

# 国药股份 (600511.SH)

## 中国医药集团麻药和北京分销平台，期待新活力

### 核心观点：

- **注入优质医药商业资产，成为北京分销龙头，受益市场集中度提高**

为解决同业竞争问题，公司进行重大资产重组，购买国控北京 100%、北京康辰 100%、北京华鸿 60%、天星普信 51% 股权，四家企业为北京优质医药商业企业。公司公告，完成收购后，公司一举成为北京医药分销龙头，市占率达到 17%，随着今年阳光采购、两票制等政策带来利好，公司受益于北京医药市场分销集中度提高的历史机遇，未来市场份额进一步提高。

- **麻精特药全国分销平台，持续强化全产业链布局，开展国际化业务**

公司是国内竞争力最强的麻精特药一级分销商，公司公告显示，近年市场份额在 80% 左右。公司在重组完成之后，会持续强化麻精特药全产业链布局，积极向上下游延伸，丰富麻精药品种；同时开展麻药国际化业务。

- **发展口腔器械，丰富创新经营模式，打造特色医疗终端创新平台**

依托控股子公司国药前景覆盖全国的销售渠道网络以及品牌优势，借助融资平台，加速口腔全产业链建设，打造全国知名的口腔产品服务商品品牌；依托控股子公司国瑞药业，大力发展现有工业；丰富创新经营模式，把握市场发展趋势，保持领先优势。

- **后续股权激励和国企改革稳步推进，维持“买入”评级**

考虑到资产重组，公司没有同大股东一起实施股权激励计划，改在重组后单独实施。我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 1.30 元/1.50/1.70 元，对应 PE 分别为 28/24/21 倍，预计 6 月份成功资产重组之后公司备考 EPS 为 1.65 元/1.82 元/2.00 元，对应 PE 分别为 22/20/18 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示**

资产整合进度低于预期；北京新一轮药品招标，存在降价风险；口腔当前规模小，未来发展具备一定不确定性；药品流通改革带来的经营风险。

### 盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	12,078.19	13,386.42	14,990.66	16,791.93	18,815.75
增长率(%)	4.68%	10.83%	11.98%	12.02%	12.05%
EBITDA(百万元)	588.11	613.63	638.03	734.75	831.44
净利润(百万元)	512.85	547.61	621.11	718.07	814.64
增长率(%)	6.26%	6.78%	13.42%	15.61%	13.45%
EPS(元/股)	1.071	1.144	1.297	1.500	1.701
市盈率(P/E)	35.40	26.32	27.70	23.96	21.12
市净率(P/B)	6.11	4.15	4.20	3.58	3.06
EV/EBITDA	28.88	20.75	23.81	20.23	17.59

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格

35.93 元

前次评级

买入

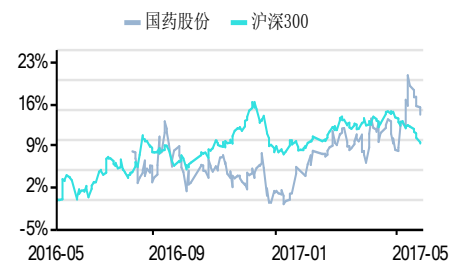
报告日期

2017-05-24

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	479/278
流通 A 股市值(百万元)	16,533
每股净资产(元)	7.36
资产负债率(%)	45.73
一年内最高/最低(元)	36.45/27.42

### 相对市场表现



分析师：罗佳荣 S0260516090004

021-60750612

luojiarong@gf.com.cn

分析师：冯鹏 S0260516090002

010-59136673

fengpeng@gf.com.cn

### 相关研究：

国药股份(600511.SH)：标的资产完成交割，重大资产重组稳步推进 2017-05-12

国药股份(600511.SH)：一季报业绩符合预期，资产重组稳步推进 2017-04-28

国药股份(600511.SH)：业绩符合预期，资产重组稳步推进 2017-03-24

## 目录索引

大型医药央企，重大资产重组稳步推进.....	4
工业商业物流三位一体的大型医药企业，业绩增长稳定.....	4
股权结构涉及同业竞争，通过重大资产重组将得以解决.....	6
政策利好北京医药商业龙头，市场集中度进一步提高.....	8
北京阳光采购等政策出台，利好医药商业龙头.....	9
整合重组引入四家优质医药商业，国药股份成为北京医药商业龙头.....	9
国控北京——北京地区优势医药商业公司，拥有麻醉药二级批发资质.....	10
北京康辰——北京市规模最大的血制品经销商.....	11
北京华鸿——北京富有特色的中型医药流通企业.....	12
天星普信——北京市优秀的生物制品配送企业.....	13
麻精特药全国分销平台，持续强化全产业链布局.....	14
受益麻药刚性需求增长，市场将长期景气.....	14
强化麻精特药全产业链布局，开展麻药国际化新业务.....	15
参股麻药工业，分享工业利润.....	17
宜昌人福——国家麻醉药定点生产企业，贡献国药股份二成净利润.....	17
发展口腔器械、新特药，丰富创新经营模式，打造特色医疗终端创新平台.....	17
依托国药前景销售渠道网络及品牌优势，借助融资平台，加速口腔全产业链建设..	18
从低谷中走出，国瑞药业继续助力公司现有工业发展.....	20
丰富创新经营模式，把握市场发展趋势，保持领先优势.....	21
股权激励计划单独实施，有望进一步促进公司发展.....	21
风险提示.....	23
集团资产重组后整合进度低于预期.....	23
医药流通行业的政策风险.....	23

## 图表索引

图 1: 公司近十年营业总收入 .....	5
图 2: 公司近十年归属母公司股东的净利润 .....	5
图 3: 公司重大资产重组流程 .....	6
图 4: 重组后国药股份股权结构 .....	7
图 5: 重组后国药股份股权业务结构 .....	7
图 6: 医药商业子公司特点 .....	8
图 7: 国控北京营业收入保持稳定增长 .....	11
图 8: 国控北京净利润实现稳定增长 .....	11
图 9: 北京康辰营业收入实现稳定增长 .....	12
图 10: 北京康辰净利润实现稳定增长 .....	12
图 11: 北京华鸿营业收入实现稳定增长 .....	13
图 12: 北京华鸿净利润实现稳定增长 .....	13
图 13: 天星普信营业收入稳定增长 .....	14
图 14: 天星普信净利润大幅增长 .....	14
图 15: 医疗卫生机构住院病人手术人次平稳增长 .....	15
图 16: 麻醉药产业链整合战略 .....	16
图 17: 宜昌人福近年营业收入及增速 .....	17
图 18: 宜昌人福近年净利润及增速 .....	17
图 19: 特色医疗终端创新平台 .....	18
图 20: 国药前景近年营业收入及增速 .....	20
图 21: 国药前景近年净利润及增速 .....	20
图 22: 国瑞药业近年营业收入及增速 .....	21
图 23: 国瑞药业近年净利润及增速 .....	21
表 1: 国药股份 2016 年参控股情况 (万元) .....	4
表 2: 医药商业子公司情况 .....	8
表 3: 北京市阳光采购措施 .....	9
表 4: 北京医药商业前三甲分销业务格局 .....	10
表 5: 国药前景产品介绍 .....	19
表 6: 首次授予说明 .....	22

## 大型医药央企，重大资产重组稳步推进

### 工业商业物流三位一体的大型医药企业，业绩增长稳定

工业、商业、物流三位一体的大型医药企业。国药股份（国药集团药业股份有限公司）前身是中国医药公司，于1999年12月21日由中国医药集团总公司发起设立，2002年在上海证券交易所正式上市。

国药股份以经营麻特药品和高端处方药为主要特色，立足北京市场辐射全国医药市场，致力于为客户提供专业的第三方医药物流服务。公司共经营药品品规3000多个，拥有供应商600余家、商业客户700余家，覆盖全国31个省份。公司拥有自主开发并独立运营的B2B医药电子商务网站，针对全国中小城市零售终端药店及营利性医疗机构，采用线下推广与线上交易相结合的营销方式，致力于全面覆盖全国零售终端。公司下辖国瑞药业，国药物流，国药前景，国药空港，国药健坤五家控股子公司，形成了集商业、物流、工业三位一体的集约化经营模式。

国药控股拥有公司44%的股份，其余股东持有股份均较分散。国药股份控股股东拥有公司44%的股份，而第二大股东中国人寿持有公司2.67%的股份，其余股东持有的股份比例均较小。

参控股公司涉及麻药上游、口腔医疗等多个细分领域。根据公司2016年年报，公司参控股的情况如下表所示。可以看出，被参控股的公司一共有7家。其中，两家属于联营企业，5家属于子公司。参控股公司的主营业务涉及原料药生产制造、经营销售、仓储物流、进出口贸易、器械销售等方面。

表1：国药股份2016年参控股情况（万元）

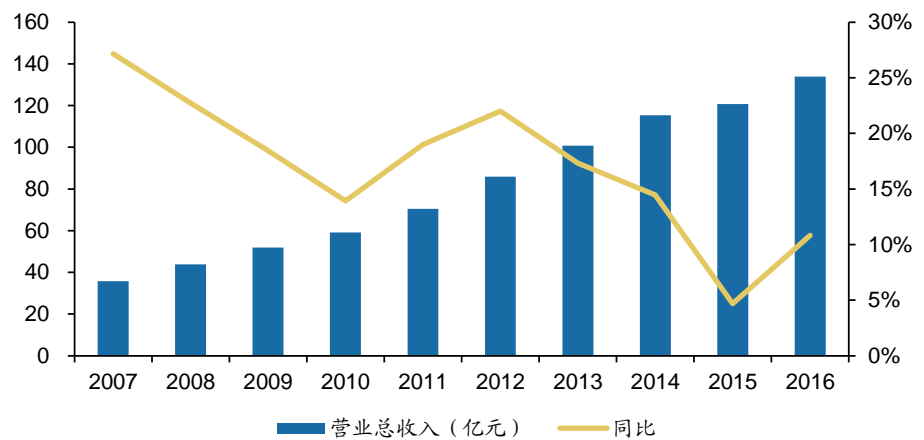
被参控公司	参控关系	直接持股比例 (%)	被参控公司注册资本	投资额	营业收入	净利润	主营业务
国药集团国瑞药业有限公司	子公司	61.06	48,301.67	32,499.88	29,277.72	2,412.14	药品生产
宜昌人福药业有限责任公司	联营企业	20.00	29,352.70	35,148.82	224,170.78	54,874.24	化学药品原料药制造
青海制药(集团)有限责任公司	联营企业	47.10	13,956.28	10,396.32	8,059.64	2,515.81	麻精药原料药的生产,经营等
国药物流有限责任公司	子公司	56.30	9,062.00	5,254.52	17,872.09	2,942.32	仓储物流
国药健坤(北京)医药有限责任公司	子公司	51.00	2,000.00	1,650.00	37,761.33	637.19	药品销售
国药前景口腔科技(北京)有限公司	子公司	51.00	2,000.00	675.47	17,390.06	1,119.28	牙科药品及器械销售和推广
国药空港(北京)国际贸易有限公司	子公司	100.00	1,000.00	1,000.00	28,722.45	691.04	进出口贸易

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

**2016年公司总体业绩稳定。**2016年，国药股份实现营业收入133.86亿元，同比增长10.83%，利润总额7.11亿元，同比增长6.49%，归属于母公司净利润5.48亿元，同比增长6.78%，经营活动现金流量净额达到5.91亿元。截至2016年12月底，公司总资产74.01亿，归属于上市公司股东的所有者权益35.22亿元，每股净资产7.36元，净资产收益率16.70%。公司总股本为47,880万股，截止到2016年12月31日，总市值为144.12亿元。

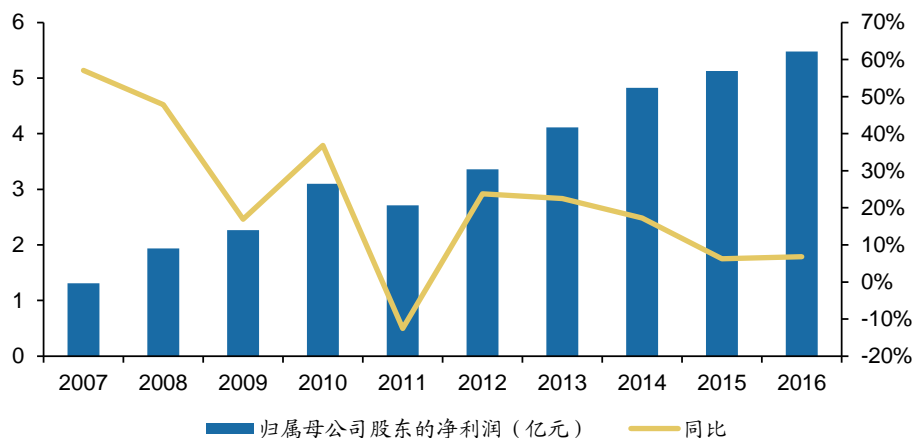
**近10年公司的业绩保持稳定增长。**10年来，营业收入方面，收入一直保持增长，从2007年的35.74亿增长到2016年的133.86亿，CAGR为15.8%。同时，公司归属母公司股东的净利润也保持稳定增长，从2007年的1.31亿增长到2016年的5.48亿，CAGR为17.2%。

图1：公司近十年营业总收入



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图2：公司近十年归属母公司股东的净利润



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

### 股权结构涉及同业竞争，通过重大资产重组将得以解决

由于历史原因，公司与控股股东国药控股北京地区部分医药商业企业存在同业竞争问题。2011年，大股东国药控股承诺将以国药控股作为医药商业运营最终唯一平台，积极推动其内部与国药股份的业务和资产整合工作，未来5年内全面解决同业竞争问题。

2016年2月，国药股份停牌进行重大资产重组，并同时对外募集配套资金。公司拟以25.10元/股发行2.46亿股，收购国药控股等3名股东持有的国控北京合计100%股权、北京康辰100%股权、北京华鸿60%股权、天星普信51%股权。借重组之机，公司向平安资管、长城国融、国药基金等8名投资者非公开发行股份募集配套资金不超过10.3亿元，用于标的公司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项目等。

2017年3月，重组项目外部监管审批流程已全部完成。公司经过一年多的工作，重组先后取得国资委、上交所、商务部、发改委等相关监管部门的审核批复和备案许可，重组项目外部监管审批流程已全部完成。

2017年5月，标的资产的交割成功完成。公司内部的资产交割由于标的公司涉及日方股东，相关工作流程预期较长，尽管多次协商终于在2017年5月交割成功。

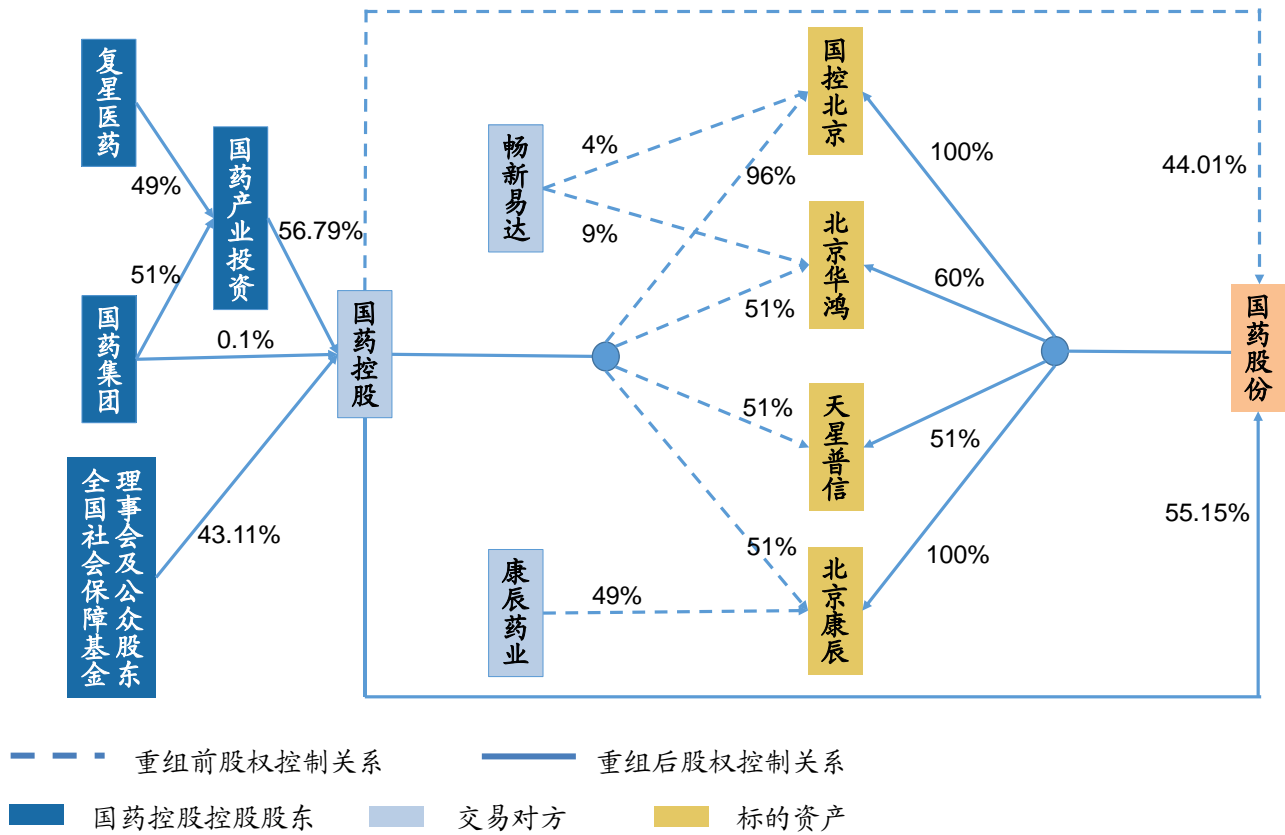
因此整个交易过程预计将于2017年6月底前完成并实现财务报表合并。按照2016年度权益分派方案，发行价从每股25.10元调整到每股24.90元，发行股份调整到2.468亿股，配套融资的股份调整到0.414亿股。

图3：公司重大资产重组流程



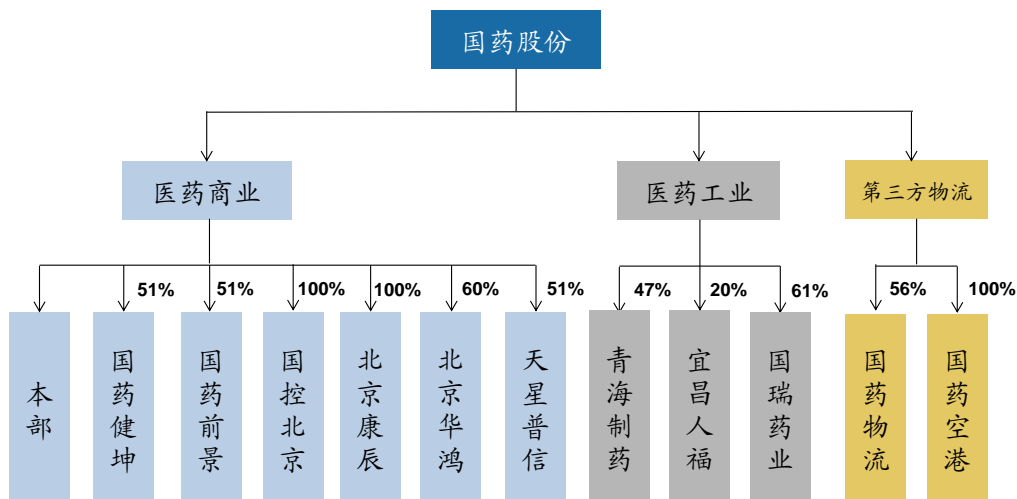
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图4: 重组后国药股份股权结构



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图5: 重组后国药股份股权业务结构



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

## 政策利好北京医药商业龙头，市场集中度进一步提高

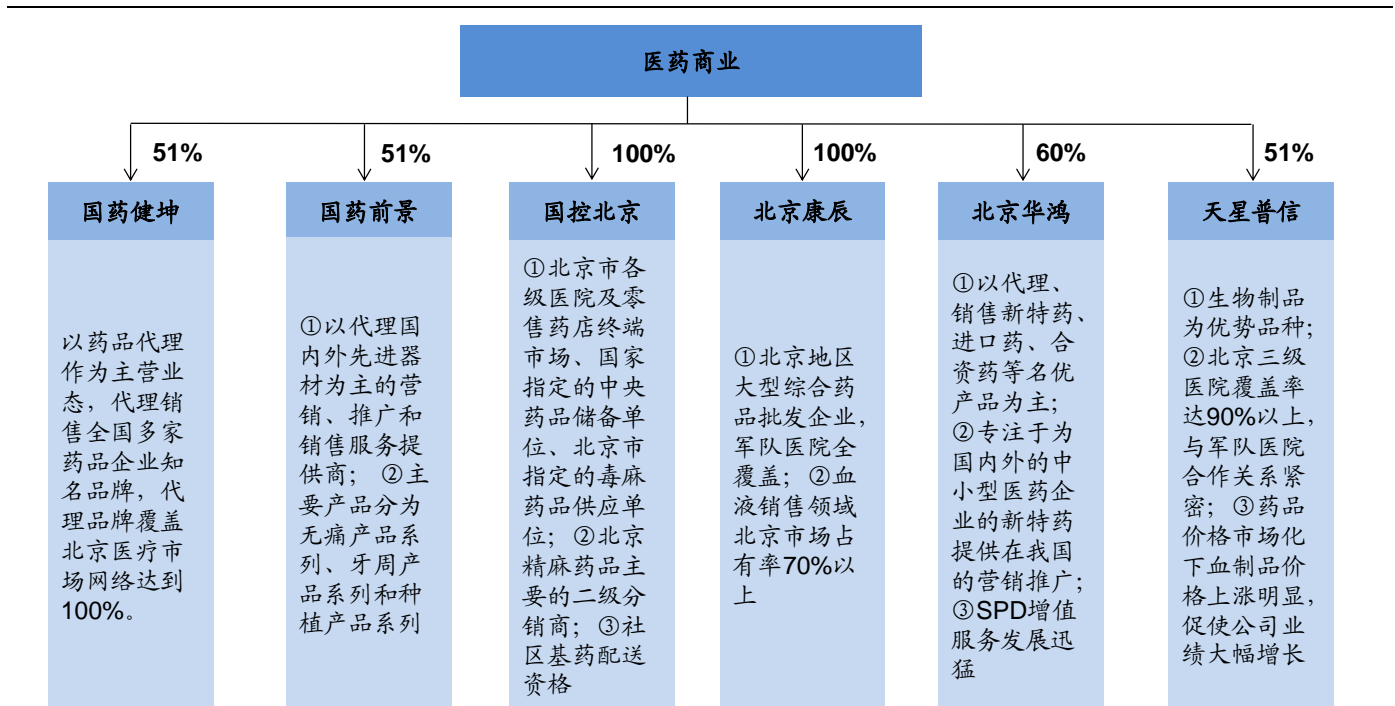
公司医药商业主要包括北京的药品分销、麻精特药的全国分销以及针对省级商业的药品调拨。医药商业也是公司最主要的收入构成，完成重大资产重组后医药商业主要分布在本部（母公司）、国药健坤、国药前景，以及国控北京、北京康辰、北京华鸿、天星普信四家新注入的商业公司。

表2: 医药商业子公司情况

子公司	持股比例	主营业务	2016 营业收入	2016 净利润
国药健坤	51%	中成药、西药销售等	3.78 亿元 (+8.35%)	637 万元(-4.56%)
国药前景	51%	代理销售国内外先进医疗器械	1.74 亿元 (+12.64%)	1119 万元 (+11.69%)
国控北京	100%	药品分销配送业务	80.28 亿元 (前 10 个月)	2.04 亿元 (前 10 个月, +7.83%)
北京康辰	100%	综合药品批发, 以血液制品、生物制品为主	19.86 亿元 (前 10 个月)	0.51 亿元 (前 10 个月, +24.37%)
北京华鸿	60%	代理、销售新特药、进口药、合资药等名优产品	38.01 亿元 (前 10 个月)	1.28 亿元 (前 10 个月, +14.17%)
天星普信	51%	药品分销、物流及增值服务	42.04 亿元 (前 10 个月)	1.47 亿元 (前 10 个月, +45.42%)

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图6: 医药商业子公司特点





数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

### 北京阳光采购等政策出台，利好医药商业龙头

北京阳光采购政策在2017年4月份落地，新一轮标正式执行。2017年4月8日，北京市医药分开综合改革政策全面实施，药品阳光采购作为其中一项措施同步实施。全市所有公立医疗机构在用的所有药品（毒麻精放、国家免疫规划疫苗、中药饮片等不在采购范围内的药品除外）全部纳入阳光采购范围。

阳光采购利好大型配送企业，叠加两票制影响，公司作为北京地区医药商业龙头，市场份额将进一步提升。本次阳光采购之前，整个北京地区85%以上的医药商业市场份额被十几家配送企业占据。新政策下，医疗机构对配送商的依赖性使得新的医药商业企业很难建立。配送品种多样化、集约化是未来发展方向。中小型配送企业利润空间进一步被压缩，将面临被整合收购，而包括公司在内的十几家大的商业公司将迎来政策利好。公司的北京市场份额有望进一步提高。

表3：北京市阳光采购措施

针对药品种类	措施
第一类：对市场供应充足、竞争充分的常用药品	动态联动全国各省级药品集中采购价格，并将其作为重要谈判依据，进一步降低药品虚高价格，引导北京市同种药品价格始终处于全国较低水平
第二类：短缺药品	确保临床用药供应放在第一位，合理提高药品价格，特别是提高全国性、地域性短缺的药品价格，能够在货源短缺的情况下有效占有市场购买先机，同时也能够促进企业积极生产
第三类：低价药品	鼓励企业更多生产和临床更多使用低价药品，以达到降低医疗总费用的目的。价格上在不违反国家低价药品政策基础上，避免廉价药品退市风险，医疗机构参考周边省市实际供货价格，随行就市与生产企业谈判形成供货价格

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

### 整合重组引入四家优质医药商业，国药股份成为北京医药商业龙头

公司公告显示，整合后公司占据北京地区市场份额17%左右，居于第一名。根据商务部信息披露，北京85%以上的医药商业市场份额被十几家配送企业占据。国药股份（整合后）、华润北药和上药科园是排名前三的北京医药商业龙头。

公司公告显示，国药股份在整合四家优质商业企业后，总的商业收入在300亿元左右，在北京市场的占比约17%，其中200亿是纯销业务。纯销业务占比较高，利于应对两票制政策。重组后的医药商业业务将在新特药、生化药品、血液制品、抗肿瘤药品、胰岛素类药物、心脑血管类药物等各细分领域中取得显著的竞争优势。华

润北药2016年北京地区收入约210-220亿，纯销收入150亿，其中50-60亿来自社区。  
上药科园2016年北京地区收入约220亿，纯销收入60-70亿。

表4: 北京医药商业前三甲分销业务格局

公司名称	商业收入	纯销收入	调拨收入
国药股份	约300亿	约200亿	约100亿
华润北药	200多亿	约150亿	60-70亿
上药科园	约220亿	60-70亿	140多亿

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

相比于华润和上药，公司有独特的竞争优势，在上游品种上拥有精麻药和血制品等高毛利品种，在下游客户上拥有军队医院、基层社区等高壁垒渠道。国药股份收购的四家公司在核心经营品种、终端客户等方面各有侧重，能形成差异化的竞争优势。通过本次重组后的医药商业业务将在新特药、生化药品、血液制品、抗肿瘤药品、胰岛素类药品、心脑血管类用药等各细分领域中取得显著的竞争优势，公司将推进各标的公司业务协同，丰富公司直销、分销产品构成，扩宽渠道，不断提高销售覆盖率，实现1+1>2效应，打造北京地区最优秀的医药商业平台。

### 国控北京——北京地区优势医药商业公司，拥有麻醉药二级批发资质

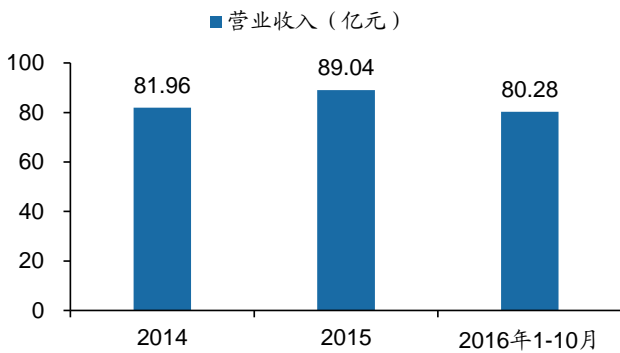
国家指定的中央药品储备单位、北京市指定的毒麻药品供应单位。国控北京2003年成立，专业从事药品分销配送业务，主要定位于北京市各级医院及零售药店终端市场，是国家指定的中央药品储备单位、北京市指定的毒麻药品供应单位。经营范围包括中成药、中药饮片、化学制剂药、生物制品、疫苗、麻醉及第一类精神药品、毒性药品、第二类精神药品、蛋白同化制剂和肽类激素等。公司公告显示，国控北京在北京地区三级医院的覆盖率达到100%，二级医院的覆盖率也在95%以上，医院销售份额在北京医药流通企业中名列前茅。

国控北京专注于北京地区麻精药品分销，是北京麻精药品主要的二级分销商。公司公告显示，截至2015年11月底，国控北京毒麻药品销售占北京地区市场份额超过40%，是国控北京的特色产品，竞争优势明显。同时，国控北京还与数千家上游供应商保持着良好合作关系，其中不乏如赛诺菲、诺华、罗氏、拜耳等一些知名药品生产企业。

国控北京能在医疗改革的大背景下把握终端下沉趋势，拓展社区市场。在2013年取得了北京市社区基药配送资格，是北京市指定的五家社区基本药物配送商之一，覆盖的客户超过一千家社区。公司公告显示，北京市社区市场规模大约100亿，国药北京市场占有率约为1/4。

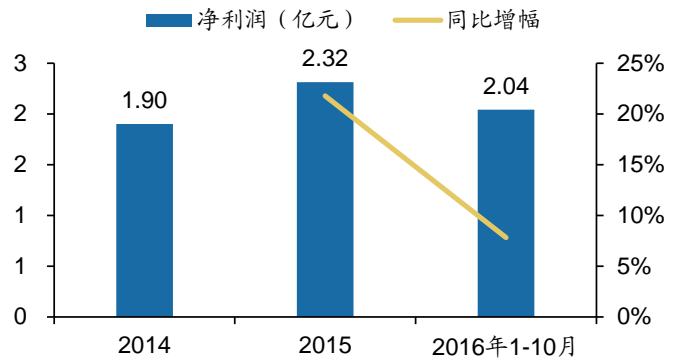
营业收入和净利润增长稳定，略有放缓。2015年国控北京实现营业收入89.04亿元，同比增长8.64%；净利润2.32亿元，同比增长21.78%。2016年前十个月营业收入达到80.28亿元，净利润为2.04亿元，同比增长7.83%。

图7：国控北京营业收入保持稳定增长



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图8：国控北京净利润实现稳定增长



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

### 北京康辰——北京市规模最大的血制品经销商

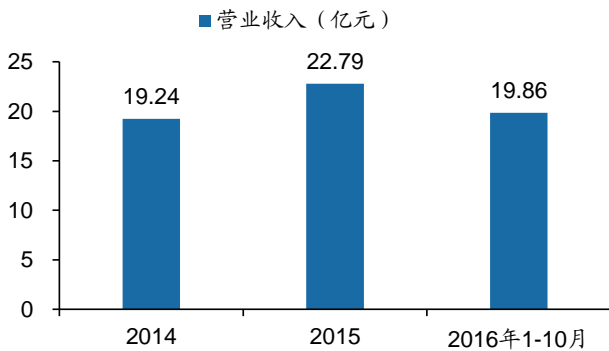
大型综合药品批发企业，军队医院全覆盖。北京康辰2005年设立，从过去以经营血液制品、生物制品为主的专业化公司发展成为北京地区大型综合药品批发企业，主要品类涉及血液制品、疫苗、西药、中成药、中药饮片等。北京康辰在北京市二级医院覆盖率基本达到100%，在北京军队医院也基本达到全覆盖。

公司公告显示，北京康辰积极拓展血液制品销售领域，北京市场占有率高达70%以上。自2014年以来，公司积极拓展血液制品销售，引入国内一线企业血液制品的全产品线，在北京甚至全国的血液制品市场都保持领先的地位，其在北京市场占有率高达70%以上。公司的血液制品目前已经囊括了大部分品种，如人血白蛋白、静丙、破伤风免疫球蛋白、纤维蛋白原等。公司也是成都蓉生、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在北京地区的经销商。

血液制品的稀缺性是北京康辰增长的内在原因之一。在一系列医药改革的背景下，许多药品价格持续下行，但由于血液制品具有稀缺性，其价格只升不降。这也更有利于拥有强大的血液制品销售能力的北京康辰的发展，带动其盈利水平的提高。

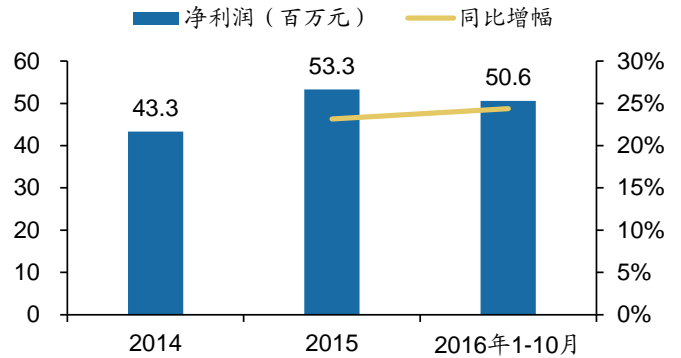
受益于血制品提价，营业收入和净利润增幅加大。2015年北京康辰实现营业收入22.79亿元，同比增长18.42%；净利润0.53亿元，同比增长23.15%。2016年前十个月营业收入达到19.86亿元，净利润为0.51亿元，同比增长24.37%。这主要是由于经销的血制品品种对医院销售在2016年9月、10月份开始提价；同时上游市场供求关系的缓解使采购价格有所下降，药品经销的利润剪刀差扩大，故同比增幅加大。

图9：北京康辰营业收入实现稳定增长



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图10：北京康辰净利润实现稳定增长



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

### 北京华鸿——北京富有特色的中型医药流通企业

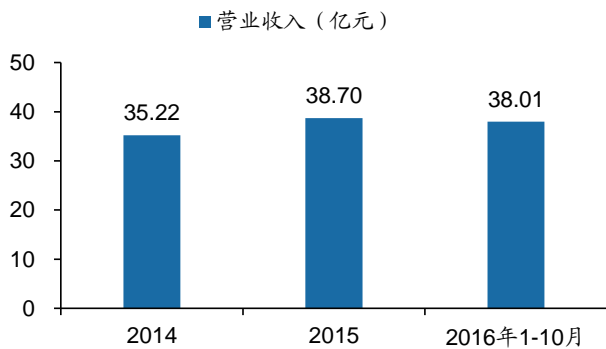
专注于代理销售国内外新特药的医药流通企业，北京华鸿在北京市医院纯销市场位列前五。北京华鸿1998年成立，形成了以代理、销售新特药、进口药、合资药等名优产品为主的品种经营特色。北京华鸿的北京直销业务的服务对象主要为北京市各医疗机构，公司公告显示，公司在北京市三级医院的覆盖率达到100%，在二级医院的覆盖率也达到了90%，在北京市医院纯销市场位列前五。

北京华鸿还专注于为国内外的中小型医药企业的新特药提供在我国的营销推广服务。涉及的产品包括麻醉、疼痛、妇科、肿瘤、心血管等领域。其中，“泰勒宁”是核心的营销产品，北京华鸿拥有其在国内的独家代理权，2015年销售额达数亿元。2014年，北京华鸿还引入了日本三共镇痛产品“乐松”，一年的销量就突破百万盒。

北京华鸿SPD增值服务是一大特色，发展迅猛。SPD增值服务能减少医院药品流通环节，减少库存成本，使医护人员能节省精力，更加关注病人本身。北京华鸿已经与北京7家医院开展了SPD增值服务合作。其中，公司与北京大学人民医院合作的SPD项目已被卫生部确立为医院院内物流改革试点项目。公司自主研发的HMS（药品在院管理系统）通过了软件产品注册审批，且目前有超过20家医院使用该系统。

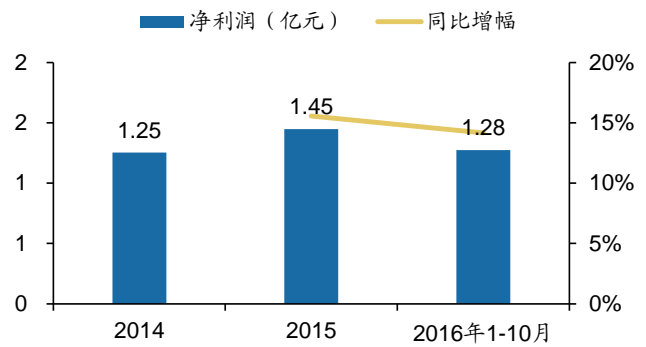
受益于SPD业务，北京华鸿营业收入和净利润增长稳定。2015年北京华鸿实现营业收入38.70亿元，同比增长9.90%；净利润1.45亿元，同比增长15.56%。2016年前十个月营业收入达到38.01亿元，净利润为1.28亿元，同比增长14.17%。由于SPD业务的迅猛发展，预计未来营业外收入增幅将增加。

图11: 北京华鸿营业收入实现稳定增长



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图12: 北京华鸿净利润实现稳定增长



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

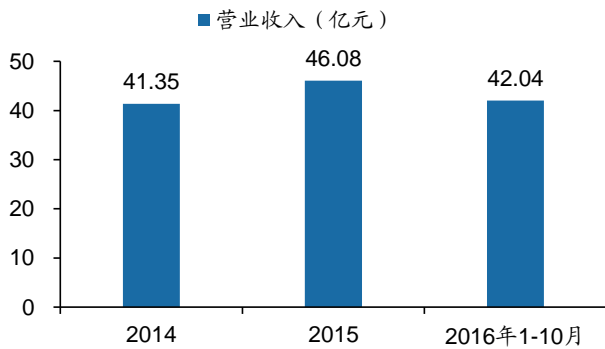
### 天星普信——北京市优秀的生物制品配送企业

**药品分销、物流及增值服务综合服务商，生物制品为优势品种。**天星普信2002年设立，主要向客户及供应商提供全面的分销、物流及增值服务的综合服务。主营生物制品、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。生物制品是天星普信的优势品种，占天星普信主营业务收入约20%，其销售额位居北京地区前列。

**公司公告显示，天星普信北京三级医院覆盖率达90%以上，与军队医院合作关系紧密。**公司公告显示，公司在北京地区覆盖各区县二级以上医院和部分小终端客户200余家，其中三级医院覆盖率达到93.2%。此外，经过多年的发展与维护，天星普信与军队系统客户建立了紧密的合作关系，在中国人民解放军总医院(301医院)、中国武警总医院、中国人民解放军302医院、中国人民解放军空军总医院、中国人民解放军海军总医院、北京军区总医院等医院销售额均名列前茅，在部分医院更位列第一或第二。

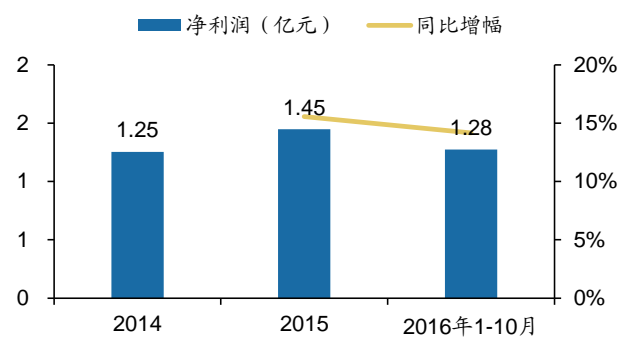
**药品价格市场化下血制品价格上涨明显，促使公司业绩大幅增长。**在药品价格市场化调节的大背景下，血液制品等稀缺药品价格上涨趋势明显，将进一步提升天星普信的核心竞争力和盈利能力。2015年天星普信实现营业收入46.08亿元，同比增长11.44%；净利润1.48亿元，同比增长17.43%。2016年前十个月营业收入达到42.04亿元，净利润为1.47亿元，同比增长45.42%，增幅显著提高。

图13: 天星普信营业收入稳定增长



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图14: 天星普信净利润大幅增长



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

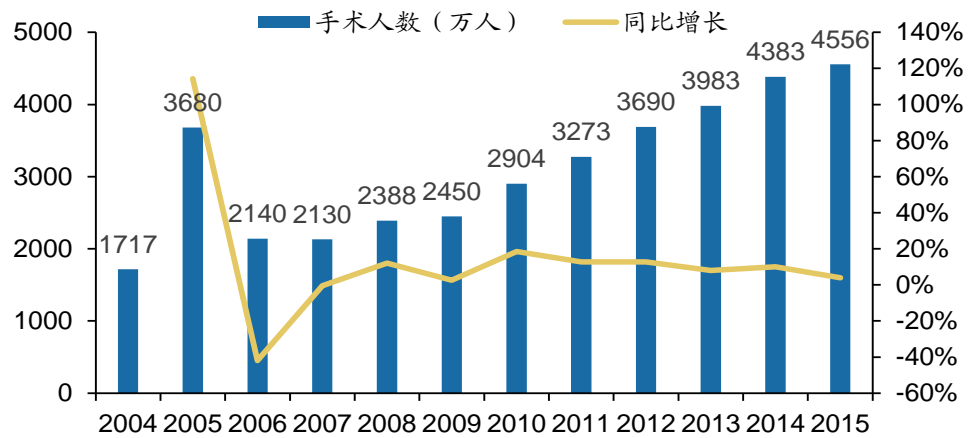
## 麻精特药全国分销平台，持续强化全产业链布局

### 受益麻药刚性需求增长，市场将长期景气

由于使用限制与麻醉师紧缺，我国麻药用量水平较低。麻药的毒性和成瘾性等特征使得公立医院对于麻药的使用有着诸多限制，加上我国麻醉师人员的紧缺，我国的麻药使用水平一直很低。相比于许多欧美发达国家，我国人均麻药用量很低。而WHO推荐的麻醉镇痛药“充分而适当”的法国人均用量已达到200毫克，中国的近邻日本与韩国的人均用量也分别达到26与38毫克。

刚性需求不断增长，市场空间仍然巨大。老龄化、城市化和收入增加导致非传染性疾病突增。随着人们饮食方式和工作方式的改变，不同病种在人群中发病几率均逐渐发生变化，疾病谱的迁移也将引起药物刚性需求增长从而推动行业发展。近年来我国医疗卫生机构住院病人手术人次逐年增长，相应的麻药需求也在不断增长。加上本来人均用量就低，未来市场空间可谓非常广阔，公司将最大程度分享麻药市场的景气度带来的市场。

图15: 医疗卫生机构住院病人手术人次平稳增长



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

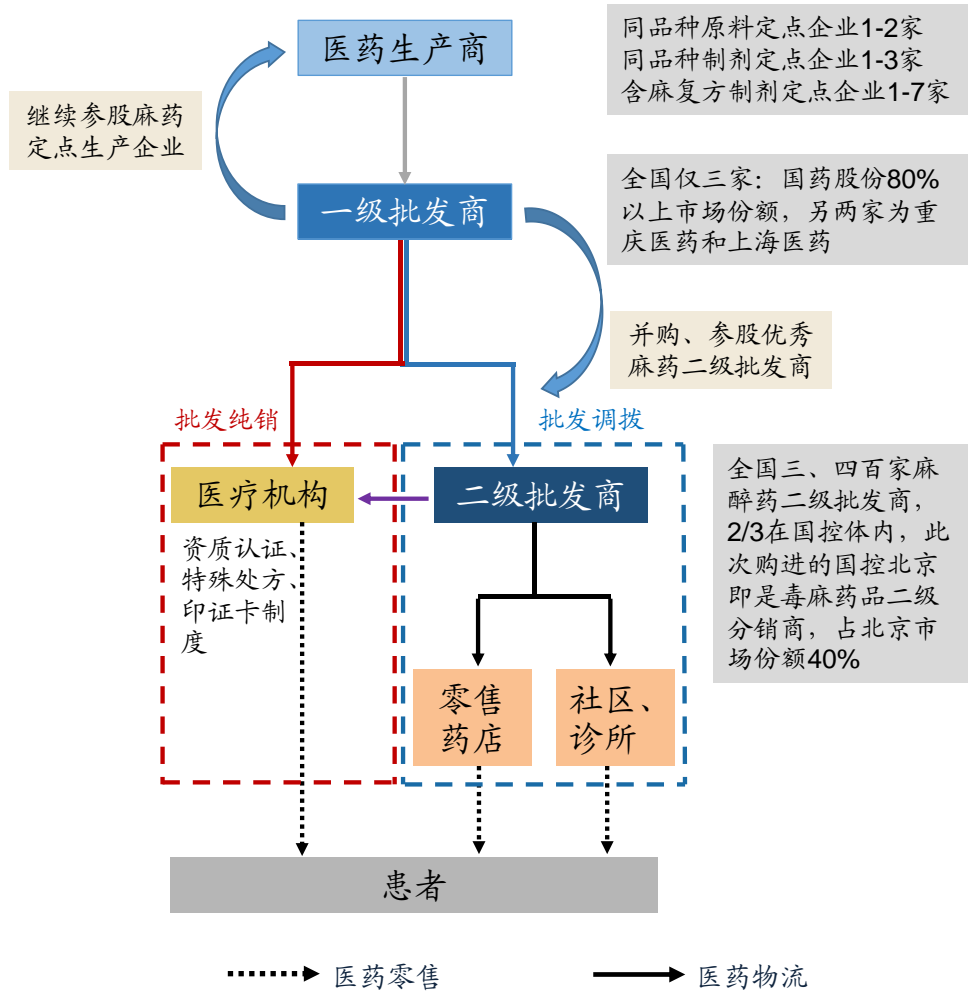
### 强化麻精特药全产业链布局, 开展麻药国际化新业务

**政策制度严格, 麻药一级商格局将保持稳定。**公司公告显示, 公司是麻精特药领域最具竞争力的一级批发商, 占据80%以上一级批发市场份额, 中国政府对于麻醉药生产流通实行严格的定点制度, 目前仅有国药股份、上海医药和重庆医药具备麻醉药一级批发商资质, 我们认为未来麻醉药一级商格局会保持稳定。

**继续整合上下游企业, 是全产业链布局方向之一。**产业链的延伸成为医药流通企业新的发展方向, 布局产业链上中下游, 打破单一的传统业务模式, 提高行业集中度, 保证公司的持续发展。预计公司将持续推进麻醉药上下游整合工作, 继续向上游参股麻药定点生产企业、下游并购麻药二级批发商, 不断强化麻醉药市场份额。上游方面, 国药股份已经与人福医药等在工业上进行合作, 产品包括芬太尼等。

根据公司公告, 下游方面, 国药股份以多种方式去收购下游的医药商业。下游标的利润在1000万以上的企业, 1/3是在国药控股体系内, 1/3在上药和华润体系内, 还有1/3在这些体系之外。体系之外的1/3是国药股份重点考虑的收购对象, 目前有国药股份已有3到4家意向比较充分的企业。通过上下游的整合, 国药股份未来在麻精特药方面将强化全产业链布局。

图16: 麻醉药产业链整合战略



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

**丰富麻精药品种，是全产业链布局的另一个方向。**精神药品分为一类和二类，一类药具有类毒品、成瘾性等特点，生产流通的各个环节都受到严格的监管。根据公司公告，国药股份一直以来也是作为国家一类麻精药物的全国分销商，公司公告显示，目前市场份额已达到85%左右。而自去年以来，国药股份已经开始从一类精神药品往二类精神药品去发展，预计未来二类精神药品的增长也会较快。同时，国药还在考虑，未来有可能向麻精特药类别的其他非管制类药品，如抗抑郁药等方面去涉及。总之，丰富麻药品种是国药股份发展的另一个方向。

**麻药国际化是新的突破口。**在积极拓展上下游产业链方面，国药股份在上游的拓展目前已经做得非常充分了，以至于遇到了发展的瓶颈阶段。在这种情况下，公司开始考虑让麻醉药品走向国际化，比如宜昌人福在2017年5月把枸橼酸芬太尼注射液技术转让给印度尼西亚MBF公司，这是公司以中国“一带一路”战略为契机，实施全球化战略目标的重大举措。



### 参股麻药工业，分享工业利润

麻药工业企业在目前国药体系中贡献超20%净利润。公司的麻药生产主要是依托参股的青海制药和宜昌人福。两家公司2016年对母公司国药控股的净利润贡献超过20%。尤其是宜昌人福贡献净利润1.1亿元，对母公司净利润贡献比例达到20%。

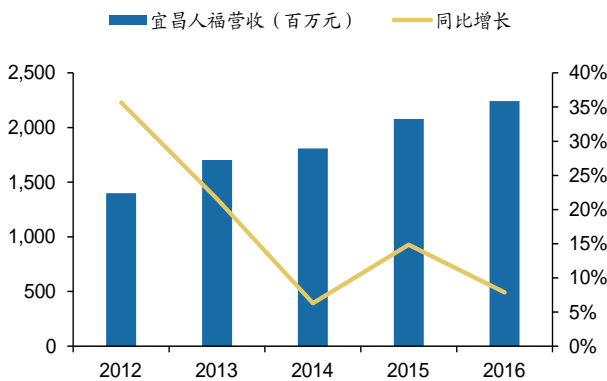
### 宜昌人福——国家麻醉药定点生产企业，贡献国药股份二成净利润

**国家麻醉药品定点研发生产企业。**宜昌人福药业成立于2001年08月08日，前身湖北宜药集团始建于1954年，是一家大型综合性制药企业。公司是国家麻醉药品定点研发生产企业、国家重点高新技术企业，公司实施的麻醉系列新药产业化项目已被国家发改委列入国家高技术产业化示范工程。

**生产多种麻醉药明星产品。**公司以麻醉科用药为核心，以抗癌药、心脑血管药、抗感冒药、肝胆疾病用药为支柱，生产经营200多个品种品规的制剂及原料药。明星产品包括瑞芬太尼、舒芬太尼、纳布啡、氢吗啡酮等。

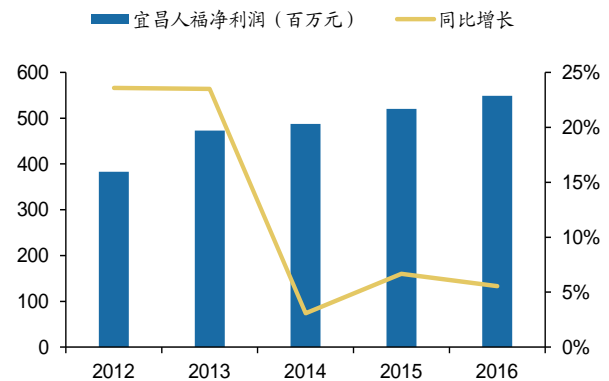
**对母公司利润贡献占20%。**2016年宜昌人福实现营业收入22.42亿元，同比增长7.85%，净利润5.49亿元，同比增长5.51%。2016年国药股份合并报表净利润5.48亿元，宜昌人福贡献净利润（20%比例贡献）1.10亿元，贡献比例20%。

图17: 宜昌人福近年营业收入及增速



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图18: 宜昌人福近年净利润及增速



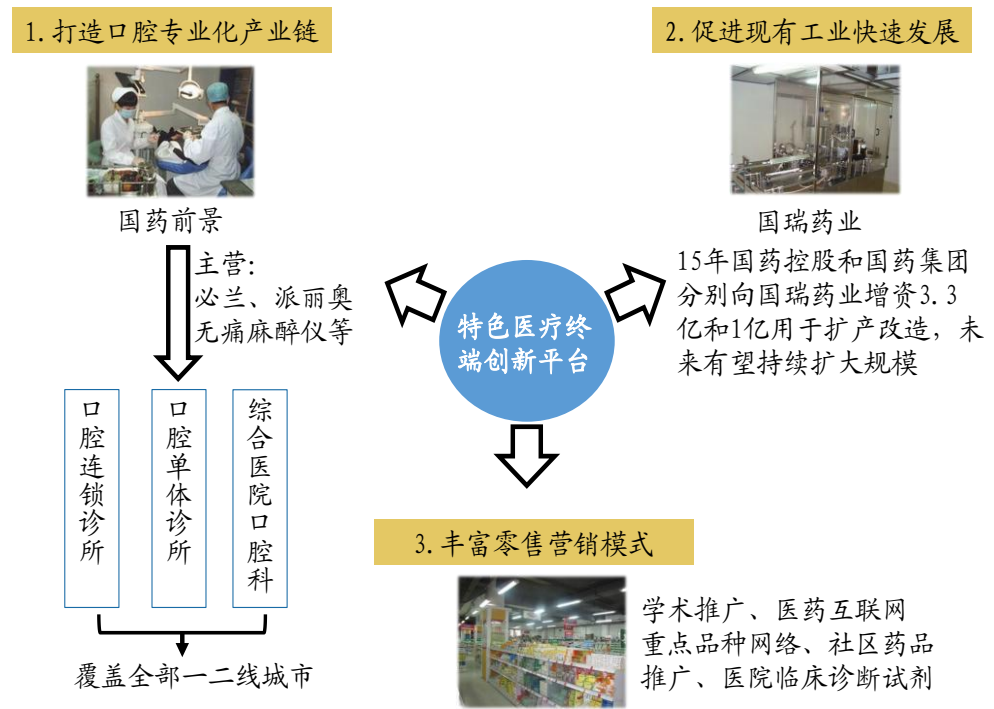
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

## 发展口腔器械、新特药，丰富创新经营模式，打造特色医疗终端创新平台

公司致力于打造有别于集团和国控的特色医疗终端创新平台：1. 依托控股子公

司国药前景覆盖全国的销售渠道网络以及品牌优势，借助融资平台，加速口腔全产业链建设，打造全国知名的口腔产品服务品牌；2.依托控股子公司国瑞药业，大力发展现有工业。2016年国瑞发展陷入低谷，2017年将重新启航，助力公司工业发展；3.丰富创新经营模式，把握市场发展趋势，保持领先优势。公司目前已形成学术推广、电子商务、布局重点品种网络、社区药品推广、医院临床诊断试剂等创新业务，促使零售分销网络实现快速发展，并逐渐形成符合自身特点的核心竞争力。

图19: 特色医疗终端创新平台



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

### 依托国药前景销售渠道网络及品牌优势，借助融资平台，加速口腔全产业链建设

以代理国内外先进口腔器械为主的营销、推广和销售服务提供商。公司控股子公司国药前景（国药前景口腔科技（北京）有限公司）于2004年8月成立，是一家专注于口腔医疗市场发展，以代理国内外先进器材为主的营销、推广和销售服务提供商。国药前景前身为国药集团药业股份有限公司学术部。

公司的主要产品分为无痛产品系列、牙周产品系列和种植产品系列。无痛产品系列中的“必兰”（阿替卡因肾上腺素注射液）是公司首次从国外引进推广到全国的国际先进口腔专用麻醉药品。牙周产品中的代表是日本SUNSTAR公司开发出的牙周炎治疗药物“派丽奥”（盐酸米诺环素）。除此之外，公司还在中国总代理美国Milestone公司的“计算机控制麻醉系统”、日本森田针头、日本SUNSTAR公司GUM系列产品、必兰公司的百强纤维带、牙齿种植系列产品等。

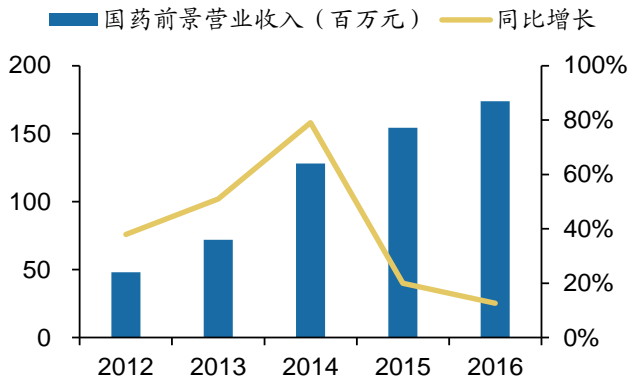
表5: 国药前景产品介绍

产品系列	产品细类		作用简介
无痛产品系列	必兰（阿替卡因肾上腺素注射液）		口腔用局部麻醉剂
	计算机控制麻醉系统	计算机控制麻醉系统	STA（Single Tooth Anesthesia）单颗牙齿麻醉——计算机控制的局部麻醉传输系统（C-CLADs）
		计算机控制麻醉系统用带针手柄	上述系统配套手柄
	针头	森田针头	注射用针头
		必兰针头	注射用针头
牙周产品系列	派丽奥（盐酸米诺环素）		慢性边缘性牙周炎；急性牙周脓肿；冠周炎；干槽症；种植体周围炎/种植体黏膜炎；牙周手术后的根面处理；慢性根尖周炎；拔牙后的炎症控制和预防
	GUM	牙刷	刷牙
		牙线	清洁牙缝
		牙缝刷	清洁牙缝
		牙膏	清洁牙齿，防止牙周疾病
		漱口水	抑制睡眠过程中口腔内细菌的繁殖
		牙周活力产品（牙周活力液和牙周活力乳膏）	促进血液循环，维持牙周组织的生物活性，保持牙周组织健康
百强纤维带		松动牙固定，正畸后的保持，缺失牙即刻复位，固定或修复临时桥体，间隙保持器	
种植产品系列	软组织水平种植体		牙齿种植
	骨水平种植体		
	基台		

数据来源：公司网站整理，广发证券发展研究中心

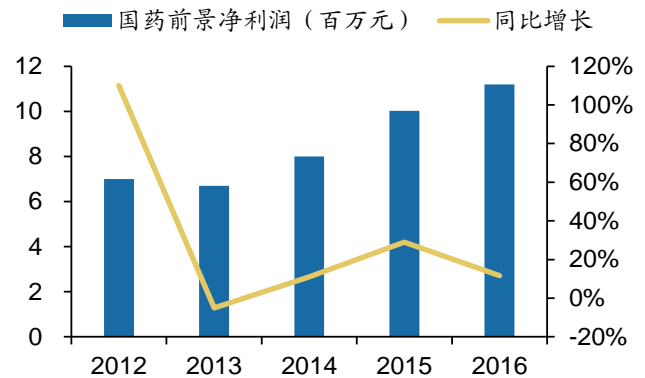
**业绩增长稳定，国药前景行业地位不断提升。** 国药前景2016年实现营业收入、净利润分别为17,390.06万元、1,119.28万元，分别同比增长12.64%、11.69%。近五年来业绩也是保持上涨的态势。国药前景在这些年的不断积累之下，拥有了口腔领域覆盖全国的销售服务网络和丰富的口腔医生资源，在整个行业的地位不断提升。且随着未来口腔疾病的增发以及居民口腔健康意识的提高，口腔治疗的需求将不断增加，国药前景将会迎来新的发展机遇。

图20: 国药前景近年营业收入及增速



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图21: 国药前景近年净利润及增速



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

**借助融资平台，加速打造口腔全产业链。**要打造口腔全产业链，就要在前端生产合作、下端口腔诊所和医院、终端经销（耗材、器械、种植体）等多方面全面发展。而前端和下端都需要很多的资源，之前受制于融资平台不健全，口腔全产业链一直没有完全打造成。现在，解决融资平台问题之后，公司必将加速打造口腔全产业链，预计1-2年内将有实质性突破。

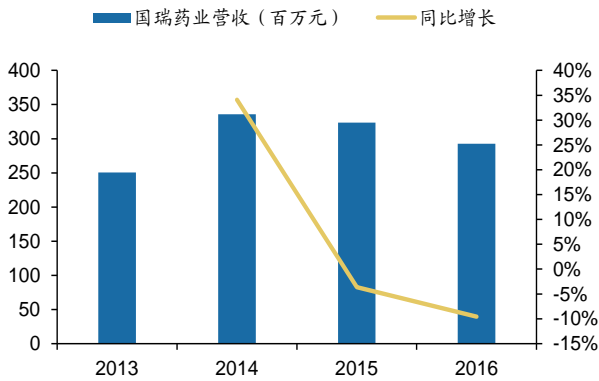
### 从低谷中走出，国瑞药业继续助力公司现有工业发展

**国药股份新特药生产基地。**国瑞药业（国药集团国瑞药业有限公司）原名淮南市第六制药厂，始建于1986年，1998年以整体划拨的方式加入中国医药（集团）公司，更名为国瑞药业。国瑞药业以生产经营化学药品为主，重点聚焦心脑血管药、抗感染药、肿瘤疾病药、呼吸系统用药四大治疗领域药品制剂及其配套原料药，是国药股份新特药的生产基地。公司拥有160多个品种、规格的产品批准文号，包括冻干粉针剂、粉针剂（含头孢菌素类）、小容量注射剂、口服固体制剂、原料药，公司所有生产线均通过新版GMP认证。

**2016国瑞药业发展遭遇低谷，2017年业绩恢复。**由于两方面的原因，国瑞药业在过去的一年达到了近年来发展的低估。一方面是药品一致性评价对它的影响；另一方面是去年年初受制于国家政策对于新药的审批，国瑞撤回了无水乙醇项目。因此国瑞的销售和利润都有了比较大幅度的下降，2016年净利润同比下降42.14%。2017年，国瑞正在积极从低谷中走出，比如无水乙醇项目从撤回的第二天起又在积极推进再次申报的工作。国瑞药业在股份公司带领下，将调整营销思路，积极应对政策变化，确保重点品种销售不下滑，同时紧跟国家新药政策调整和一致性评价工作动态，整合研发资源，严格风险评估，做好后续品种的储备工作。

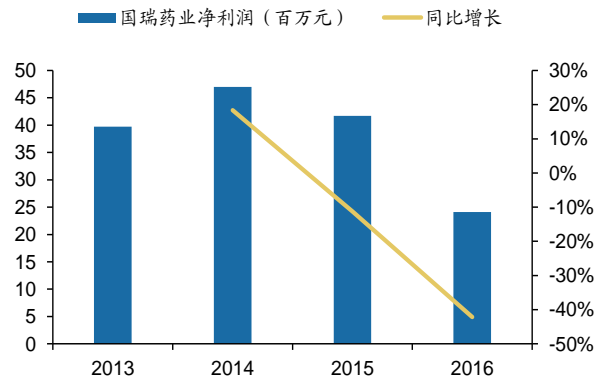
**2017开局良好，未来或将成为麻精药生产基地。**2017年一季度，国瑞实现30%左右的增长。这说明国瑞已经开始从低谷中走出并开始发力。同时，公司也在积极探讨规划，在符合集团发展战略以及国药股份的支持下，未来或许将国瑞与麻精药优势结合，使国瑞成为麻精药的工业生产基地。

图22: 国瑞药业近年营业收入及增速



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图23: 国瑞药业近年净利润及增速



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

### 丰富创新经营模式, 把握市场发展趋势, 保持领先优势

在大健康的背景下, 公司始终把握市场的发展趋势, 做到行业领先。公司目前已形成学术推广、电子商务、布局重点品种网络、社区药品推广、医院临床诊断试剂等创新业务, 促使零售分销网络实现快速发展, 并逐渐形成符合自身特点的核心竞争力。

国控北京取得社区基药配送资格, 国药股份加大社区零售和诊所销售配置。国控北京在医疗改革的大背景下把握终端下沉趋势, 拓展社区市场。目前已经取得北京市社区基药配送资格, 是北京市指定的五家社区基本药物配送商之一, 覆盖的客户超过一千家社区, 公司公告显示市场占有率达1/4到1/3。同时, 在医改不断推动的大背景下, 社区和零售市场增长很快, 国药股份从去年开始, 也加大了对北京社区零售和诊所销售的配置。

北京华鸿SPD增值服务发展迅猛。SPD增值服务能减少医院药品流通环节, 减少库存成本, 使医护人员能节省精力, 更加关注病人本身。北京华鸿已经与北京7家医院开展了SPD增值服务合作。其中, 公司与北京大学人民医院合作的SPD项目已被卫生部确立为医院院内物流改革试点项目。公司自主研发的HMIS (药品在院管理系统) 通过了软件产品注册审批, 且目前有超过20家医院使用该系统。

### 股权激励计划单独实施, 有望进一步促进公司发展

大股东国药控股在2016年实施股权激励计划。2014年, 国资委确定六家国企改革单位, 公司大股东国药控股位列其中。2016年8月19日, 国药控股 (H股) 发布公告, 拟实施限制性股票激励。激励对象包括国药股份在内的国药控股的董事、高级管理人员、中层管理人员以及核心技术、业务骨干。计划每两年授予一次限制性股票。

首批授予已经完成，国药股份暂时没有被列入其中。2016年11月16日公司完成首批授予，723万股限制性股票按授予基准价格每股35.46港元授予了190名激励对象，总价值达2.56亿港元。首次授予股票的激励对象不包括国药控股附属公司国药一致和国药股份的所有管理人员和骨干人员。预计国药股份将会在以后的授予计划中列为激励对象。

公司股权激励在计划中，有望进一步促进公司发展。激励计划将实现员工和公司之间的利益共担，充分调动公司高级管理人员和核心人才的积极性，促进公司的可持续发展。公司股权激励在计划中，有利于提升国药股份员工的积极性和凝聚力，使员工积极为公司发展奉献力量，为公司注入源源不断的动力。

我们预计公司17-19年EPS分别为1.30元/1.50/1.70元，对应PE分别为27/23/21倍，备考EPS为1.65元/1.82元/2.00元，对应PE分别为21/19/17倍，维持“买入”评级。

表6: 首次授予说明

授予基准价格	35.46港元
行使价格	17.73港元
首次授予对象及对应股票数	董事李智明(260,000股); 4位高管(840,000股); 185名中层管理人员及其他关键骨干人员(6,130,000股)
首次授予条件	上年归母加权平均净资产收益率不低于11.5%; 净利润同比增长率不低于12%; EVA同比增长不低于董事会下达的目标值
首次授予解锁条件	2017-2019每年ROE不低于12.8%; 净利润复合增长率不低于12%; EVA复合增长率不低于董事会下达的目标值

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

## 风险提示

### 集团资产重组后整合进度低于预期

本次并购公司在经营模式和企业内部运营管理体系等方面与国药股份存在差异，能否顺利整合并达到预期效果仍存在不确定性。

此外，北京即将完成新一轮药品招标，公司经营的部分品种存在降价风险。口腔专业化产业链是公司的创新业务，产业规模比较小，未来发展前景具备一定不确定性。

### 医药流通行业的政策风险

目前，政府在医药流通成本和药品质量的政策上日趋严格，严格的政策可能使得医药流通企业面临行业竞争加剧和利润空间下降等风险。

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017	2018	2019
<b>流动资产</b>	5306	6099	6967	8218	9538
货币资金	1474	1677	2013	2339	2574
应收及预付	2661	3240	3620	4206	4813
存货	1158	1170	1324	1472	1650
其他流动资产	13	11	11	200	500
<b>非流动资产</b>	1250	1303	1289	1241	1206
长期股权投资	402	482	482	482	482
固定资产	567	538	519	472	439
在建工程	10	11	12	13	14
无形资产	102	105	101	99	96
其他长期资产	170	167	174	174	174
<b>资产总计</b>	6556	7401	8257	9458	10743
<b>流动负债</b>	2887	3238	3446	3907	4351
短期借款	300	0	0	0	0
应付及预收	2587	3238	3446	3907	4351
其他流动负债	0	0	0	0	0
<b>非流动负债</b>	152	144	150	150	150
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	152	144	150	150	150
<b>负债合计</b>	3039	3382	3596	4057	4501
股本	479	479	479	479	479
资本公积	89	89	89	89	89
留存收益	2404	2903	3525	4243	5057
归属母公司股东权	2972	3472	4093	4811	5625
少数股东权益	485	495	515	538	564
<b>负债和股东权益</b>	6556	7401	8257	9458	10743

**现金流量表**

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	440	591	196	145	47
净利润	532	564	641	741	841
折旧摊销	43	50	47	48	48
营运资金变动	-62	91	-324	-463	-641
其它	-72	-114	-169	-181	-201
<b>投资活动现金流</b>	-53	-41	133	181	188
资本支出	-68	-40	-11	16	3
投资变动	15	-2	144	165	185
其他	0	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	356	-435	6	0	0
银行借款	720	0	0	0	0
债券融资	-820	-300	8	0	0
股权融资	430	0	0	0	0
其他	26	-135	-1	0	0
<b>现金净增加额</b>	743	115	335	326	235
<b>期初现金余额</b>	757	1474	1677	2013	2339
<b>期末现金余额</b>	1499	1589	2013	2339	2574

**主要财务比率**

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	4.7	10.8	12.0	12.0	12.1
营业利润增长	8.5	9.7	13.7	16.0	13.6
归属母公司净利润增长	6.3	6.8	13.4	15.6	13.4
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	8.0	7.4	7.6	7.8	7.9
净利率	4.4	4.2	4.3	4.4	4.5
ROE	17.3	15.8	15.2	14.9	14.5
ROIC	24.2	25.8	23.1	22.2	20.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	46.8	46.0	43.8	43.1	42.1
净负债比率	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4
流动比率	1.84	1.88	2.02	2.10	2.19
速动比率	1.43	1.51	1.62	1.71	1.80
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.00	1.92	1.91	1.90	1.86
应收账款周转率	5.34	5.55	5.48	5.50	5.50
存货周转率	10.10	10.65	10.46	10.52	10.50
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.07	1.14	1.30	1.50	1.70
每股经营现金流	0.92	1.23	0.41	0.30	0.10
每股净资产	6.21	7.25	8.55	10.05	11.75
<b>估值比率</b>					
P/E	35.4	26.3	27.7	24.0	21.1
P/B	6.1	4.2	4.2	3.6	3.1
EV/EBITDA	28.9	20.8	23.8	20.2	17.6

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	12078	13386	14991	16792	18816
营业成本	11118	12393	13846	15486	17323
营业税金及附加	18	28	32	35	40
销售费用	229	215	252	285	335
管理费用	168	187	270	299	335
财务费用	15	-15	-55	-65	-74
资产减值损失	2	15	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	104	132	144	165	185
<b>营业利润</b>	633	695	790	917	1042
营业外收入	35	17	17	17	17
营业外支出	1	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	668	711	807	933	1058
所得税	135	147	165	192	217
<b>净利润</b>	532	564	641	741	841
少数股东损益	19	16	20	23	26
<b>归属母公司净利润</b>	513	548	621	718	815
EBITDA	588	614	638	735	831
EPS(元)	1.07	1.14	1.30	1.50	1.70



## 广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。  
吴文华：分析师，华东师范大学金融硕士，2014年进入广发证券发展研究中心。  
冯 鹏：分析师，北京大学化学生物学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。  
马 帅：研究助理，上海交通大学医学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。  
蔡 强：联系人，中南大学基础医学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。  
葛媛媛：联系人，香港科技大学生物化学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。  
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。  
谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。  
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。