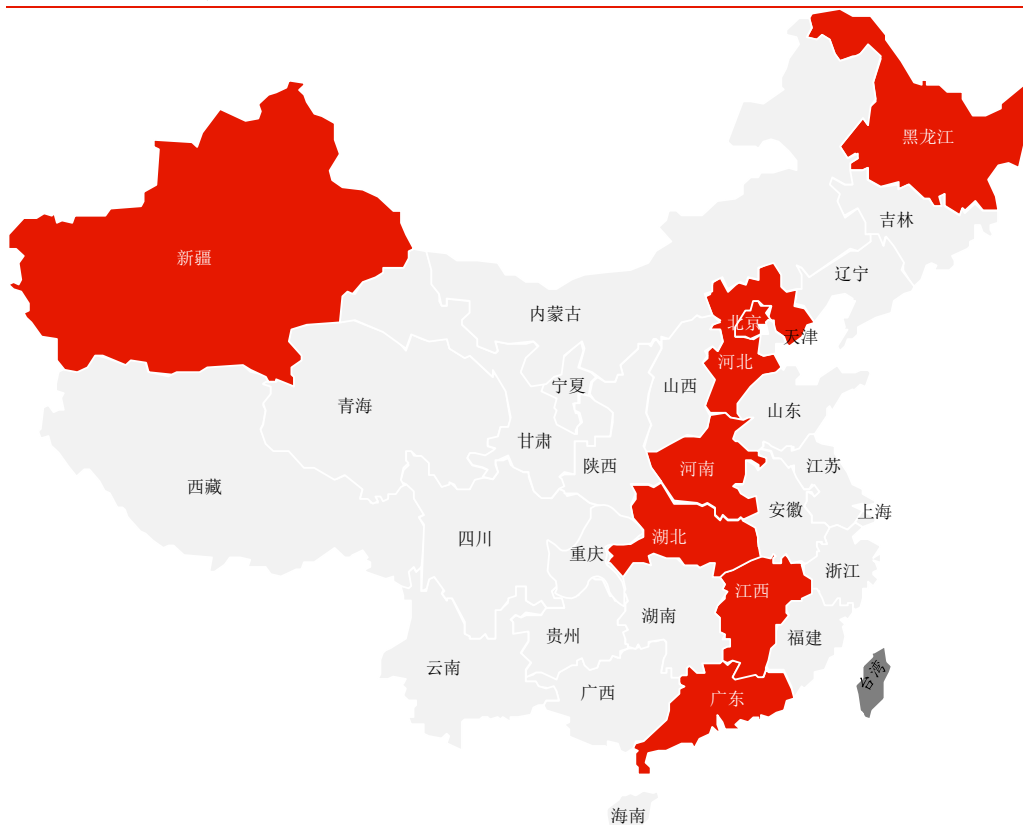
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表19: 公司医药商业净利润情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表20: 公司当前商业网络覆盖范围



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**外延并购步伐加快, 整合将稳步推进。**2015后, 公司加快对外投资频率。2016年, 公司完成对河南泰丰医药70%股权的收购, 通过湖北通用新设十堰通用, 通过广东通用新设佛山通用、粤东通用, 通过黑龙江医药新设黑龙江通用, 完善各地医药商业布局。预计未来公司将进一步整合外部资源。

图表21: 公司外部整合步伐加快



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

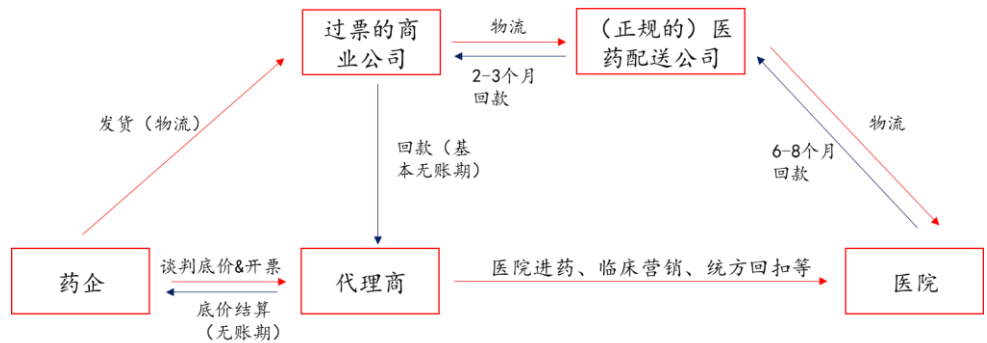
**高信贷额度强力支撑业务拓展。**由于流通企业直接对接议价能力较强的医院终端, 其应收账款回收期限长, 融资能力成为医药商业可持续经营的重点。公司作为央企, 天生具有融资优势。2016年公司向金融机构申请91亿元授信额度, 以维持当前业务并完成在建投资项目。如果公司能够通过以财务预算为核心的内部精细化管理提升营运资本周转率至同类型企业水平(6次/年), 90亿贷款额度可支撑未来共计540亿元医药商业收入。对比公司2016年医药商业业务营收171.34亿元, 潜在提升空间逾2倍。假设公司医药商业按照每年30%左右增长(内生+外延), 我们预计医药商业板未来3-5年均将稳健高成长。

## 引领CSO行业整合，打造工商贸业务协同

### 药品推广行业深刻变革，CSO行业急需整合者

我国目前约有4700家制药企业，仅有600多家有自己的营销队伍，其余4000家由于体量过小，没有能力自建营销队伍。这样的企业以往基本采取代理商模式，通过代理商销售药企产品。传统的代理商一般采用低价代理的模式。即以低的出厂价将药品销售给代理商，然后再层层转包，层层加价最后进入终端，造成了我国药品价格虚高的局面。从出厂的低价到终端的高价，需要借助于一些中介商的灰色环节进行洗票和过票。

图表22：“低开”模式下需要过票公司等中间环节洗票



资料来源：华泰证券研究所

**“两票制”倒逼改革，代理商谋求转型。**在“两票制”实施之后，“低开”模式下的过票、洗票等灰色环节被严格限制。以往掌握终端医院资源的代理商，通过跟过票公司合作，代理上游产品，可以顺利实现自身资源变现。两票制推行后，过票公司无处遁形，掌握终端医院资源的代理商也失去了变现渠道。这些代理商要想继续生存，剩下三条路径：

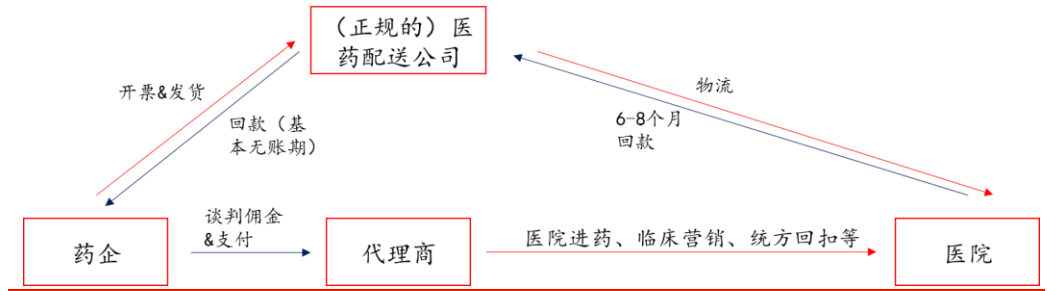
- 1) 被医药流通企业整合。由代理商负责开拓医院，流通商负责配送和开票，获取一定报酬分成。
- 2) 被医药工业企业整合。实际上此时代理商被内化为工业企业的销售团队，负责推广营销工作，报酬以公司销售费用结算。
- 3) 成为独立的第三方专业推广公司。此时工业企业高开票给流通商，由流通商负责配送。代理商负责药品的学术推广与营销工作，以收取工业企业佣金的方式获取利润。

图表23：代理商转型路径



资料来源：华泰证券研究所

**图表24： 药品推广公司对应的“高开”模式**



资料来源：华泰证券研究所

**药品推广行业深刻变革，行业急需整合。**代理商转型成为专业的 CSO 销售公司后，依旧存在被整合的可能。首先，由于仿制药一致性评价以及打击辅助用药后，上游企业与品种减少，因此整个上游制药行业议价能力增强。从下游来看，医院是主要下游终端。医保控费以及取消药品加成导致医院议价动力增强，进一步压缩了 CSO 公司的利润空间。与此同时，医药行业整体增速放缓，行业内部竞争更为激烈。因此药品推广行业急需整合。

**图表25： CSO 行业面临的挑战**

与上游议价能力：变弱 仿制药一致性评价&打击辅助用药后上游企业与品种减少，行业整个上游议价能力增强	与下游议价能力：变弱 医院是主要下游终端。医保控费，取消药品加成导致医院与下游议价动力增强
<b>内部竞争：更激烈 医药行业整体增速放缓</b>	
进入壁垒：不变 药品代理商的核心竞争优势多年建立起来的人脉资源和营销手段	替代品威胁：增大 仿制药一致性评价后，不需要代理的普药增多，医药流通企业抢占医药代理企业市场份额

资料来源：华泰证券研究所

**医药流通企业有望对部分代理商进行整合，开启 500 亿蓝海市场**

**医药工业企业整合空间较小。**我国有 4700 多家药企，只有 600 多家有自己的营销队伍。大多数企业并没有能力去自建销售队伍，有能力整合代理商的企业较少。同时药企当期主要的精力在于创新药研发和仿制药一致性评价，对代理商的整合并非工作重点。且由于代理商具有区域性，药企很难有实力在全国范围内进行大规模整合。因此，我们认为被医药工业企业整合的空间较小。

**医药流通企业存在网络协同优势、资金优势，最有可能大规模整合。**由于医药的推广与配送存在协同作用，我们认为最有可能通过医药商业对代理商实行大规模整合。同时，医药流通企业一般在大的区域或全国范围内布局，可以将分散的代理商纳入到一个整体的覆盖网络内，实现规模优势。同时，医药流通企业现金流相较工业企业更为充沛，资金成本更低，更容易实现对代理商的整合。因此，我们最看好医药流通企业对代理商进行大规模整合。

**CSO 行业 500 亿利润空间，开启蓝海市场。**根据中康 CMH 数据，2016 年预计我国药品市场规模约为 14774 亿元。我们排除不需要 CSO 进行代理销售的专利药，竞争格局较好的高端仿制药，以及大普药。假设剩下约 1/3 的市场需要 CSO 进行代理销售，对应约 5000 亿元左右的药品销售规模。我们假定 CSO 公司 10% 左右的净利润，则 CSO 行业对应 500 亿元左右的利润市场空间。

图表26： 我国药品销售规模



资料来源：中康 CMH，华泰证券研究所

### 中国医药引领 CSO 行业整合，打造工商贸业务协同

作为工商业上下游一体的国企，公司既有自身的工业品种（阿托伐他汀、瑞舒伐他汀等），也有独家代理的进口产品（进口器械产品）。中国医药是第一家明确提出打造药品与器械推广能力的医药商业公司。公司以现有的工商贸为基础，着力打造有国内销售能力和国际推广能力的医药商业销售网络，国际化与协同性是公司的核心能力。

**内生外延结合，引领 CSO 行业整合。**内生方面，公司会先以承接公司自己的工业产品和进口代理产品为主，选择与公司现有产品结构相关领域，如心血管、抗病毒等进行优先建设商业推广队伍。外延方面，公司 2016 年收购河南泰丰，泰丰医药经营业态齐全，拥有专业的招商和新药推广队伍以及医疗器械经营团队；具有良好的公共关系和终端客户资源，与省级医院及各地市主要医院均建立了良好合作关系；经营团队专业化水平高，具有良好的市场开拓精神。未来公司将通过在各地设立办事处（或者子公司），并购更多类似泰丰的商业推广公司，打造全国的药品及器械推广网络，与目前的商业配送网络形成良好的协同。

### 药品 CSO 整合市场空间大，公司有望引领行业趋势。

我国 CSO 行业预计市场规模约 5000 亿，净利润约 500 亿。公司作为第一家明确提出对 CSO 进行并购整合的企业，目前药品推广收入约为 10 亿元。公司具有资金与配送网络优势，未来持续对 CSO 进行整合的空间非常大。CSO 网络建设及竞争优势建立是公司长期发展的核心逻辑。

图表27： 公司着力打造工商贸业务协同

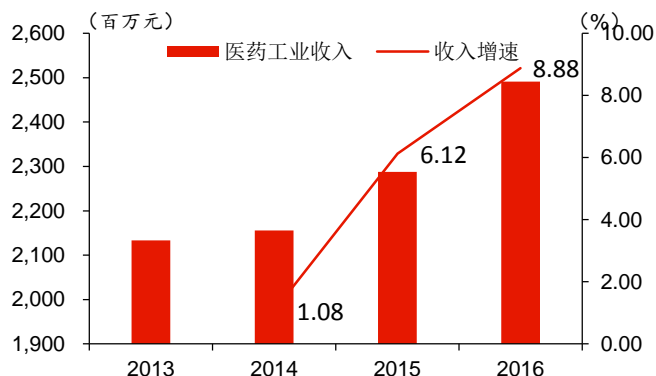
		工	商	贸
贸易起家	1984			统管全国医药保健品外经贸（国内分公司40余家，海外企业10余家） 开展医药保健品自营和代理进出口业务
巩固贸易	1988			
初涉工业	2005	纳入通用三洋		
发展贸易	2007			收购美康百泰60%股权，建立覆盖京冀豫的医疗诊断试剂营销网络
进入商业	2009		收购美康九州100%股权，建立以北京、广东为重点的商业网络	
发展商业	2010		增资扩股整合原广州大光，与原广东美康万特组成新公司	
进军中药	2011	投资并购以控股新疆天山制药		
三足鼎立	2013	换股吸收以整合天方药业，发股购买湖北科益，整体托管医控公司		向中国医疗器械技术服务公司增资扩股，直接和间接持有其100%股权
进军CSO	2016		收购河南泰丰医药，发展药品代理推广体系	

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 他汀引领增长，维持工业板块稳健

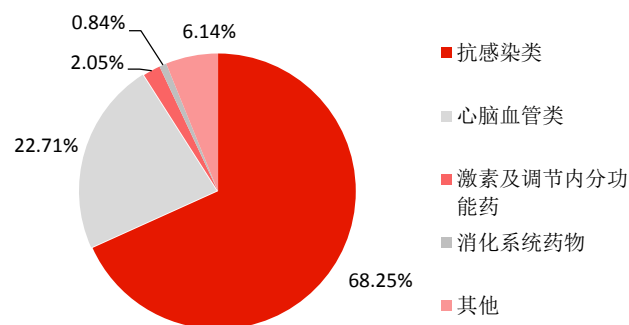
公司工业体系涵盖化学药制剂、化学原料药、生物制品、中成药、中药饮片等医药细分行业，产品聚焦于抗感染药物、心脑血管用药、解热镇痛药物、抗肿瘤药物等多个领域。医药工业板块 2016 年实现营业收入 25.58 亿元，利润贡献达到 29.71%。其中抗感染类及心脑血管类主要产品主营业务收入实现 22.66 亿元，占到工业板块主营业务收入的 91%，体现了良好的盈利能力。我们认为未来公司工业板块增长驱动力在于阿托伐他汀维持 15%-20% 稳健增长，瑞舒伐他汀蓄力加速放量，抗生素业务保持平稳。

图表28：医药工业收入明显提速



资料来源：华泰证券研究所

图表29：抗感染和心脑血管类是主要收入来源（2016）



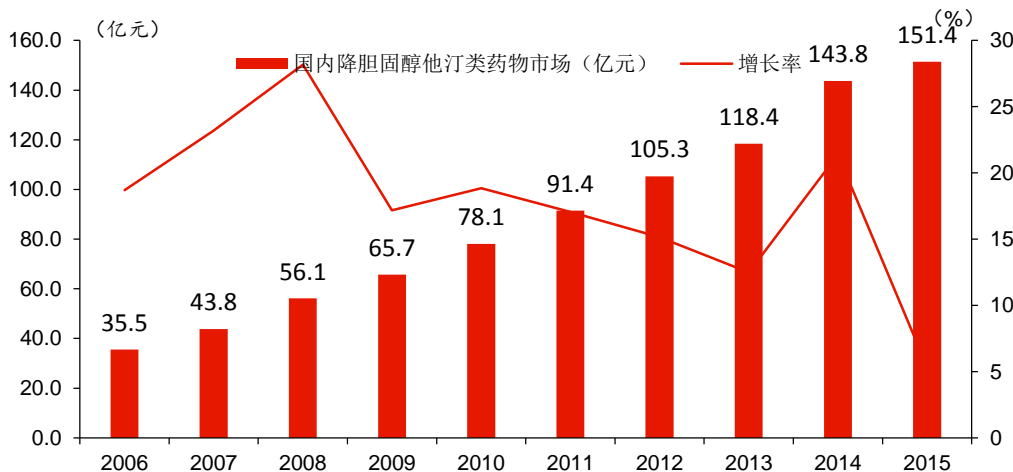
资料来源：华泰证券研究所

## 阿托稳健，瑞舒发力，双剑合璧驱动增长

血脂异常患者居高不下，降血脂药物需求方兴未艾。根据国家心血管病中心的《中国心血管病报告 2015》指出，我国民众的心血管病危险因素持续增加，尤其是高血压、血脂异常、糖尿病和肥胖综合征风险高居不下。从“十一五”到“十二五”的 10 年间，我国成年人总胆固醇升高者达到了 7.9%，甘油三酯升高者达到了 13.7%，总体形势不容乐观。我国胆固醇管理药物仍是方兴未艾，市场需求可观。

降血脂 200 亿市场，他汀类药物独占鳌头。他汀类药物是中华医学会血脂异常用药指南的推荐用药，在实际的临床中得到了广泛的使用。中康 CMH 最新数据显示，2015 年国内他汀终端零售价市场达到了 151.43 亿元的规模，占整个降血脂用药市场近 80%，同比增速达 5.3%，国内调血脂类药物总体市场已超过 200 亿元人民币。

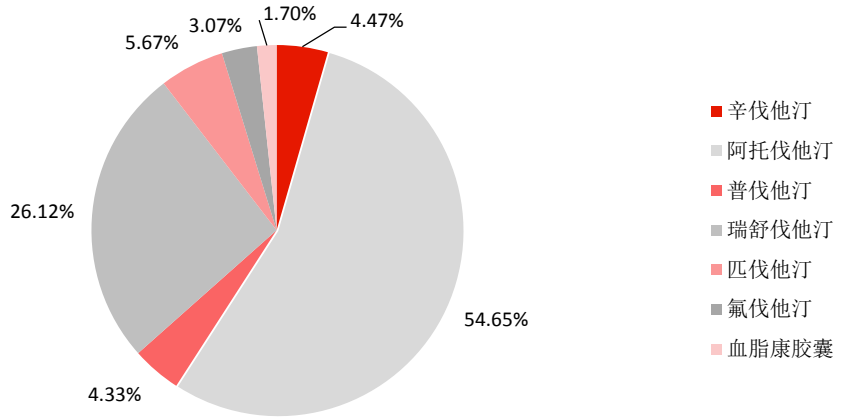
图表30：国内降血脂他汀类药物市场规模及增速



资料来源：中康 CMH，华泰证券研究所

阿托、瑞舒伐他汀是主流用药，占比高达8成。国内降胆固醇治疗市场上，阿托伐他汀、辛伐他汀、瑞舒伐他汀、氟伐他汀、普伐他汀、匹伐他汀、血脂康等七个药物主导了市场。其中阿托伐他汀占据了半壁江山，根据PDB样本医院数据，2016年阿托伐他汀市场份额占比54.65%。近年来瑞舒伐他汀也保持了后来居上的态势，16年占比达26.12%。阿托和瑞舒伐他汀成为降血脂市场上使用最广泛的药物。

图表31：国内样本医院降血脂治疗用药市场份额（2016）



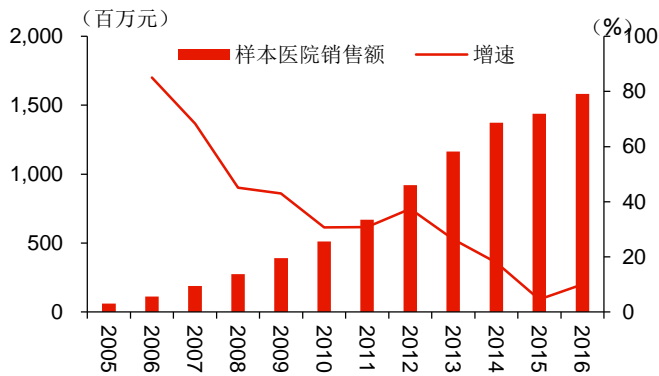
资料来源：PDB，华泰证券研究所

**阿托伐他汀独家剂型，维持15%-20%稳健增长**

降胆固醇优质品种，阿托伐他汀领跑市场。阿托伐他汀上市近20年的临床证明，药物安全性高、不良反应小，副作用与辛伐他汀相比降低下24%，与普伐他汀相比疗效高47%，在降低LDL胆固醇治疗方面优于其它他汀类药物。根据PDB统计数据，2016年国内阿托伐他汀样本医院销售额15.82亿元，近5年CAGR 18.7%，明显高于降血脂总体市场增长率。

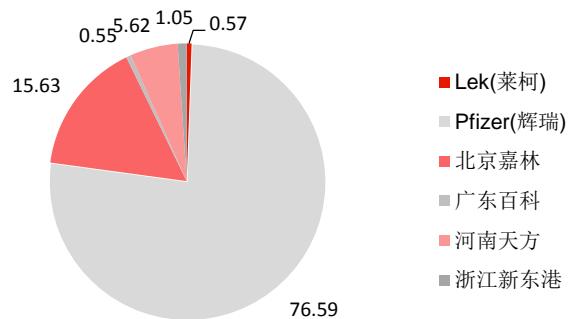
公司阿托伐他汀市场份额位居前列。2016年国内样本医院市场美国辉瑞的立普妥占据了76.59%市场份额，天方药业的“尤佳”占据了5.62%，位居第三位。未来公司产品有望凭借工商贸一体化优势，攫取更多市场份额，取得高于行业平均水平的快速增长。

图表32：国内样本医院阿托伐他汀销售额及增速



资料来源：PDB，华泰证券研究所

图表33：国内样本医院阿托伐他汀市场份额（2016）



资料来源：PDB，华泰证券研究所



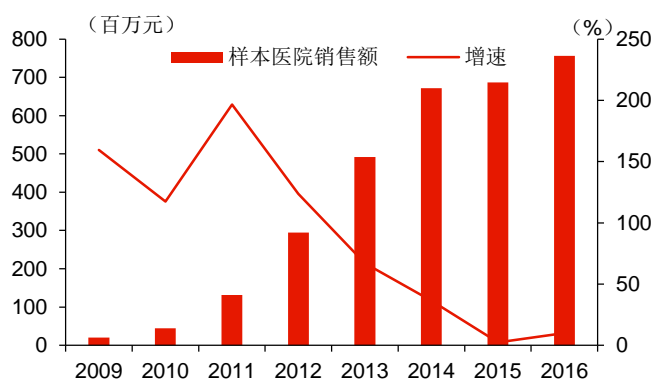
**独家胶囊剂型，有望维持15%-20%稳健增长。**天方药业拥有独家阿托伐他汀钙胶囊剂型，在招标中与其他厂家不产生竞争。相比片剂，胶囊剂型老年人更容易吞咽，公司产品存在一定的剂型优势。公司坚持“细化招商，细分市场”，强化代理商管控策略，2016年阿托伐他汀钙销量同比增长19.36%。考虑到阿托伐他汀的进口替代空间，以及公司的产品优势，我们认为未来三年有望维持15%-20%的增长动量。

### 瑞舒伐他汀迅速放量，延续高速增长

**瑞舒伐他汀药效更佳、安全性更高。**瑞舒伐他汀最先由日本盐野义公司开发，1998年4月转让给英国阿斯利康公司，2007年获批在中国上市。阿斯利康大规模、多中心试验表明，瑞舒伐他汀能够显著改善患者体内的胆固醇水平，而且耐受性好，与阿托相比，所需治疗剂量更小，安全性更高。

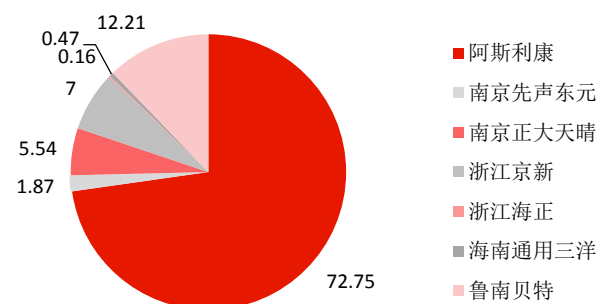
**公司瑞舒伐他汀有望复制阿托伐他汀的成功。**根据PDB样本医院统计数据，2016年国内瑞舒伐他汀销售规模7.56亿元，占据他汀总体市场的26.12%。其中阿斯利康占据了72.75%的市场份额。集团旗下的通用三洋由于处于市场导入期，市占率仅为0.47%。我们认为凭借公司在阿托伐他汀的销售推广资源，瑞舒伐他汀有望迅速放量。2016年瑞舒伐他汀钙胶囊全年销量同比增长超106%，未来有望延续高速增长态势，复制阿托伐他汀的成功。

图表34：国内样本医院瑞舒伐他汀销售额及增速



资料来源：PDB，华泰证券研究所

图表35：国内样本医院瑞舒伐他汀市场份额（2016）



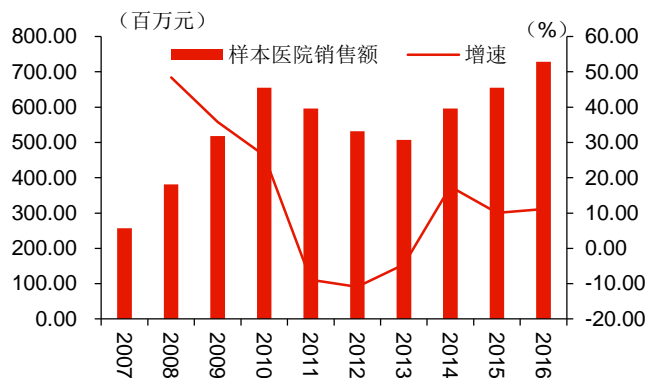
资料来源：PDB，华泰证券研究所

### 抗生素业务平稳增长，提供业绩安全垫

**政策驱动抗生素市场趋于良性发展。**2012年在被誉为史上“最严限抗令”下，医院全身用抗菌药物市场得到有效约束。统计数据显示，2012、2013年连续两年负增长。但是由于抗生素属于刚性需求，近年来随着市场优化用药结构，新产品的广泛使用，副作用较大的老药逐渐淘汰，抗生素市场步入新常态化的良性发展。

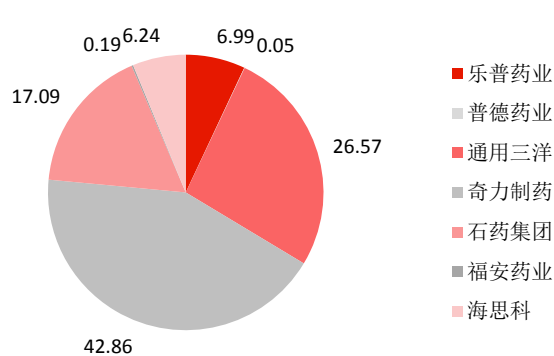
**抗生素市场成熟，为公司提供业绩安全垫。**公司抗生素领域主打产品头孢哌酮他唑巴坦钠。根据PDB数据，2016年样本医院市场规模达7.29亿元，同比增长11.19%。其中通用三洋市场占有率26.57%，位居第二位。我们认为抗生素属于成熟用药市场，处于平稳增长阶段。公司作为抗生素龙头企业，未来有望随着整体市场保持10%左右的稳定增长，提供业绩安全垫。

图表36: 国内样本医院抗生素销售额及增速



资料来源: PDB, 华泰证券研究所

图表37: 国内样本医院抗生素市场份额 (2016)



资料来源: PDB, 华泰证券研究所

### 优质资产待注入, 贡献工业新增长

**资产注入承诺期将近, 工业增长添动力。**按公司先前承诺, 公司将于换股吸收天方药业的重组事项完成后 4 年内择机注入或转让江药集团、海南康力、长城制药、上海新兴以及武汉鑫益的相应股权。该重组事项已于 2014 年 4 月发布重组事项实施完毕公告, 武汉鑫益资产已通过定增方式注入。其余资产 (江药集团 100% 股权、海南康力 51% 股权、长城制药 100% 股权、上海新兴 51.8% 股权) 需于 2018 年 4 月前完成注入。

图表38: 待注入资产情况

公司名称	公司简介
上海新兴	主营血液制品产销, 拥有国内一流、亚洲先进的血液制品生产基地。
海南康力	主营抗生素类产品研产, 是国内最大的冻干粉针剂生产基地之一。
长城制药	主营中成药产销, 位列中国医药工业企业 500 强。
江药集团	持南华医药 50% 股权和江西天施康 41% 股权。其中南华医药为江西省占率第一的医药商业企业, 江西天施康为国内重点中成药研产基地。

资料来源: 公司公告, 公司官网, 华泰证券研究所

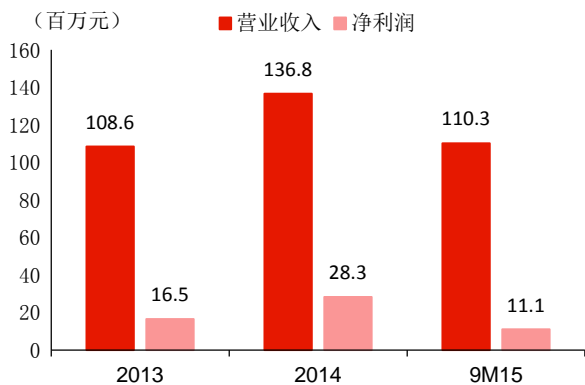
### 资产发展向好, 对上海新兴控制加强

**上海新兴是国家血液制品定点生产企业。**公司成立于 2000 年, 由解放军总后勤部上海新兴血液制品研究所改制而来, 曾斥资 1.7 亿元设立先进血液制品生产基地。2015 年前三季度上海新兴实现营收 1.10 亿元, 净利润 0.11 亿元。

**血制品种类名列行业前茅, 浆站获批助力发展。**截至 2015 年上海新兴自主研发出 10 种类、30 品规产品, 拥有淮化、余干两个采浆中心。随着 2016 年人凝血八因子的上市销售, 上海新兴扩大产品种类至 11 种; 同年成功获批福建将乐、浙江三门两个浆站, 采血能力进一步提高。

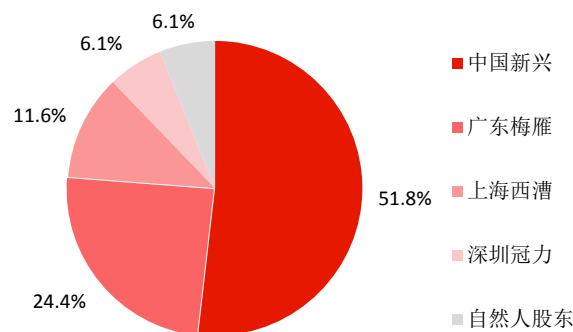
**公司对上海新兴控股加强。**继 2015 年 9 月公司与通用技术集团、新兴集团签署三方托管协议并同意托管上海新兴 51.8% 股权后, 公司于同年 12 月与广东梅雁签订股权转让协议, 以现金方式收购广东梅雁持有的上海新兴的 24.39% 股权。资产注入后, 公司可持该资产共计 76.22% 股权, 控制加强, 上海新兴有望在更集中的股权结构下加速发展、贡献业绩。

图表39: 上海新兴营业收入和净利润情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表40: 上海新兴股权占比



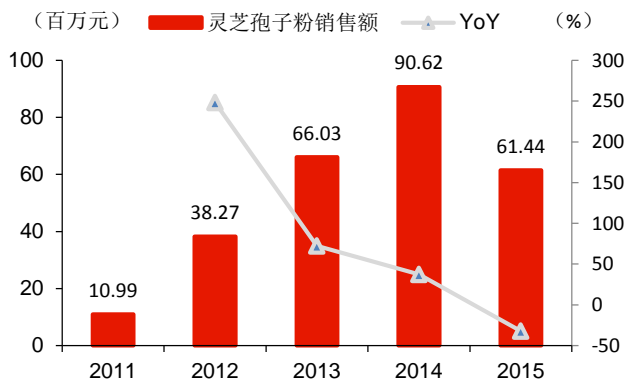
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**圈地中成药板块, 产品线更趋丰富**

待注入资产中长城制药和江药集团旗下的江西天施康均涉足中成药。我们认为, 在目前政策利好中药行业的背景下完成相关资产的注入, 将助力公司医药工业新的增长。

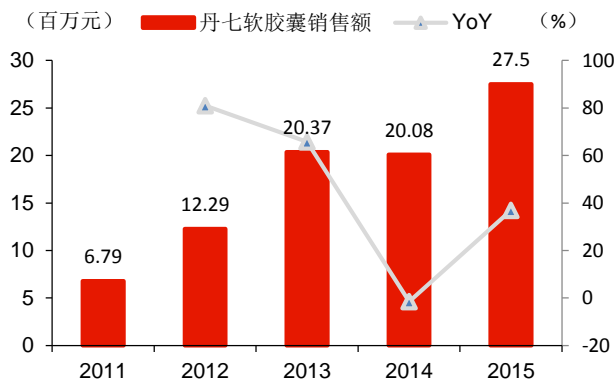
长城制药是医药工业 500 强企业, 主要拥有灵芝孢子粉胶囊、丹七软胶囊、健脾益肾颗粒 (无蔗糖型)、经舒颗粒等中药制剂品种。根据南方所 2015 年样本医院数据, 灵芝孢子粉胶囊市场规模为 0.61 亿元, 同比降低 32.2%, 长城制药市占率为 66%; 独家品种丹七软胶囊销售额 2750 万元, 同比增长 36.9%。江药集团旗下的江西天施康拥有 25 个全国独家品种, 主打夏天无、肠炎宁、珍视明滴眼液、牛黄上清胶囊等产品。

图表41: 样本医院灵芝孢子粉胶囊销售情况



资料来源: 南方所, 华泰证券研究所

图表42: 样本医院丹七软胶囊销售情况



资料来源: 南方所, 华泰证券研究所

## 盈利预测与估值分析

### 收入预测关键假设

公司业务主要分为医药工业、医药商业和医药贸易三大板块。我们根据各个板块收入及下属主要子公司分拆业绩。根据前述分析，医药工业保持稳健成长，医药商业是公司战略发展的方向，医药贸易属于稳定现金流业务。

公司医药工业主要子公司为天方药业、通用三洋、武汉鑫益。其中天方药业与通用三洋均为医药工业与医药商业混营的企业，此处仅列示其医药工业收入。天方药业重点产品为心血管制剂及原料药，未来将得益于阿托伐他汀与瑞舒伐他汀放量而稳健成长。通用三洋的重点产品是抗生素制剂及原料药，维持行业平均增速。武汉鑫益是2016年新并入公司的一家抗病毒药物生产企业。在完成并购整合及GMP改造后，公司将逐年恢复性增长。

图表43：公司医药工业板块拆分及预测（单位：百万）

医药工业	2016A	2017E	2018E	2019E	备注
<b>总收入</b>	<b>2,558</b>	<b>2,905</b>	<b>3,300</b>	<b>3,751</b>	
天方药业（工业）	1,822	2,095	2,410	2,771	
通用三洋（工业）	412	453	499	548	
武汉鑫益	113	124	136	150	
其他	211	232	256	281	
<b>总收入增速</b>	<b>11.8%</b>	<b>14.4%</b>	<b>13.7%</b>	<b>13.0%</b>	
天方药业（工业）		15%	15%	15%	心血管药物及原料药快速成长
通用三洋（工业）		10%	10%	10%	抗生素及原料药稳健成长
武汉鑫益		10%	10%	10%	抗病毒药物业绩逐渐恢复
其他		10%	10%	10%	其他子公司维持行业增速

注：蓝色标亮数字为关键假设。资料来源：华泰证券研究所

公司医药商业板块主要有天方药业（商业）、美康百泰、美康九州、江西南华、河南泰丰、湖北博鸿康（通用三洋商业业务）等子公司。医药商业是公司战略性发展方向，多个子公司的成长值得重点关注。美康九州有望得益于全国分销网络建设。河南泰丰是公司收购的第一家商业推广公司（CSO），未来随着中国医药建立全国性的商业推广网络，内生外延发展可期待。美康百泰是贝克曼北方区域总代，从事高值耗材代理配送业务，未来将发展医院打包采购业务而迅速成长。

**图表44: 公司医药商业板块拆分及预测 (单位: 百万)**

医药商业	2016A	2017E	2018E	2019E	备注
<b>总收入</b>	<b>17,200</b>	<b>21,254</b>	<b>26,124</b>	<b>32,235</b>	
天方药业 (商业)	3,224	3,708	4,264	4,903	
美康百泰	1,074	1,396	1,675	2,011	
美康九州	8,272	10,754	13,980	18,174	
江西南华	2,000	2,200	2,420	2,662	
河南泰丰	835	1,086	1,303	1,563	
湖北博鸿康	927	1,112	1,335	1,602	
其他	868	998	1,148	1,320	
<b>收入增速</b>	<b>42.4%</b>	<b>23.6%</b>	<b>22.9%</b>	<b>23.4%</b>	
天方药业 (商业)	15.1%	15%	15%	15%	略高于行业平均
美康百泰	18.6%	30%	20%	20%	耗材代理, 医院打包
美康九州	15.1%	30%	30%	30%	全国配送网络建设
江西南华	729.9%	10%	10%	10%	江西省配送商
河南泰丰	3.1%	30%	20%	20%	CSO 行业整合
湖北博鸿康		20%	20%	20%	略高于行业平均
其他	-8.0%	15%	15%	15%	略高于行业平均

注: 蓝色标亮数字为关键假设。资料来源: 华泰证券研究所

医药贸易主要从事化学制剂及原料药、生物及血液制品、医疗器械、医用耗材的进出口业务。产品远销欧美、南美、中东、非洲及东南亚等 100 多个国家和地区。同时也向国内引入有价值的医药资源, 如独家代理医药器械产品等。医药贸易属于公司稳定现金流业务。

**图表45: 公司医药贸易板块拆分及预测 (单位: 百万)**

医药贸易	2016A	2017E	2018E	2019E	备注
<b>总收入</b>	<b>6,850</b>	<b>7,337</b>	<b>7,828</b>	<b>8,355</b>	
中国医药保健品公司	990	1,040	1,092	1,146	
中国医疗器械技术服务	2,249	2,474	2,721	2,993	
母公司	3,642	3,824	4,015	4,216	
<b>收入增速</b>	<b>1.0%</b>	<b>7.1%</b>	<b>6.7%</b>	<b>6.7%</b>	
中国医药保健品公司	-10.9%	5%	5%	5%	
中国医疗器械技术服务	8.5%	10%	10%	10%	
母公司	-0.3%	5%	5%	5%	

注: 蓝色标亮数字为关键假设。资料来源: 华泰证券研究所

### 费用率预测关键假设

公司毛利率基本维持稳定, 医药商业由于调拨业务转为纯销业务毛利率将有所提升。费用端, 管理费用率与财务费用率由于经营效率提高均有一定的改善空间。

**图表46: 公司费用率预测及假设**

	2016A	2017E	2018E	2019E	备注
<b>毛利率</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.7%</b>	
医药工业	43.9%	43.9%	43.9%	43.9%	维持不变
医药商业	7.2%	7.5%	7.8%	8.1%	调拨转为纯销, 毛利率提升
医药贸易	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	维持不变
销售费用率	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	维持不变
管理费用率	2.44%	2.3%	2.3%	2.3%	工业与商业均有成本降低、效率提升的空间
财务费用率	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	设立资金池, 降低财务成本

注: 蓝色标亮数字为关键假设。资料来源: 华泰证券研究所

### 盈利预测及估值

综合以上分析，我们预测公司 2017-19 年 EPS 为 1.12/1.32/1.57 元，同比增长 26%/18%/19%，当前股价对应的估值为 22/18/16x。我们选取同样具有医药工业和医药商业板块的国企上市公司上海医药和国药股份进行可比公司分析。他们均为国内医药商业龙头，凭借网络规模优势和融资成本优势，上药与国药成长确定性高，因此享受估值溢价，PEG 在 1.3-1.5 之间。中国医药作为央企，同样具有融资与规模优势，管理层动力强，业绩改善空间大，未来成长的确定性也很高。因此，我们认为中国医药应当与上海医药和国药股份处于同一估值区间，合理估值应为 2017 年 26-30 倍 PE (EPS3 年 CAGR21.0%，PEG = 1.2-1.4) 目标价 29.1-33.6 元，首次覆盖并给予“买入”评级。

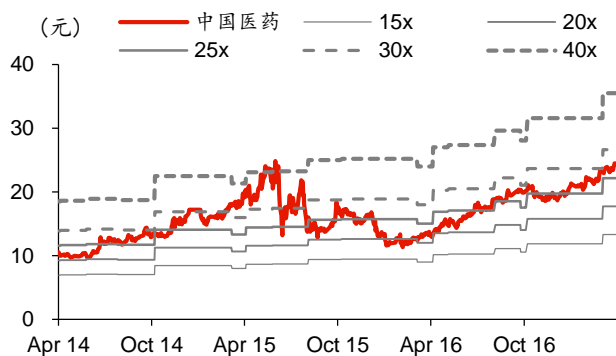
图表47：可比公司分析（数据截止 2017 年 4 月 23 日）

代码	简称	市值(亿元)	PE(2017)	PE(2018)	净利润 3-yr CAGR	PEG
601607.SH	上海医药	604	18.0	15.7	14.2%	1.3
600511.SH	国药股份	163	23.2	20.0	18.4%	1.3
	平均值	384	20.6	17.9	16.3%	1.3
600056.SH	中国医药	261	21.8	18.4	21.0%	1.0

资料来源：Wind，华泰证券研究所

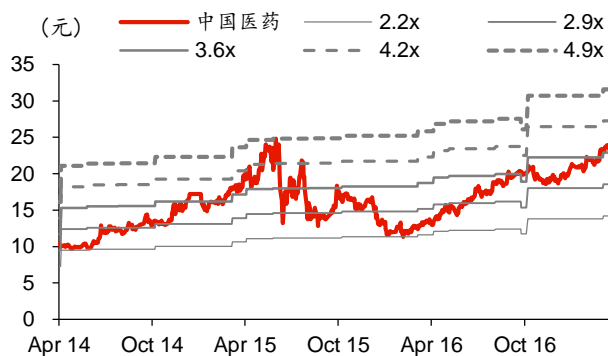
### PE/PB – Bands

图表48：中国医药历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表49：中国医药历史 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 风险提示

**融资并购不达预期：**公司作为央企融资并购都需要通用集团批准，因此存在外延扩张不被批准的风险。

**CSO 整合不达预期：**商业推广体系（CSO 网络）建立是公司重要发展战略。作为医药分销企业介入 CSO 行业整合，有可能存在进程不达预期的风险

**药品招标降价：**作为工商业一体化的企业，国家对医院终端实施控费讲必然传导到上游医药制造和中游医药配送行业。终端药品降价可能损害公司的净利率水平。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	13,321	16,061	19,656	23,465	28,068
现金	3,100	3,089	3,890	4,870	5,988
应收账款	4,615	6,528	7,985	9,445	11,242
其他应收账款	313.36	316.17	386.90	457.62	544.69
预付账款	377.32	508.71	623.38	737.33	877.58
存货	4,170	4,684	5,688	6,725	8,002
其他流动资产	745.64	934.47	1,083	1,231	1,414
非流动资产	2,838	3,462	3,515	3,596	3,712
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	1,453	1,401	1,363	1,339	1,333
无形资产	233.97	261.55	287.56	312.11	335.26
其他非流动资产	1,151	1,799	1,864	1,945	2,044
资产总计	16,158	19,523	23,171	27,061	31,780
流动负债	8,122	9,923	12,159	14,382	17,117
短期借款	995.24	668.00	817.44	966.85	1,151
应付账款	3,946	5,574	6,830	8,079	9,616
其他流动负债	3,181	3,681	4,512	5,336	6,351
非流动负债	1,997	1,917	1,917	1,917	1,917
长期借款	0.94	0.47	0.47	0.47	0.47
其他非流动负债	1,996	1,916	1,916	1,916	1,916
负债合计	10,119	11,839	14,076	16,299	19,034
少数股东权益	638.66	804.26	1,019	1,274	1,576
股本	1,013	1,068	1,068	1,068	1,068
资本公积	1,729	2,427	2,697	2,697	2,697
留存公积	2,349	3,113	4,310	5,723	7,404
归属母公司股	5,400	6,879	8,075	9,489	11,170
负债和股东权益	16,158	19,523	23,171	27,061	31,780

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	1,022	1,004	879.40	1,096	1,242
净利润	614.45	948.14	1,197	1,414	1,681
折旧摊销	174.53	146.29	151.45	157.68	164.76
财务费用	67.76	41.76	28.52	31.44	32.40
投资损失	(17.99)	(14.95)	(14.95)	(14.95)	(14.95)
营运资金变动	(110.58)	(361.14)	(729.01)	(776.25)	(955.95)
其他经营现金	294.09	243.94	246.81	284.18	334.99
投资活动现金	(45.90)	(416.32)	(199.13)	(233.50)	(275.84)
资本支出	128.13	153.71	188.10	222.48	264.81
长期投资	0.00	46.02	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(82.23)	216.59	11.03	11.03	11.03
筹资活动现金	(104.59)	(581.45)	120.37	117.96	151.57
短期借款	102.52	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	(0.47)	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(206.64)	(581.45)	120.37	117.96	151.57
现金净增加额	871.76	6.27	800.64	980.08	1,118

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	20,570	25,738	31,496	37,252	44,341
营业成本	18,051	22,703	27,820	32,905	39,165
营业税金及附加	50.42	73.42	89.85	106.27	126.49
营业费用	823.74	857.77	1,050	1,242	1,478
管理费用	505.62	626.82	724.41	856.81	1,020
财务费用	67.76	41.76	28.52	31.44	32.40
资产减值损失	174.99	62.89	31.62	29.97	32.67
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(17.99)	(14.95)	(14.95)	(14.95)	(14.95)
营业利润	914.55	1,388	1,767	2,096	2,502
营业外收入	29.09	58.43	57.06	57.06	57.06
营业外支出	11.75	7.26	8.10	8.10	8.10
利润总额	931.88	1,439	1,816	2,145	2,551
所得税	213.11	320.09	403.97	477.21	567.52
净利润	718.77	1,119	1,412	1,668	1,983
少数股东损益	104.31	170.51	215.20	254.21	302.32
归属母公司净利润	614.45	948.14	1,197	1,414	1,681
EBITDA (倍)	1,309	1,618	1,958	2,294	2,711
EPS (元)	0.58	0.89	1.12	1.32	1.57

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	15.19	25.12	22.37	18.28	19.03
营业利润	17.65	51.72	27.33	18.63	19.37
归属母公司净利润	11.68	54.31	26.20	18.13	18.92
获利能力 (%)					
毛利率	12.25	11.79	11.67	11.67	11.67
净利率	2.99	3.68	3.80	3.79	3.79
ROE	11.84	15.44	16.00	16.10	16.27
ROIC	22.65	25.16	24.95	25.85	26.87
偿债能力					
资产负债率 (%)	62.63	60.64	60.75	60.23	59.89
净负债比率 (%)	9.85	5.65	5.81	5.94	6.05
流动比率	1.64	1.62	1.62	1.63	1.64
速动比率	1.13	1.15	1.15	1.16	1.17
营运能力					
总资产周转率	1.36	1.44	1.48	1.48	1.51
应收账款周转率	4.72	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款周转率	4.95	0.00	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.89	1.12	1.32	1.57
每股经营现金流(最新摊薄)	0.96	0.94	0.82	1.03	1.16
每股净资产(最新摊薄)	5.05	6.44	7.56	8.88	10.45
估值比率					
PE (倍)	41.60	26.96	21.36	18.08	15.20
PB (倍)	4.73	3.72	3.16	2.69	2.29
EV_EBITDA (倍)	19.30	15.61	12.90	11.01	9.32

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com