



国药股份 (600511): 重组完成后区域龙头起航, 创新业务预计也将突破发展

2017年5月11日

分析师:

王雯

执业证书编号: S1380516110001

联系电话: 010-51789265

邮箱: wangwen@gkzq.com.cn

公司评级

当前价格: 35

本次评级: 推荐

公司基本数据

总股本(百万股): 478.8

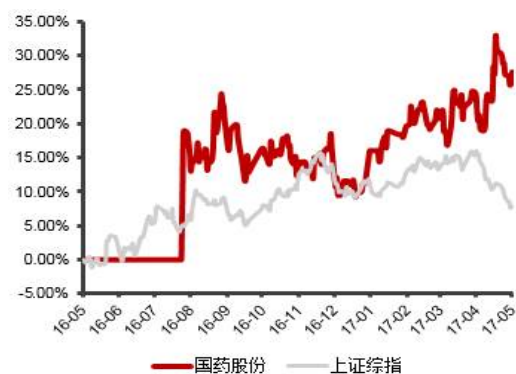
流通股本(百万股): 277.6

流通A股市值(亿元): 97.18

每股净资产(元): 7.64

资产负债率(%): 44.17%

国药股份近一年股价走势



相关报告

核心观点:

- 即将完成的重组和再融资是公司发展的里程碑事件, 对公司未来业务发展的推动值得关注。加之公司是集团内混改试点单位之一, 在强大的股东资源背景下, 公司未来发展有望提速。
- 重组完成后, 公司在北京的医药商业业务排名位于前3, 品种、规模、渠道优势凸显, 在新一轮阳光采购和“两票制”下, 未来公司的市场份额预计仍会有较大的提升空间
- 强大的股东资源背景不能忽视, 预计在整个集团战略下, 公司未来创新业务拓展将加快。另外在“两票制”下, 公司同国控之间的采购不计为一票, 品种优势凸显。
- 麻精药业务一直是公司特色并重要的业务, 随着重组后资金瓶颈打开, 未来在品种拓展、二级分销以及整个产业链上的拓展预计都将加快。
- 公司财务状况稳健, 运营效率突出, 同时按重组完成后新国药的业绩计算, 公司估值与可比公司相比, 具备优势。

盈利预测和投资建议: 我们预计重组前, 公司 2017-2019 年实现主营业务收入分别为 149.02、166.9、182.9 亿元, 分别同比增长 11.3%、12.1%和 9.6%; 实现归母净利润分别为 6.15、7.05 和 8.12 亿元, 分别同比增长 12.3%、14.6%和 15.3%; 实现 EPS 分别为 1.28、1.47 和 1.7 元/股。若按照承诺利润计算, 我们预计重组后新国药 2017-2019 年将实现归母净利润分别为 11.7、13.4 和 15.3 亿元, 对应的 EPS 分别为 1.54、1.75 和 2.01 元/股, 给予公司“推荐”评级。

风险提示: 重组后公司与子公司的业务整合低于预期; 北京新一轮阳光采购公司业务进展低于预期; 国瑞药业业绩增长低于预期, 对母公司构成一定拖累; 参股公司宜昌人福业绩增长低于预期; 公司外延并购相关进展低于预期; “两票制”全面推广或对渠道的盈利造成一定影响; 股票市场系统性风险。

财务摘要(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	12078.19	13386.42	14902.08	16698.56	18294.39
(+/-)%	4.7%	10.8%	11.3%	12.1%	9.6%
息税前利润 (EBIT)	695.94	709.67	783.10	904.57	1037.22
(+/-)%	4.6%	2.0%	10.3%	15.5%	14.7%
归母净利润	512.85	547.61	614.86	704.52	812.27
(+/-)%	6.9%	6.8%	12.3%	14.6%	15.3%
每股净收益(元)	1.07	1.14	1.28	1.47	1.70
PE	36.36	30.19	26.89	23.47	20.35

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1474	1677	2235	2505	2744	营业收入	12078	13386	14902	16699	18294
应收票据及账款	2620	3195	3278	3976	3971	营业成本	11118	12393	13791	15424	16847
交易性金融资产	0	0	0	0	0	营业税金及附加	18	28	31	35	39
预付款项	34	41	87	56	100	销售费用	229	215	238	267	293
其他应收款	8	4	9	6	10	管理费用	168	187	201	225	247
存货	1158	1170	1470	1483	1743	财务费用	28	-15	-16	-14	-19
其他流动资产	13	11	11	11	11	资产减值损失	2	15	0	0	0
长期股权投资	402	482	625	783	956	投资收益	104	143	143	157	173
固定资产	567	538	501	475	448	其他经营损益	0	0	0	0	0
在建工程	10	11	22	22	22	营业利润	529	563	656	761	888
投资性房地产	4	4	3	3	2	其他非经营损益	35	16	0	0	0
无形资产	67	67	90	84	78	税前利润	668	711	799	918	1061
长期待摊费用	5	6	3	0	0	减: 所得税	135	147	164	190	222
资产总计	6442	7273	8457	9524	10207	净利润	532	564	635	728	839
短期借款	300	0	893	433	732	归属于母公司的净利润	513	548	615	705	812
应付票据及账款	2204	2837	2576	3478	3135	少数股东损益	19	16	20	23	27
交易性金融负债	0	0	0	0	0	基本每股收益	1.07	1.14	1.28	1.47	1.70
预收款项	23	28	34	35	40	稀释每股收益	1.07	1.14	1.28	1.47	1.70
预计负债	0	0	0	0	0	财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
其他应付款	301	293	293	293	293	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	4.68%	10.83%	11.32%	12.06%	9.56%
长期借款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	4.62%	1.97%	10.35%	15.51%	14.66%
其他负债	96	96	96	96	96	净利润增长率	6.88%	5.94%	12.65%	14.58%	15.29%
负债合计	2925	3254	3892	4335	4297	盈利性					
股东权益合计	3514	4017	4562	5187	5908	销售毛利率	7.95%	7.42%	7.46%	7.64%	7.91%
现金流量表						销售净利率	4.41%	4.21%	4.26%	4.36%	4.59%
(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE	16.93%	15.55%	15.19%	15.16%	15.21%
净利润	532	564	635	728	839	ROIC	18.00%	14.74%	15.79%	13.33%	14.80%
折旧与摊销	43	50	46	47	45	估值倍数					
经营活动现金流	440	578	-165	830	45	PE	36.4	30.2	26.9	23.5	20.4
投资活动现金流	-53	-41	-11	-11	-11	P/S	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9
融资活动现金流	356	-435	819	-550	205	P/B	5.5	4.7	4.1	3.6	3.1
现金净变动	729	101	643	269	239	股息收益率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
期初现金余额	722	1464	1592	2235	2505	EV/EBITDA	23.3	22.3	21.5	18.3	16.4
期末现金余额	1464	1592	2235	2505	2744						

目录

1、公司简介	5
1.1 公司概况——国药控股旗下北京医药商业上市平台	5
1.2 公司业务拆分——特色医药健康产业专业化平台	5
1.3 公司业绩拆分——医药商业毛利贡献占比 88.6%.....	6
2.公司亮点	8
2.1 新国药股份预计将成为北京商业龙头，市场份额仍有较大空间	8
2.2 不容忽视的股东资源，未来创新业务可作为的空间较大.....	13
2.3 麻精药业务深耕多年，有进一步做大的潜力	14
2.4 公司运营能力优良，财务状况良好	17
2.5 外延并购有望加快，股权激励计划也有望适时推出	17
3.盈利预测及估值情况	19
4.投资建议	21
5.风险提示	21

图表目录:

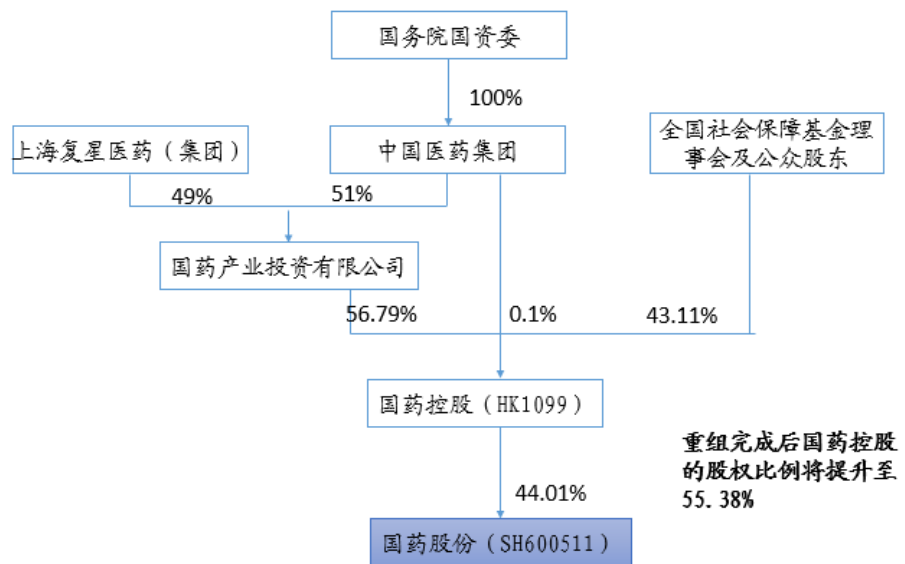
图 1: 公司股权结构情况	5
图 2: 公司旗下子公司、参股公司及业务板块	6
图 3: 2016 年前 6 大子公司 (含参股公司) 对公司业绩贡献情况	6
图 4: 公司近年来收入端情况	7
图 5: 公司近年来利润端情况	7
图 6: 公司 2016 年收入构成	7
图 7: 公司 2016 年毛利构成	7
图 8: 未来公司医药商业板块	8
图 9: 北京医药商业市场规模及增速 (2015 年)	9
图 10: 北京医药商业市场规模占比 (2015 年)	9
图 11: 收购的 4 家公司医药商业规模近 200 亿	9
图 12: 华润医药商业华北区近 3 年销售情况	10
图 13: 科园信海近 3 年销售情况	10
图 14: 收购的 4 家公司承诺利润及增速	12
图 15: 2015 年我国前五大医药商业公司规模情况	13
图 16: “两票制” 下医药产业链上下游之间关系	14
图 17: 样本医院 2015 年麻精类用药市场情况	16
图 18: 样本医院 2015 年管制类麻精药占比情况	16
图 19: 公司营业周期与应收账款周转率对比 (2016 年)	17
图 20: 公司资产负债率与 ROE 对比 (2016 年)	17
表 1: 拟收购的标的公司情况	11
表 2: 公司参股 2 家麻精药公司情况	15
表 3: 我国受监管的麻精药品种情况 (2013 版目录)	16
表 4: 收购的 4 家公司承诺利润及重组后新国药预计利润情况 (单位: 万)	19
表 5: 相关医药商业公司估值情况 (国药股份 PE 计算按重组后)	20

1、公司简介

1.1 公司概况——国药控股旗下北京医药商业上市平台

国药股份（即国药集团药业股份有限公司）是中国医药集团下的四级控股子公司，属于中国医药集团下的6家上市公司之列。重组前，国药股份主营业务主要包括3个方面，分别为麻醉药品及第一类精神药品等特殊药品的全国一级分销业务、普通药品的北京地区分销业务和创新医疗业务。2016年2月，公司大股东国药集团为解决旗下公司与国药股份存在的同业竞争问题，向国药股份注入了相关资产（主要为北京地区的商业业务），拟将国药股份打造成国药集团旗下北京医药商业的唯一的分销平台，这将极大的增强国药股份在北京的分销实力。截至2017年5月，此项资产重组已获证监会审核通过，公司内部资产交割工作正在推进，预计将于今年完成全部资产交割工作。我们认为随着公司重组完成以及首次定向增发募集资金到位，公司业务有望开启新篇章。

图 1：公司股权结构情况

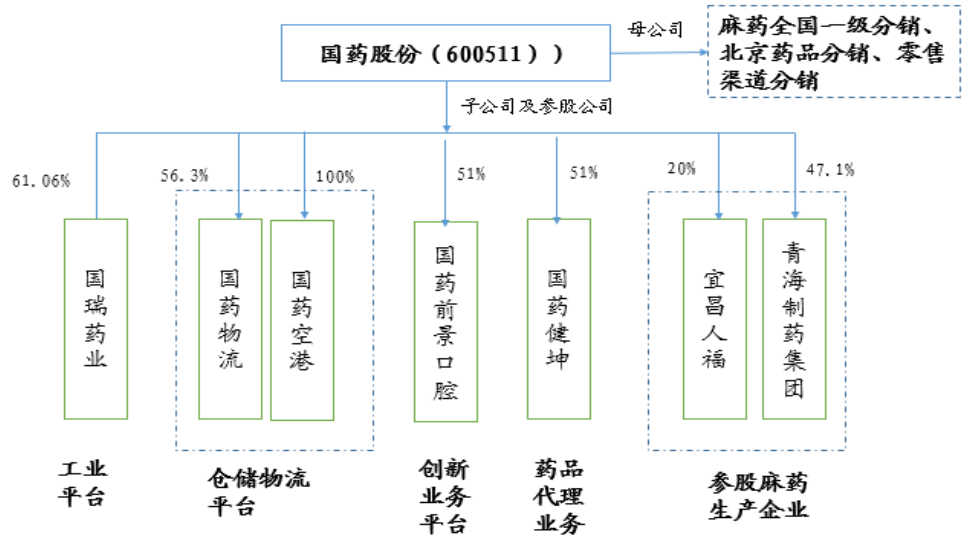


资料来源：公司公告，国开证券研究部

1.2 公司业务拆分——特色医药健康产业专业化平台

从具体经营对象看，国药股份的母公司主要从事麻药分销及北京地区医药分销业务，2016年实现收入127.6亿，净利润5.32亿元。其它业务如工业、仓储物流、口腔产品代理等特色业务均依托旗下子公司。

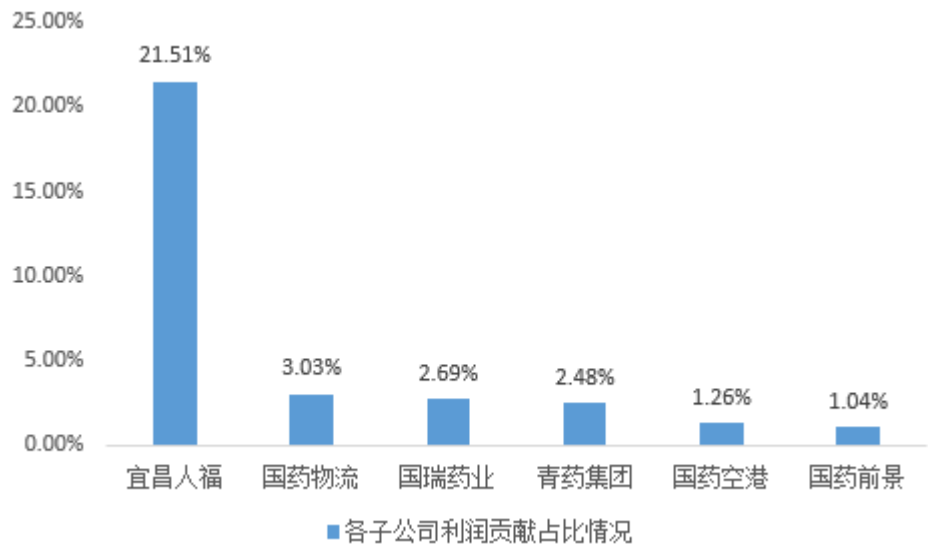
图 2: 公司旗下子公司、参股公司及业务板块



资料来源: 公司公告、国开证券研究部

2016年对公司利润贡献最大的子公司(含参股企业)为宜昌人福, 利润贡献比达到21%。其次为国药物流, 利润贡献为3.03%。国瑞药业因业绩下滑, 对公司利润贡献占比降低, 为2.69%。

图 3: 2016 年前 6 大子公司 (含参股公司) 对公司业绩贡献情况



资料来源: 公司公告, 国开证券研究部

1.3 公司业绩拆分——医药商业毛利贡献占比 88.6%

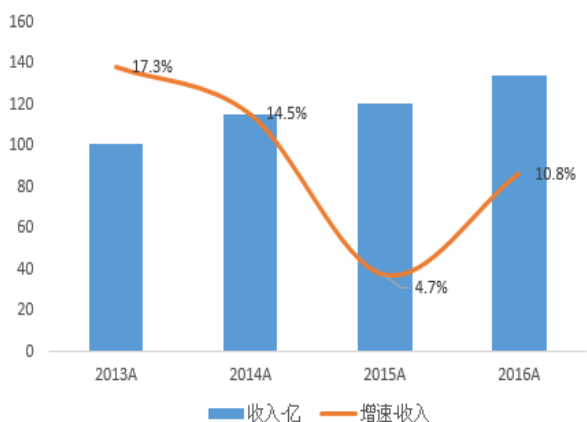
2016年公司实现主营业务收入和归母净利润分别为133.86和5.48亿元, 分别同比增

长10.83%和6.78%，收入中占比最大的为麻药及普药的销售，达到97%，销售规模（未扣除内部抵消）为135亿，同比增长11.39%，毛利率基本稳定，为7.09%，毛利占比88.6%。

另外的2大业务包括工业和仓储物流业务，虽收入占比较小，但毛利率高于医药商业，因此也是重点的业务板块。工业业务方面，主要是国瑞药业实现收入约2.89亿，同比增长-10.45%。同时毛利率也相比2015年下降了10.45个百分点，为21.24%，目前毛利占比5.7%。由于招标降价、限抗以及无水乙醇审评延期等因素影响，国瑞药业2016年净利润同比下降-42%，为2412万，拖累了公司整体业绩的增长。仓储物流方面，公司依托国药物流和国药空港，实现营业收入约1.89亿，同比增长12.59%，毛利率保持稳定，为33.06%，毛利占比5.8%。

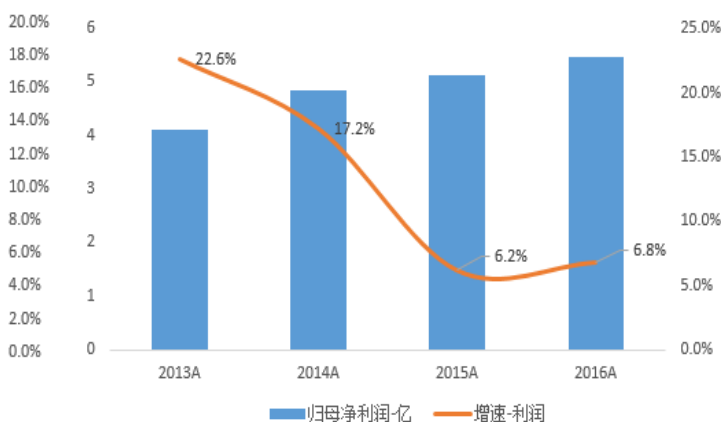
整体看，公司2016年医药商业和仓储物流业务增长稳定，工业业务对公司构成一定拖累，若扣除工业影响，公司2016年利润端增速在10%以上。

图 4：公司近年来收入端情况



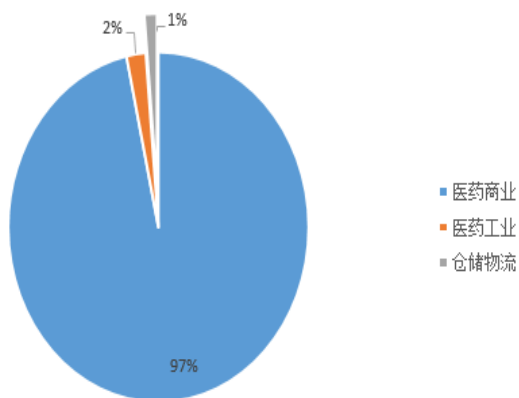
资料来源：公司公告，国开证券研究部

图 5：公司近年来利润端情况



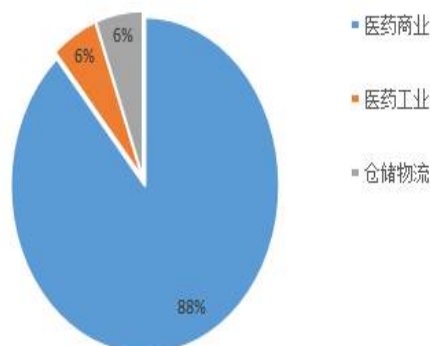
资料来源：公司公告，国开证券研究部

图 6：公司 2016 年收入构成



资料来源：公司公告，国开证券研究部

图 7：公司 2016 年毛利构成



资料来源：公司公告，国开证券研究部

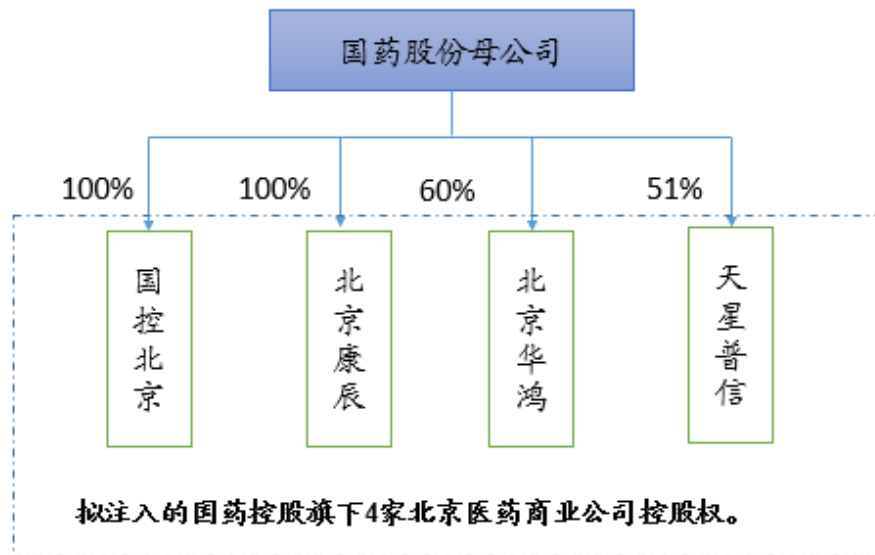
2. 公司亮点

2.1 新国药股份预计将成为北京商业龙头，市场份额仍有较大空间

重组前国药股份的医药商业业务（除麻药一级分销外）主要包括北京市场的纯销和全国范围内的调拨，主要由母公司负责。由于国药股份的大股东——国药控股在上述两项业务中也有布局，因此同业竞争问题困扰公司多年。2016年初，为解决同业竞争问题，集团筹划了重大资产重组。重组方案是将中国医药集团旗下的北京医药分销业务（纯销业务居多）注入到上市公司，具体包括4家公司控股权。重组前，公司医药商业业务接近100亿（含全国调拨业务），重组完成后，公司在北京的商业规模和实力将大大增加，预计在北京的医药商业业务将突破250亿。

根据商务部统计，2015年北京医药商业市场约为1380亿，假设增速8%，则重组后的新国药的商业规模有望占到2016年北京医药商业流通规模的16.7%左右。

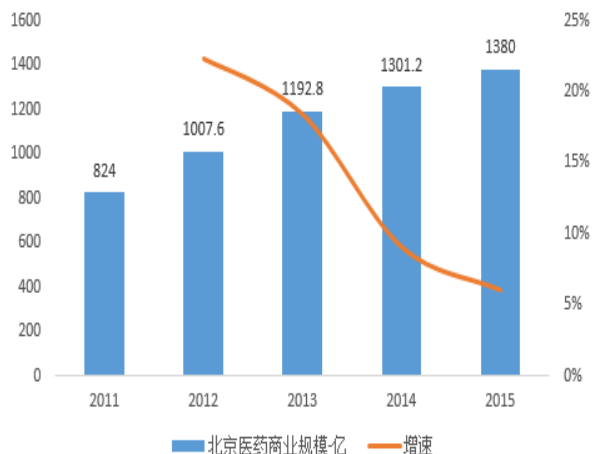
图 8: 未来公司医药商业板块



资料来源：公司公告，国开证券研究部

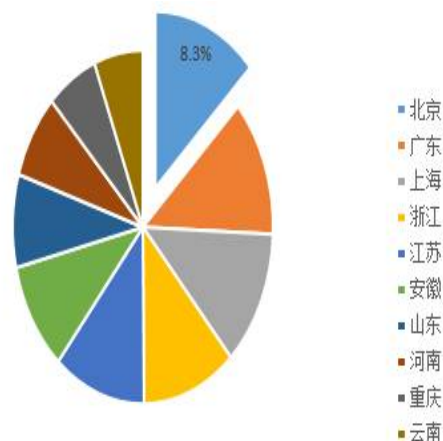
目前北京的医药商业规模位列全国第一，已占全国医药商业整体流通规模的8.3%。近年来北京医药商业的流通规模增长稳定，2015年全年增速为6.1%。

图 9: 北京医药商业市场规模及增速 (2015 年)



资料来源: 商务部, 国开证券研究部

图 10: 北京医药商业市场规模占比 (2015 年)

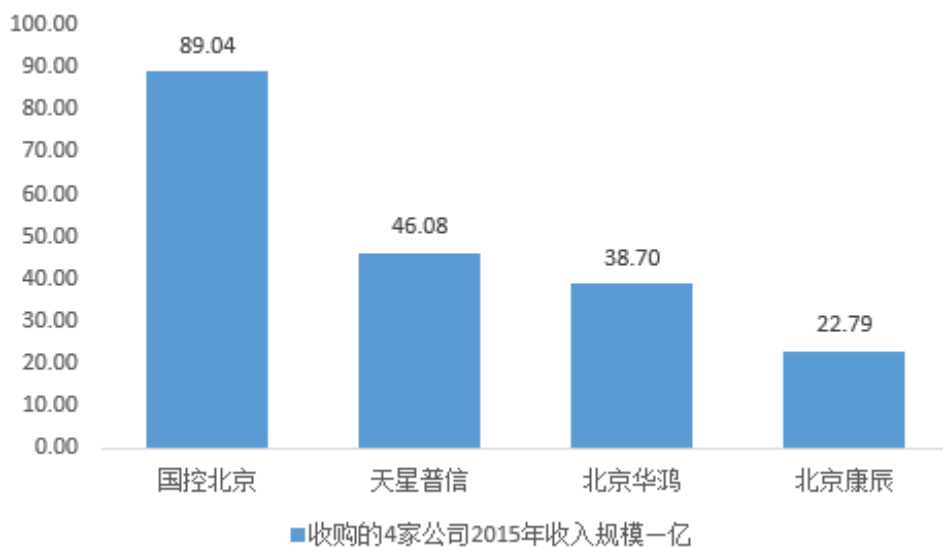


资料来源: 商务部, 国开证券研究部

由于北京市场规模最大, 历来也是各大商业企业的必争之地。目前市场排名前三位的企业分别是国药、上药和华润系的公司, 我们预计这三家商业公司合计市场份额接近 50%。

此次集团注入的 4 家商业公司业务均位于北京, 4 家公司 2015 年营收规模合计约 197 亿。若加上之前国药股份的体量, 重组完成后, 国药股份下的商业规模 (含部分全国商业调拨) 接近 300 亿, 我们判断目前为北京医药商业龙头企业之首。

图 11: 收购的 4 家公司医药商业规模近 200 亿



资料来源: 公司公告, 国开证券研究部

但北京市场其它 2 家龙头公司目前商业规模预计也超过了 200 亿, 特别是上海医药下的北京医药商业公司——科园信海, 通过收购兼并等方式 2013-2015 年营收增速复合增长率达到 29.23%, 同时营收规模从 2013 年的 145 亿急增至 2015 年

的 242 亿左右，两年时间营收扩大了 100 亿，远高于同期北京市场的医药商业增速。

华润医药商业前身为北京医药股份有限公司，2006 年并入华润集团。2015 年华润医药商业华北区（含北京、天津、河北、山西、内蒙古）的医药分销收入约为 394.26 亿，同比增长 6.45%。若按照上述 5 个省市医药商业规模比重推算，2015 年华润医药商业北京的规模约为 180 亿，但考虑到华润在北京市场耕耘多年，有较好的历史背景，预计华润医药商业在北京的规模突破了 200 亿。

图 12: 华润医药商业华北区近 3 年销售情况

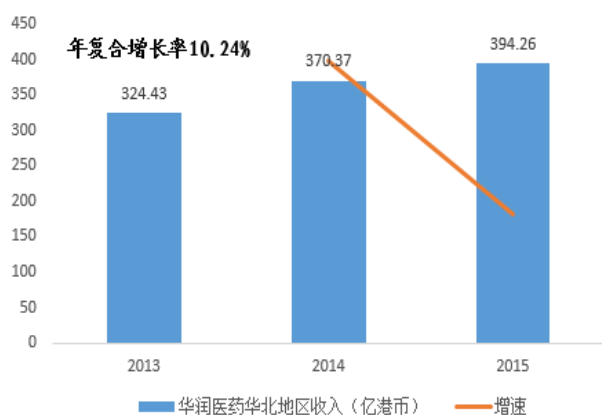
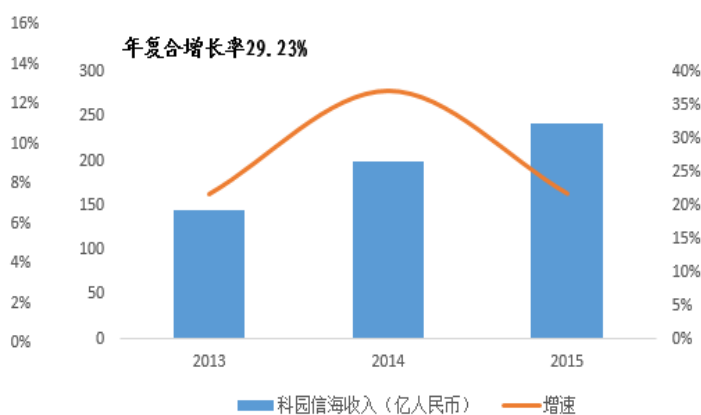


图 13: 科园信海近 3 年销售情况



资料来源：公司公告，国开证券研究部

资料来源：公司公告，国开证券研究部

重组完成后，国药股份成为国药控股旗下北京唯一的医药商业平台，国药股份母公司和注入的 4 家子公司之间有望整合资源，共同发力。此外北京新一轮阳光采购在今年 4 月开始执行，新一轮跑马圈地再次启动。此次注入的 4 家公司均有各自特点，在医疗终端网络、产品结构及销售资质以及管理团队上都是对上市公司有效的补充和增强。

原国药股份在北京的客户偏高端，主要客户为医院客户，而社区、零售、诊所等渠道较薄弱，此次注入的国控北京是北京指定的 5 家社区基药配送商之一（三级医院 100% 覆盖，二级医院 90% 覆盖，另外还覆盖一级医疗机构 1500 家左右。零售药房 3000 多家左右），这将大大增加公司在北京的渠道覆盖和下沉能力。此外北京康辰的血液制品销售在北京的市占率在 70% 以上，天星普信在军区医院的市场份额靠前，北京华鸿在纯销方面市场份额排名前 5，因此这些资源的注入对国药股份的品种、渠道都是较好的补充，整合完成后，将大大增强公司的实力。

表 1: 拟收购的标的公司情况

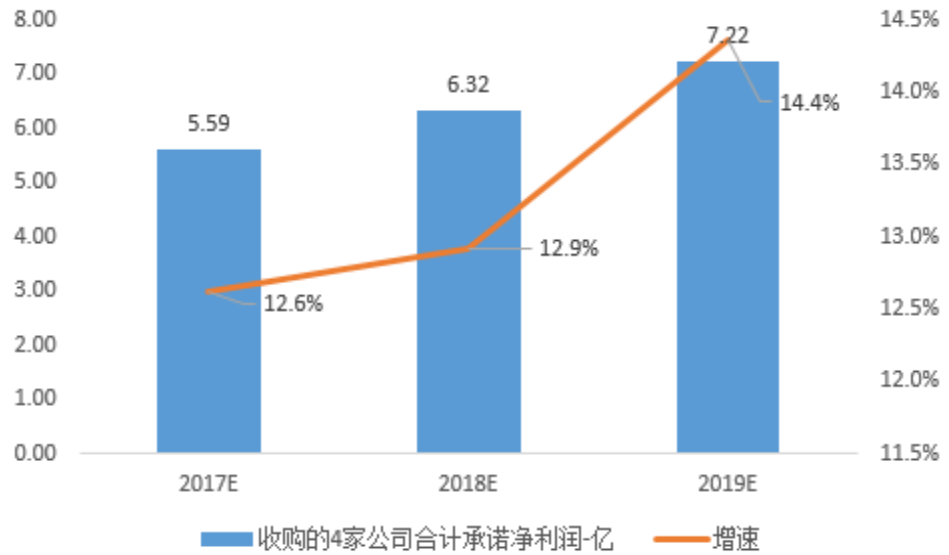
标的公司	标的情况	标的亮点	控股比例	收购价格 单位: 万	PE (收购价格对 于 2015 年业绩)
国控北京	公司前身为中国医药北京采购供应站 (1956 年成立), 是一家拥有 60 年历史的医药流通企业。在稳固原有二三级医院直销业态的基础上, 公司大力拓展社区市场, 取得了北京市社区基药配送资格。	北京市指定的五家社区基本药物配送商之一。北京麻精药品主要二级分销商, 市场份额超过 40% (截至 2015 年 11 月)。销售网络三级医院覆盖率近 100%, 二级医院覆盖率达 90% 以上。	100%	278,007.9	12.0
北京康辰	公司成立于 2005 年 1 月, 自 2014 年以来, 北京康辰大力拓展血液制品销售规模, 并于同年引入国内一线企业血液制品的全产品线, 始终保持着北京乃至全国血液制品市场的领先地位。	血液制品销售在北京市场占有率在 70% 以上, 是成都蓉生、美国百特、上海莱士、远大蜀阳、派斯菲科及中生股份等多家血液制品企业在北京地区的经销商。	100%	102,833.8	19.3
北京华鸿	公司主营业务涵盖北京地区医药产品的分销配送, 进口和国产新特药品国内代理、市场营销业务, 医院的增值服务业务等业务。	销售网络已覆盖北京市所有三级医院, 二级医院覆盖率达到 90% 以上。北京市医院纯销市场位列前五。公司还专注于为国内外中小型医药企业的新特药专科产品提供在中国的营销推广管理服务, 所涉及的产品包括麻醉、疼痛、妇科、肿瘤、心血管等多学科领域的新特药品。	60%	126,497.5	14.6
天星普信	公司是一家向客户及供应商提供全面的分销、物流及增值服务的综合性医药经营企业, 主要经营包括生物制品、化学药品、抗生素、生化药品、化学原料药、中成药、体外诊断试剂及疫苗等近万个品种,	特色是生物制品, 销售额位居北京地区前列。另外在军队系统客户占市场份额排名靠前。受益于血液制品提价。具备冷链药品运输能力, 拥有 4000 多平米冷库。	51%	107,113.8	14.2

数据来源: 公司公告、国开证券研究部

公司拟以 61.45 亿元的总价发行约 2.45 亿股收购国控北京 (100%)、北京康辰 (100%)、北京华鸿 (60%) 以及天星普信 (51%) 的股权, 发行价格 25.1 元/股。2015 年, 这 4 家标的公司共实现营业收入和净利润约 196.6 亿和 5.78 亿元, 分别同比增长 10.6% 和 19.2%, 高于北京医药商业市场的整体增速。此外从收购价格看, 这四家公司收购价格对应其 2015 年净利润的 PE 在 12-19 倍左右, 仅北京康辰的收购 PE 略高, 其它 3 家的收购 PE 均在 15 倍以内, 显示收购价格较便宜。

同时国药控股、畅新易达、康辰药业这 3 家被收购标的的原股东也对 4 家标的公司业绩作出承诺, 按承诺利润计算, 这 4 家被收购商业公司 2017-2019 年合计将实现净利润 (按权益比例计算) 分别为 5.6、6.3 和 7.2 亿元, 分别同比增长 12.6%、12.9% 和 14.4%, 经过我们测算, 预计将增厚国药股份 (考虑增发后) EPS 0.73、0.83、0.94 元/股。整体我们认为此次重组不仅对原国药股份在业务上有很大的补充, 还在财务上大大增加了国药股份的利润规模, 同时每股收益也显著增厚。

图 14: 收购的 4 家公司承诺利润及增速



数据来源：公司公告、国开证券研究部

虽重组完成后新国药在北京的市场份额有望达到17%，收入规模也将接近300亿，将一跃成为北京市医药商业的龙头公司，但我们认为未来新国药在北京医药商业的可拓展空间仍较大。

首先，重组完成后，公司的品类和渠道得到了极大的丰富，规模得到了翻倍的提升，对上游生产商而言渠道优势突出，对下游客户而言服务能力也得到了较大的提高，公司一跃成为北京最重要的医药分销商之一。此外除收购国药控股旗下4家北京医药商业公司外，公司还发行股份进行配套融资，募集配套资金不超过10.3亿元。募集资金主要用于实施医院供应链延伸项目、社区医院药房托管项目、医院冷链物流系统建设项目和信息化系统建设4个项目。此次再融资是公司上市后具有里程碑的事件，这4个项目有望提升公司对客户的服务能力，加强对基层终端的覆盖力度，并补充自身薄弱环节，公司未来发展值得期待。

另外公司传统医药商业业务虽集中在北京，但与其它区域龙头相比，公司市场份额仍有较大上行空间，如柳州医药在广西的市场份额在27%左右，包括鹭燕医药（约25%）、华东医药（约20%）在内的区域龙头的市场份额也均高于新国药目前的市场份额。“两票制”若执行，将带来医药商业的洗牌，行业集中度提升空间仍较大。与已经执行“两票制”的为数不多省份如福建省（CR5>65%）的商业格局相比，目前北京地区的商业集中度仍有较多的提升空间。

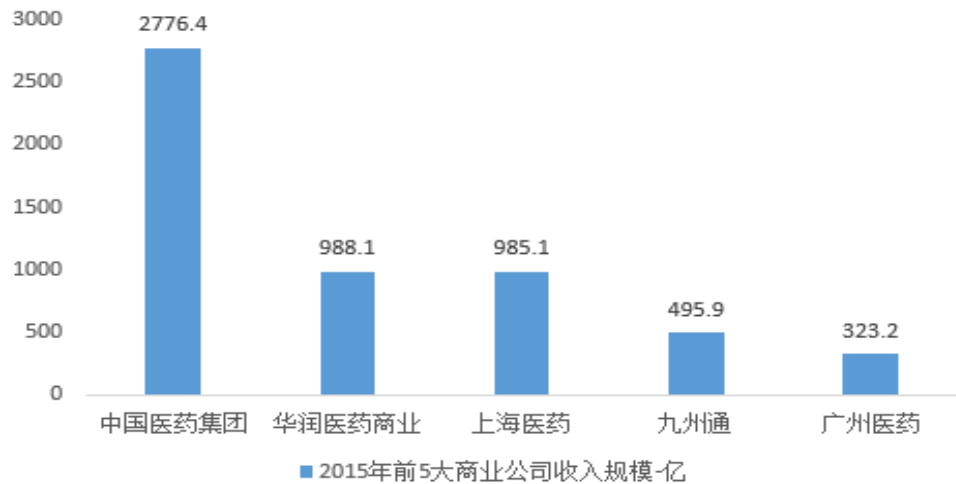
另外北京市场是我国最大的区域医药市场，市场份额提升对公司规模的正面影响不容小觑，公司控股股东是我国最大的医药商业集团，资源丰富，我们预期新国药未来发展有望加速。

2.2 不容忽视的股东资源，未来创新业务可作为的空间较大

国药股份是中国医药集团下的四级控股子公司，国药控股是国药股份的直接控股股东，持有公司股权（重组完成后）为55.38%。

据商务部统计，2015年中国医药集团商业收入规模接近2800亿，占我国医药商品销售总额的比重接近17%，是我国最大的商业公司，与其它前5大商业公司收入规模相比，处于明显优势地位。收入规模排名第2位的华润医药，2015年的收入不到1000亿，即不到中国医药集团规模的一半。

图 15: 2015 年我国前五大医药商业公司规模情况



数据来源：商务部、国开证券研究部

目前中国医药集团的商业业务主要依托国药控股、国药器械、国药中药、国药外贸等全资或控股公司。其中国药控股是中国医药集团重要的商业平台之一，2015年国药控股实现营业收入为2263.6亿元，占中国医药集团当年商业销售规模的绝大多数。国药控股是我国最大的药品及保健品分销商及领先的供应链服务供货商，拥有我国最大的全国药品分销网络。

我们认为随着同业竞争的解除，未来国药股份跟国药控股之间的业务合作将更加紧密。作为国控下的2家A股上市平台之一，并且是国控在北京唯一的商业平台，国药股份借助国控的品牌、渠道、品种、经验等优势，在传统医药商业、器械耗材配送、麻药分销、新特药代理等方面预计都将会有更深层次合作，业务发展将迎来机遇期。

目前国控正大力推动营销转型，促使代理业务更快发展。另外依托医院渠道优势，大力提升对医院的增值服务，推动器械、诊断试剂等业务的快速增长。特别是器械、诊断试剂等配送业务近些年发展比较快，主要是一些民营企业通过并购等方式进行全国范围内复制和推广。国药股份包括国药控股在内这块业务虽起步较晚，但其有着突出的渠道、资源、管理以及资金优势，未来若加大这块的投入，相信会有较大的突破。同时，随着渠道的价值越来越受重视，代理业务应运而生，包括国控在内

的多家龙头公司已开始布局，我们看好未来医药商业的业务创新。

总体我们认为未来国药股份和国控的整体战略和发展有望形成联动，创新业务有望给公司注入新的经营活力，成为公司新的增长点。

此外，在全面“两票制”的大背景下，若得到落实，上游药厂将优先选择渠道能力强，渠道覆盖面广的商业公司合作。国药控股的分销网络已扩张至 31 个省市自治区，直接客户包括 1 万 4 千多家医院，覆盖零售药店近 8 万家，因此国药控股将是上游药厂渠道分销的优先选择对象之一，未来将拥有较强的品种优势。

另外在“两票制”下，商业企业不得不提高对上游直接采购的比例，调拨业务规模将降低。目前国控已从近 5000 家国内外医药公司直接采购产品，包括全部全球 50 强医药公司以及国内百强医药公司。目前国药控股前 5 大供应商分别为罗氏、拜耳、阿斯利康、辉瑞、赛诺菲。2015 年国控向这 5 大供应商采购金额为 237 亿，占公司总采购金额已经达到 10.33%。

而由于在“两票制”的政策界定下，国药与国控及其子公司之间的采购不记为“一票”，因此对国药来说，由于和国控的关系，从上游品种获取角度看，将是公司未来一个较突出的优势。

图 16：“两票制”下医药产业链上下游之间关系



数据来源：商务部、国开证券研究部

2.3 麻精药业务深耕多年，有进一步做大的潜力

国家对麻醉药品和精神药品实行定点经营制度，特别对麻醉药品和第一类精神药品的流通实行严格监管。当前全国仅3家企业为麻药及第一类精神药品的一级分销商，

分别为国药股份、上海医药和重庆医药。目前麻药及第一类精神药品的一级分销市场大约40亿的规模，其中国药股份一直占据绝大多数市场份额，约80%。另外由于麻精药品的特殊性，此项业务相对普通药品配送而言，毛利率较高，是公司一项特色并重要的业务。

除配送业务外，公司多年前还战略布局了麻精药的生产领域，2004年公司分别受让了2家麻精药公司的部分股权，目前分别持有宜昌人福和青海制药2家麻精药生产企业20%和47.1%的股权。2016年宜昌人福和青海制药分别实现收入22.4亿（+7.85%）和8060万（-74%），实现净利润分别为5.5亿（5.5%）和2515万（20%），对国药股份的利润贡献分别达到21.51%和2.48%。

表 2: 公司参股 2 家麻精药公司情况

参股麻精药公司	股权比例	简介
宜昌人福	20%	宜昌人福药业成立于 2001 年，是国内最大的麻醉药品定点研发生产企业、国家重点高新技术企业、中国麻醉药品生产行业的领军企业。人福医药和国药股份为公司第一、二大股東。主要产品包括芬太尼系列，麻醉类主导产品占据国内市场 60% 以上份额。
青海制药（集团）	47.10%	持有青海制药厂 45.16% 的股权，青海制药厂始建于一九五八年，我国麻醉药品定点生产基地，很多产品均为独家生产。产品包括阿片、磷酸可待因、复方甘草片等相关制剂

数据来源：公司网站，国开证券研究部

2016年宜昌人福虽收入仅个位数增长，但从终端数据看，芬太尼系列仍保持了较快的增长。另外由于研发费用较高及国际化业务仍处于亏损中，使得宜昌人福整体净利润增速放缓。青海制药2016年收入同比下滑幅度较大与公司去年重组导致的口径不一致有一定关系。根据现代制药年报，青海制药厂2016年实际实现营业收入和净利润分别为2.2亿和3474万，分别同比增长-2.5%和-17.5%。总体看，多年布局上游产业链为公司带来良好的投资回报。

公司在麻精药市场深耕多年，麻精药品不受招标降价影响，整体市场增长稳定。公司是我国最大的管制类麻精药的一级分销商，上游直接与生产企业打交道，下游又是最大的总经销商，资源优势突出，业务也颇具特色，未来在品类扩展、渠道下沉以及整条产业链上仍大有可为。

1) 公司虽在麻药和一类精神药品的一级分销市场占据绝大多数的市场份额，但与麻精药整体市场规模相比，规模尚小，未来在麻精药市场分销的可拓展空间还较大。监管机构虽对麻药和精神药品进行的严格监管，但主要针对部分易成瘾、易形成依赖性的麻精药进行监管，监管的范围相对整个麻精药市场而言仅是一小部分。

根据 CFDA 在 2013 年发布的《麻醉药品品种目录（2013 年版）》和《精神药品品种目录（2013 年版）》显示，监管的麻醉药品共 121 种，其中我国仅生产和使用其中的 22 种，这 22 种大多属于阿片受体的麻醉镇痛制剂，而应用广泛的全/局麻药、肌松药等麻醉制剂均不在管制范围内。另外精神药品方面，一类精神药品的药物依赖性较强，因此在管理方面和麻醉药品同样严格，二类精神

药品则相对宽松。2013年版的精神药品目录共收录了149个品种，但其中仅34个为我国目前生产和使用的品种，具体包括7个一类精神药品和27个二类精神药品。

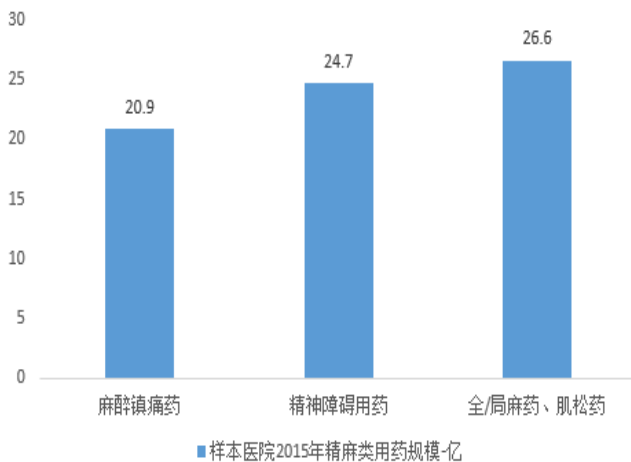
表 3: 我国受监管的麻精药品品种情况 (2013 版目录)

分类		目录中包括的品种数量	其中在我国生产及使用的品种
麻醉药品		121 种	(22 个) 可卡因、罂粟浓缩物、二氢埃托啡、地芬诺酯、芬太尼、氢可酮、氢吗啡酮、美沙酮、吗啡、阿片、羟考酮、哌替啶、瑞芬太尼、舒芬太尼、蒂巴因、可待因、右丙氧芬、双氢可待因、乙基吗啡、福尔可定、布桂嗪、罂粟壳
精神药品	1 类	68 种	(7 个) 哌醋甲酯、司可巴比妥、丁丙诺啡、γ-羟丁酸、氯胺酮、马吲哚、三唑仑
	2 类	81 种	(27 个) 异戊巴比妥、格鲁米特、喷他佐辛、戊巴比妥、阿普唑仑、巴比妥、氯硝西洋、地西洋、艾司唑仑、氟西洋、劳拉西洋、甲丙氨酯、咪达唑仑、硝西洋、奥沙西洋、匹莫林、苯巴比妥、唑吡坦、丁丙诺啡透皮贴剂、布托啡诺及其注射剂、咖啡因、安纳咖、地佐辛及其注射剂、麦角胺咖啡因片、氨酚氢可酮片、曲马多、扎来普隆

数据来源: CFDA、国开证券研究部

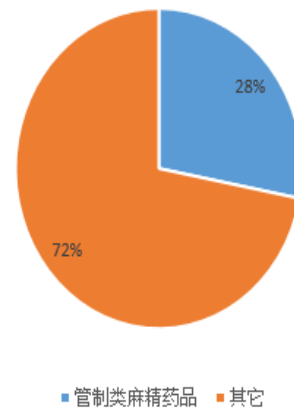
根据 PDB 的样本数据, 2015 年重点城市医院上述麻醉药品和精神药品目录中监管品种的销售额约 20 亿元, 而整体精麻类药物样本医院的同期销售额约 72 亿元, 因此受监管的麻醉药及一类、二类精神药品的市场规模仅占 28% 左右。而我国目前整体麻精类药物市场规模在 300 亿左右, 国药股份的一级经销仅针对受监管的 22 种麻醉药和 7 个一类精神药品, 因此未来公司在二类精神药品、全/局麻药、肌松药等方面还有较广阔的市场空间。

图 17: 样本医院 2015 年麻精类用药市场情况



资料来源: PDB, 国开证券研究部

图 18: 样本医院 2015 年管制类麻精药占比情况



资料来源: PDB, 国开证券研究部

2) 公司在麻精药市场多年的深耕细作, 未来有望通过并购等方式突破发展瓶颈。虽公司在管制类麻精药一级分销领域虽是绝对老大, 但在二级分销市场份额尚低, 同时广义的麻精药还有较大的市场空间。公司前期因同业竞争和资金瓶颈的原因,

这块业务发展较慢。随着同业竞争的解除，注入的国控北京本身也是麻精药的二级分销商，公司在麻精药的二级分销市场的布局有望加快。我们看好公司未来向行业上游参股生产企业，以及向下游二级分销商和非管制麻精药品分销产业链方向延伸。

2.4 公司运营能力优良，财务状况良好

公司一直以来财务状况良好，现金流充沛，应收账款周转率位于行业前列，显示公司有较强的经营管理能力。特别是净资产收益率ROE持续多年保持在15%以上，与可比商业公司相比，多项运营指标均位于前列。

2016年公司净资产收益率ROE为16.72%，虽与近几年相比略有下滑，但仍位于医药商业公司之首。另外公司2016年应收账款周转天数约65天，也显著好于行业的平均水平，约89天。同时2016年公司营业周期为99天，为行业之首，优于运营能力突出的民企医药商业龙头九州通。从负债率角度，由于公司近几年外延进展较缓慢，负债率较低，同时财务费用较少，现金流充沛，未来可拓展潜力较大。

图 19: 公司营业周期与应收账款周转率对比(2016年)

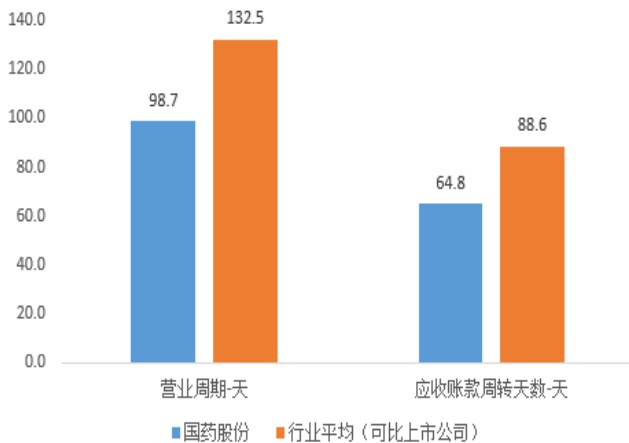
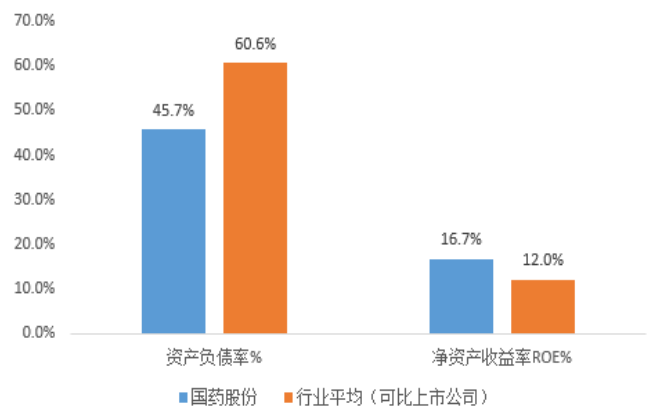


图 20: 公司资产负债率与 ROE 对比(2016年)



资料来源: wind, 国开证券研究部

资料来源: wind, 国开证券研究部

2.5 外延并购有望加快，股权激励计划也有望适时推出

公司自2002年上市以来，虽有麻精药分销、口腔代理等特色业务，但由于同业竞争原因，无法通过再融资等方式解决业务发展带来的资金缺口，同时内生增长提供资金有限，因此特色业务发展显现疲态。同时公司北京医药分销业务直接与国控北京、天星普信等集团内企业竞争，规模优势不突出。这些公司虽均属国控下的北京分销板块，但未形成像华润(原北药股份)、上药(科园信海)在北京的合力，整体发展略滞后。

我们认为同业竞争解除后，长期制约公司发展的资金瓶颈被打开，公司未来并购动作将加快。同时公司作为国控在北京的唯一分销平台，资源优势突出，未来外延发

展值得期待。

- 1) 麻精药领域或向二级分销延伸，市场空间更加广阔。同时上游工业也有可能继续参股合作，深耕麻精药产业链。
- 2) “两票制”的大背景下，作为区域龙头，深度参与北京区域医药商业整合，加快区域集中度的提升。
- 3) 目前国控正大力推动营销转型，促使代理业务更快发展。另外依托医院渠道优势，大力提升对医院的增值服务，推动器械、诊断试剂等业务的快速增长。公司有望作为国控战略在北京的落地实施者，在这些创新业务方面，如器械、诊断试剂业务等方面有望通过外延并购切入。

公司实际控制人中国医药集团是国务院指定的国企混改试点单位，公司是集团内混改首批试点单位之一。此外公司控股股东国药控股已在去年11月实施了限制性股票激励计划，激励对象包括国药控股共计190位管理人员和骨干，但激励对象明确不包括国药控股旗下两家上市公司，即国药一致和国药股份的管理层和核心骨干。从这个角度看，我们认为公司有望在重组完成后适时开展自身的激励计划。

3.盈利预测及估值情况

盈利预测前提假设:

1. 北京新一轮阳光采购下,受益于中标品规的大幅增长,公司纯销业务增长加快;
2. 虽北京暂未实现“两票制”,但受对政策预期影响,公司可能主动控制调拨业务规模,调拨业务增长放缓。
3. 受管制的麻精药一级分销是公司的特色业务,一直保持稳定增长,公司未来定位清晰后,麻精药业务或能加快增长。
4. 公司近几年投资收益均稳定增长,特别是宜昌人福增长稳健。受新版医保目录影响,宜昌人福未来增长或能加快。
5. 公司几大业务板块毛利率保持稳定,同时期间费用稳定增长。

在上述前提假设下,我们预计重组前,公司2017-2019年实现主营业务收入分别为149.02、166.9、182.9亿元,分别同比增长11.3%、12.1%和9.6%;实现归母净利润分别为6.15、7.05和8.12亿元,分别同比增长12.3%、14.6%和15.3%;实现EPS分别为1.28、1.47和1.7元/股。

考虑到公司今年较大概率完成重组,4家被收购公司2017-2019年承诺实现净利润中归属公司部分合计分别为5.6、6.3和7.2亿。若按照承诺利润计算,我们预计重组后新国药2017-2019年将实现归母净利润分别为11.7、13.4和15.3亿元,对应的EPS分别为1.54、1.75和2.01元/股。

表 4: 收购的 4 家公司承诺利润及重组后新国药预计利润情况 (单位: 万)

	2017 年	2018 年	2019 年
国控北京-承诺	27653.5	30528.9	34751.8
北京康辰-承诺	7406.8	8662.6	10126.7
北京华鸿-承诺	10921.8	12590.4	14258.8
天星普信-承诺	9947.7	11374.9	13091.9
四家公司合计承诺利润	55929.9	63156.8	72229.2
增速		12.9%	14.4%
国药股份-预计	61486.0	70452.0	81227.0
合计	117415.9	133608.9	153456.4

数据来源: 公司公告、国开证券研究部

同时此次重组将新发行约2.4亿股,同时向机构增发4103.6万股,公司总股本将达到约7.65亿。若按照5月10日收盘价34.53元/股计算,重组增发完成后公司此价格对应的市值约为264亿元,此市值对应重组增发完成后公司2017、2018、2019年动态市盈率分别为22.5、19.8、17.2倍。

目前申万医药商业板块TTM估值为27.8倍,与医药板块可比医药商业公司来看,重组完成后国药股份的动态PE属行业偏低水平,仅高于上海医药和中国医药,与区域性医药商业公司相比,公司估值略低。

表 5: 相关医药商业公司估值情况 (注: 国药股份 PE 计算按重组后)

证券代码	证券简称	动态市盈率 PE			收盘价 20170510	市值(亿 元)
		2017E	2018E	2019E		
000411.SZ	英特集团	58.1	48.1	41.1	22.2	46.0
002462.SZ	嘉事堂	31.3	24.3	20.6	40.4	97.7
002589.SZ	瑞康医药	25.9	19.0	13.9	39.1	249.3
600056.SH	中国医药	21.2	17.2	14.5	23.6	254.3
600511.SH	国药股份	22.5	19.8	17.2	34.5	264
600713.SH	南京医药	28.2	22.6	19.0	7.0	61.7
600998.SH	九州通	27.2	22.0	17.1	18.8	310.3
601607.SH	上海医药	17.0	14.8	13.1	23.2	589.2
603368.SH	柳州医药	24.4	19.8	16.5	73.6	99.9

数据来源: wind, 国开证券研究部

4.投资建议

我们给予公司“推荐”的评级，理由如下：

- 1) 此次重组和再融资是公司发展的里程碑事件，对公司未来业务发展的推动值得关注。加之公司是集团内混改试点单位之一，在强大的股东资源背景下，公司未来发展有望提速。
- 2) 重组完成后，公司在北京的医药商业业务排名位于前列，品种、规模、渠道优势凸显，在新一轮阳光采购和“两票制”下，未来公司的市场份额预计仍会有较大的提升空间
- 3) 强大的股东资源背景不能忽视，预计在整个集团战略下，公司未来创新业务拓展将加快。另外在“两票制”下，公司同国控之间的采购不计为一票，品种优势凸显。
- 4) 麻精药业务一直是公司特色并重要的业务，随着资金瓶颈打开，未来在品种拓展、二级分销以及整个产业链上的拓展都将加快。
- 5) 预计同业竞争解除后，公司外延并购会加快。
- 6) 公司财务状况稳健，运营效率突出，同时按重组完成后新国药的业绩计算，公司估值与可比公司相比，具备一定优势。

5.风险提示

重组后公司与子公司的业务整合低于预期；北京新一轮阳光采购公司业务进展低于预期；国瑞药业业绩增长低于预期，对母公司构成一定拖累；参股公司宜昌人福业绩增长低于预期；公司外延并购相关进展低于预期；“两票制”全面推广或对渠道的盈利造成一定影响；股票市场系统性风险。

分析师简介承诺

王雯，CFA、CPA，天津大学学士，对外经济贸易大学硕士研究生，曾任渤海证券医药行业分析师，近5年行业研究经验。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层