

# 中国医药 (600056)

## 稳健央企，工商贸协同发展

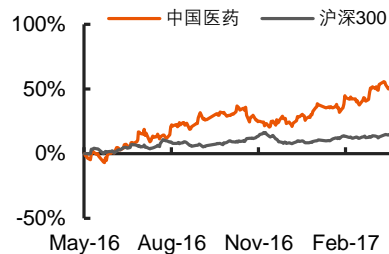
### 推荐 (首次)

现价: 25.11 元

#### 主要数据

行业	医药
公司网址	www.meheco.cn
大股东/持股	中国通用技术/41.27%
实际控制人/持股	国资委/%
总股本(百万股)	1,068
流通 A 股(百万股)	1,012
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	268.30
流通 A 股市场值(亿元)	254.15
每股净资产(元)	6.76
资产负债率(%)	59.70

#### 行情走势图



#### 证券分析师

**叶寅** 投资咨询资格编号  
S1060514100001  
021-22662299  
YEYIN757@PINGAN.COM.CN

**魏巍** 投资咨询资格编号  
S1060514110001  
021-20632019  
WEIWEI093@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

**张熙** 一般从业资格编号  
S1060117020002  
021-20632019  
ZHANGXI218@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

#### 平安观点:

- **资产注入临近截止日期，注入后将明显增厚利润：**2013 年，通用集团下属医药资产进行重组，集团承诺将暂时无法注入上市公司的资产在重组完成四年内注入上市公司或转让给非关联交易的第三方，其中包括医控公司下属子公司江药集团、海南康力、武汉鑫益和通用电商、上海新兴、长城制药。上海新兴 2016 年新获批两个浆站，总共达到 4 个浆站，且人凝血因子八成功上市销售，今后收入有望加速增长。如果这些公司均注入上市公司，将明显增厚公司净利润。公司正式完成重组项目的时间是 2014 年 3 月，由此推算承诺注入资产的截止时间是 2018 年 4 月份，建议积极关注资产注入进度。
- **整合 CSO 行业，前景可期：**CSO 企业具有较强盈利能力，国内成熟的 CSO 企业代理新特药，毛利率可达 40%以上，公司 2015 年收购的河南泰丰作为地区较成功的 CSO 公司，净利率达到 8%。在国内全面推行两票制的背景下，许多代理商和大包商转型做 CSO，国内 CSO 行业分散，公司凭借在行业内多年积累的资源，有望成为 CSO 行业的整合者。
- **商业业务频出新项目，外延空间较大：**公司医药商业覆盖全国 9 个省市，实行“点强网通”的策略，深入布局已经覆盖的省份，2016 年新增了黑龙江公司、泰丰医药、广东佛山通用公司、湖北十堰通用公司、黑龙江通用医疗项目、广东汕头粤东公司、湖北通用襄阳项目及美康百泰河南项目等多个项目，是近几年扩张最快的一年，我们认为在积极的战略推进下，公司执行力加强，今后有望不断落地新的外延项目。目前公司商业业务只覆盖了 9 个省市，且单个省份的收入均不算高，外延扩张空间大，有望抓住两票制执行的机遇，大幅提升公司商业规模。
- **制剂业务后续增长有动力，原料药业务主导地位稳固：**公司的制剂业务在阿托伐他汀和抗生素复方制剂的带动下，2016 年增长 23%。新产品瑞舒伐他汀进入收获期，市场占有率不到 1%，空间可观，预计接下来制剂业务将继续维持较高增速。工业板块以抗感染和心血管治疗领域为主，原料药中盐酸林可霉素、螺旋霉素、螺旋霉素碱是公司的优势品种，市场占有率逐年提升，部分产品已经占据市场主导地位，2016 年公司原料药收入略有下降，我们认为主要是因为价格下降导致。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	20570	25738	31833	38297	45902
YoY(%)	15.2	25.1	23.7	20.3	19.9
净利润(百万元)	615	948	1166	1405	1673
YoY(%)	11.7	54.3	23.0	20.5	19.1
毛利率(%)	12.2	11.8	11.2	11.0	10.9
净利率(%)	3.0	3.7	3.7	3.7	3.6
ROE(%)	11.9	14.6	15.7	15.9	16.0
EPS(摊薄/元)	0.58	0.89	1.09	1.31	1.57
P/E(倍)	43.9	28.4	23.1	19.2	16.1
P/B(倍)	5.0	3.9	3.5	2.9	2.5

- **国际贸易预计维持稳定：**2016 年，我国医药外贸进出口行业增速约为 7%，出口增长 4.41%，进口增长 10.42%，预计未来几年将维持稳定增长。公司国际贸易业务规模在行业内排名第十名左右，2016 年收入 68.5 亿元。与委内瑞拉的合作延续之前的项目，预计仍将持续产生订单。
- **给予“推荐”评级：**公司为通用集团下属唯一医药上市平台，大股东有望持续给予大力支持，资产注入在即，对业绩即将产生积极影响；公司积极推动商业板块外延，工贸板块发展良好，业绩稳健。预计公司 2017 年、2018 年、2019 年的 EPS 分别为 1.09 元、1.31 元、1.57 元，对应 PE 分别为 23X/19X/16X，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**商业外延不及预期。

# 正文目录

<b>一、整体经营稳健，2016 年加速增长</b> .....	<b>5</b>
<b>二、工业商业表现靓丽，国际贸易稳健增长</b> .....	<b>7</b>
2.1 医药商业：创新经营促进内生增长，加快扩张完善外延布局 .....	7
2.2 医药工业板块：改革销售策略，制剂业务表现优异 .....	9
2.3 国际贸易根基扎实，预计维持平稳增长 .....	12
2.4 开拓新业务，有望成为 CSO 行业整合者 .....	14
<b>三、临近承诺期限，资产注入可期</b> .....	<b>15</b>
<b>四、盈利预测与估值</b> .....	<b>16</b>

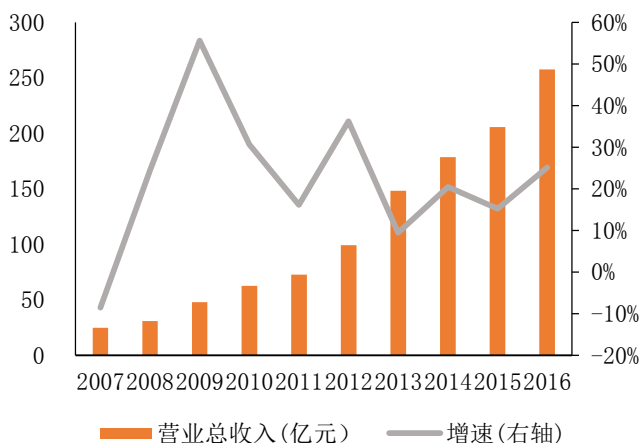
## 图表目录

图表 1	2016 年公司收入增长加速 .....	5
图表 2	2016 年净利润加速增长 .....	5
图表 3	2016 年公司毛利占比 .....	5
图表 4	2016 年各业务板块毛利率稳定 .....	5
图表 5	公司三费率变化 .....	6
图表 6	公司国内业务分布 .....	6
图表 7	主要子公司情况 .....	7
图表 8	公司医药商业业务收入及增速 .....	8
图表 9	公司医药纯销业务不断提升 .....	8
图表 10	公司主要医药商业公司收入（万元）及增速 .....	8
图表 11	医药工业收入分类 .....	9
图表 12	各类别收入增速 .....	9
图表 13	公司工业板块主要品种 .....	10
图表 14	主要医药工业子公司业务及收入 .....	10
图表 15	公司工业板块主要产品 .....	10
图表 16	PDB 重点城市医院瑞舒伐他汀销售额及增速 .....	11
图表 17	PDB 重点城市医院瑞舒伐他汀市场格局 .....	11
图表 18	重点城市医院抗生素收入及增速 .....	11
图表 19	重点城市医院复方抗生素销售额及增速 .....	11
图表 20	我国医药进口规模及增速 .....	12
图表 21	我国医药进口产品分类 .....	12
图表 22	我国医药出口规模及增速 .....	12
图表 23	我国医药出口产品分类 .....	12
图表 24	公司出口业务在国内名列前茅 .....	13
图表 25	国际贸易收入及增速 .....	13
图表 26	2016 年国际贸易净利率明显提升 .....	13
图表 27	进出口贸易的子公司和母公司收入及增速（单位：万元） .....	13
图表 28	委内瑞拉项目每年付款金额 .....	14
图表 29	国内主要的药品代理商及 CSO 企业 .....	15
图表 30	中国医药 CSO 市场规模 .....	15
图表 31	公司待注入托管公司情况 .....	16
图表 32	公司收入预测（单位：百万元） .....	16
图表 33	公司估值低于可比公司平均值（单位：亿元） .....	17

## 一、整体经营稳健，2016 年加速增长

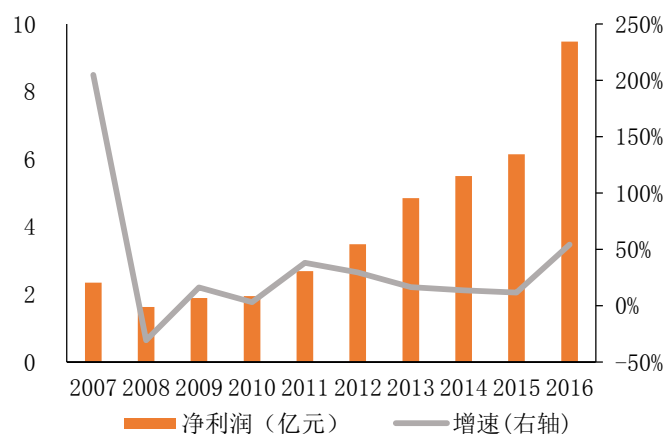
2016 年，公司营业收入 257.38 亿元，同比增长 25.12%，是近三年增速最高的一年；净利润为 9.48 亿元，同比增长 54.31%，是近八年增速最高的一年，利润增速高于收入增速的主要原因是销售费用率、财务费用率和资产减值损失的降低。

图表1 2016 年公司收入增长加速



资料来源: wind, 平安证券研究所

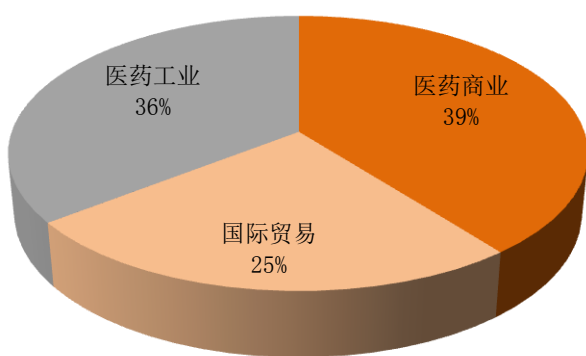
图表2 2016 年净利润加速增长



资料来源: wind, 平安证券研究所

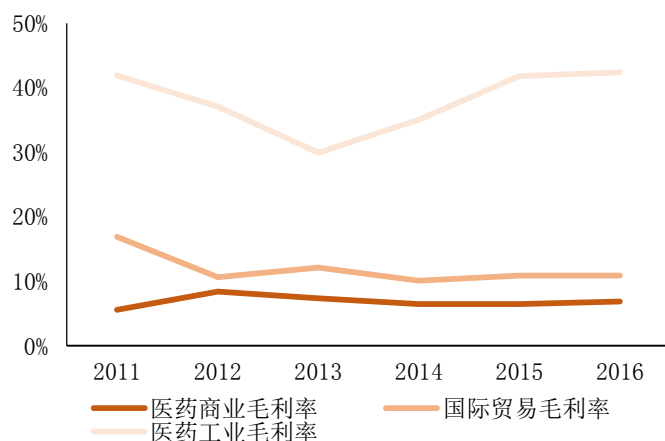
医药商业、国际贸易和医药工业的收入占比分别为 65%、26%、9%，但由于医药商业毛利率低，医药工业毛利率高，造成三个业务板块的毛利占比分别是 39%、25%和 36%。与 2015 年相比，三个业务板块毛利率稳定。

图表3 2016 年公司毛利占比



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表4 2016 年各业务板块毛利率稳定

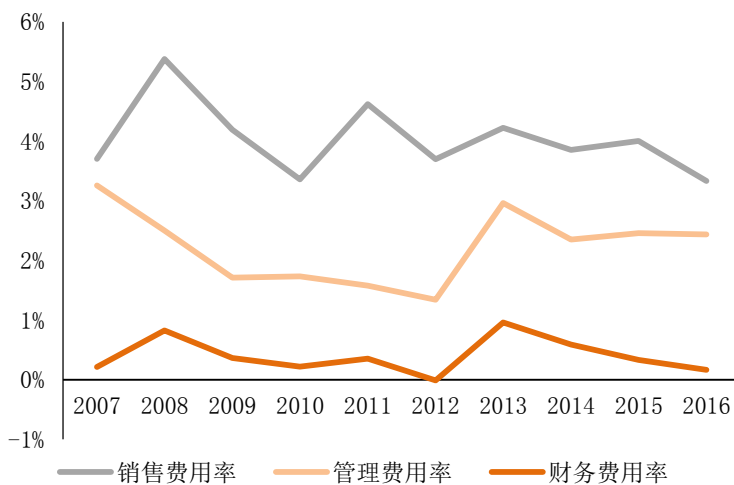


资料来源: wind, 平安证券研究所

精细化管理费用支出，成效明显。2016 年公司销售费用率为 3.33%，同比下降 0.67 个百分点，主要由于各公司加强费用管理，差旅会议等期间可控费用同比下降，同时，国际贸易业务运输费、咨询费等费用受项目进度影响同比下降。2016 年，公司管理费用率为 2.44%，与去年基本持平，其中主要是人工成本和研发费用超出平均增长水平。2016 年，公司财务费用率为 0.16%，同比下降 0.17

个百分点，主要有两个原因：一是由于银行贷款基准利率同比有所下降；另外，公司通过统贷统还，资金池统筹资金配置等手段，置换了部分子公司的高息负债，降低了资金成本。

图表5 公司三费率变化



资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司在国内的医药商业分布于新疆、黑龙江以及京广线沿线共计 9 个省市，其中天津、河北是子公司北京美康百泰的代理产品销售区域，其他省市的业务是药品和医疗器械的批发。

公司下属生产子公司主要包括天方制药、海南通用三洋等。

图表6 公司国内业务分布



资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司收入和利润主要来自母公司及下属 12 家主要子公司。2016 年，12 家子公司合计贡献净利润占公司总利润的 69.1%，其中利润贡献最大的三家子公司分别是河南天方、北京美康百泰和海南通用三洋。

图表7 主要子公司情况

公司名称	业务性质	公司持股比例	营业收入 (百万元)	净利润(百万元)	净利润占比	净利润率
河南天方药业股份有限公司	工业+商业	100%	5880.7	310.6	27.77%	5.28%
北京美康百泰医药科技有限公司	商业	60%	1074.0	192.0	17.16%	17.87%
海南通用三洋药业有限公司	工业+商业	100%	1339.6	116.6	10.42%	8.70%
美康九州医药有限公司	商业	100%	8272.5	50.9	4.55%	0.62%
中国医疗器械技术服务有限公司	进出口贸易	100%	2248.7	45.4	4.06%	2.02%
中国医药保健品有限公司	进出口贸易	100%	990.3	19.8	1.77%	2.00%
武汉鑫益投资有限公司	研发生产	51%	112.8	12.1	1.08%	10.69%
中国医药黑龙江有限公司	商业	51%	504.0	10.1	0.91%	2.01%
江西南华(通用)医药有限公司	商业	51%	2000.3	7.5	0.67%	0.38%
新疆天方恒德医药有限公司	商业	65%	464.5	4.5	0.40%	0.97%
北京美康兴业生物技术有限公司	仓储服务	100%	5.2	2.2	0.19%	41.73%
新疆天山制药工业有限公司	工业	51%	85.0	1.4	0.13%	1.67%
合计			22977.7	773.1	69.1%	3.4%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

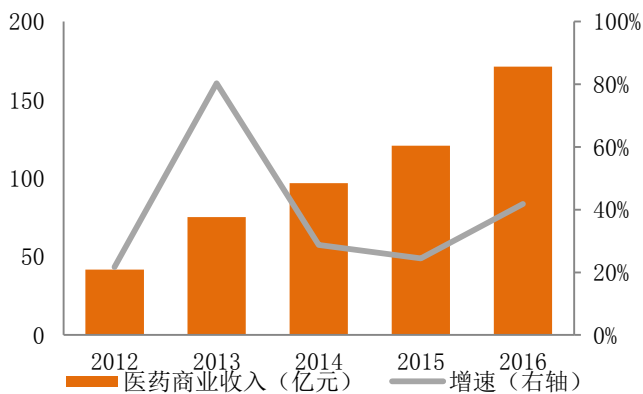
## 二、工业商业表现靓丽，国际贸易稳健增长

### 2.1 医药商业：创新经营促进内生增长，加快扩张完善外延布局

2016 年公司商业板块收入达到 172 亿元，增速为 42%，其中纯销收入 97 亿元，同比增长 32%，公司近年来积极调整战略，不断将提升纯销占比，近几年纯销增速均在 20%以上，增强了对终端客户的掌控力。

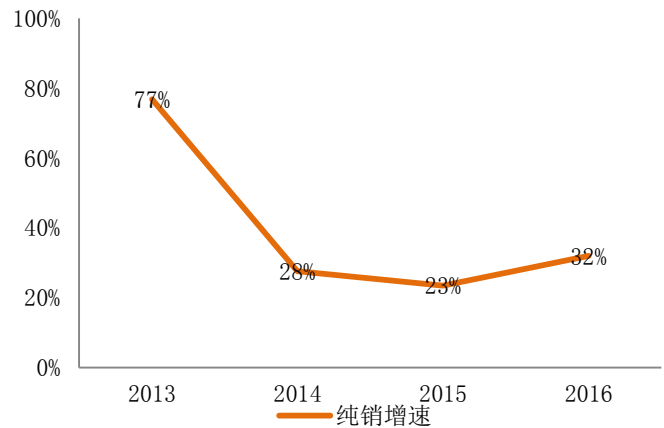
公司调拨收入 74 亿元，同比增长 57%，主要是由于江西南华通用的业务调整，扣除这个因素的影响，调拨业务同比增长约 15%。

图表8 公司医药商业业务收入及增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表9 公司医药纯销业务不断提升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

从收入来看，下属商业子公司中收入体量最大的是美康九州，但由于该公司主要做药品配送业务，净利润率仅为 0.62%，所以净利润贡献占比远小于收入占比；美康百泰代理进口 IVD 产品，具有 18% 的高净利润率，成为商业板块净利润贡献最大的子公司；河南天方下面的商业业务除了药品配送外，还包括河南泰丰，因此预计该公司在商业板块的净利润贡献排第二；江西南华是公司进行业务调整于 2015 年成立的子公司，主要是调拨业务，净利润率较低。

图表10 公司主要医药商业公司收入（万元）及增速

公司	商业业务	2014 收入	2015 收入	2016 收入	2016 年净利润率
北京美康百泰医药科技有限公司	美国贝克曼库尔特、美国实验仪器公司的产品在北京，河南，河北的代理	81,624	90,567	107,404	17.87%
增速		17.5%	11.0%	18.6%	
美康九州医药有限公司	北京、广州、佛山地区的药品和医疗器械批发	577,486	718,833	827,249	0.62%
增速		29.0%	24.5%	15.1%	
北京美康兴业生物技术有限公司	北京地区仓储服务	407	502	515	41.73%
增速		15.9%	23.5%	2.6%	
新疆天方恒德医药有限公司	新疆地区药品批发	49,279	44,788	46,454	0.97%
增速		27.1%	-9.1%	3.7%	
河南天方药业股份有限公司	河南地区药品和医疗器械批发、药品推广、CSO			约 40 亿元	
海南通用三洋药业有限公司	湖北药品批发			约 9 亿元	
江西南华（通用）医药有限公司	江西药品批发		24,134	200,025	0.38%
增速				728.8%	
中国医药黑龙江有限公司	黑龙江药品批发			50,402	2.01%
增速				100.0%	

资料来源：公司公告，平安证券研究所



商业网络覆盖 8 个省份，外延扩张空间大。公司商业销售网络包括覆盖北京、广东、河南、河北、湖北、新疆、江西、黑龙江、天津 9 个省市的纯销网络及以总代理、总经销品种为载体的覆盖全国的医药商业分销网络体系。公司医药商业业务遵循“点强网通、布局空白区域”的战略，在已覆盖的省份深入布局空白区域。

2016 年新增了黑龙江公司、泰丰医药、广东佛山通用公司、湖北十堰通用公司、黑龙江通用医疗项目、广东汕头粤东公司、湖北通用襄阳项目及美康百泰河南项目等多个项目，是近几年扩张最快的一年，我们认为在积极的战略推进下，公司执行力加强，今后有望不断落地新的外延项目。目前公司商业业务只覆盖了 9 个省市，外延扩张空间大，有望抓住两票制执行的机遇，外延扩张大幅提升公司商业规模。

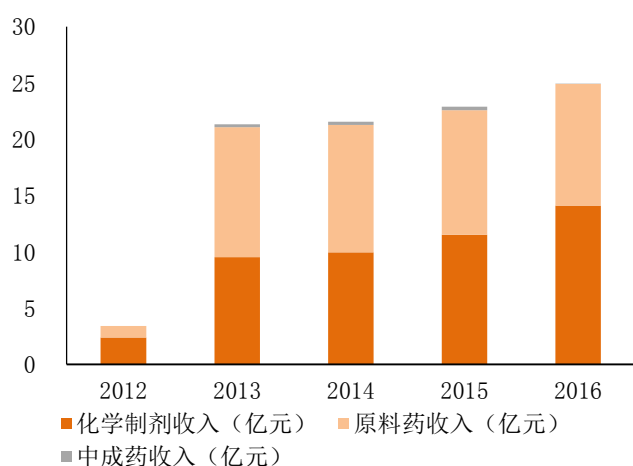
探索创新经营模式，做细做深已有市场。公司积极推进工商、工贸、商贸协同，并取得明显成果，有效提升各个板块的业绩，2016 年，工商协同同比增长 47%，商贸协同同比增长 21%，工贸协同同比增长 36%。公司借助收购河南泰丰打造药品医疗器械推广团队，有望在 CSO 团队建设上取得突破。泰丰医药的净利润率能达到 8%以上，而一般的药品配送公司净利润率只有 1%左右，药品器械推广公司具有更好的盈利能力。

## 2.2 医药工业板块：改革销售策略，制剂业务表现优异

2016 年，医药工业板块总收入 25.58 亿元，其中 57%来自于化学制剂，43%来自原料药，不到 0.1%的收入来自中成药。公司工业企业创新销售策略，强化代理商管控和实行产品线管理，2016 年，阿托伐他汀销量同比增长 19%，瑞舒伐他汀增长 106%，普药增长 46%，制剂业务总体增速达到 23%，表现优异。

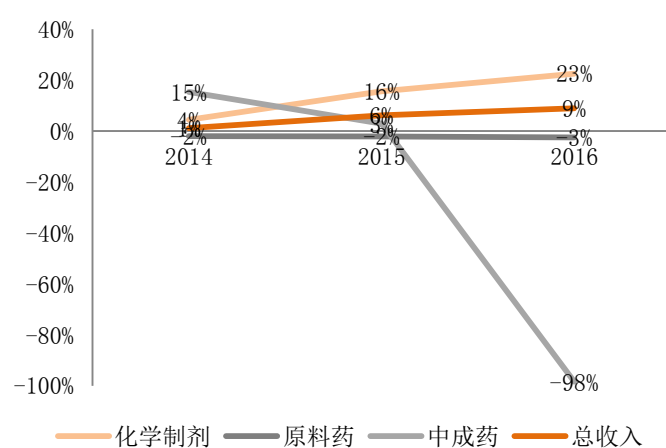
由于价格变动及上游成本增加的影响，原料药近几年以 2%-3%的幅度下降；中成药同比下降 99%，原因是天方中药等工业企业受新版 GMP 改造的影响出现暂时性停产。2016 年，医药工业板块整体增速为 9%，略高于米内数据发布的我国药品市场增速 8.3%。

图表11 医药工业收入分类



资料来源: wind, 平安证券研究所

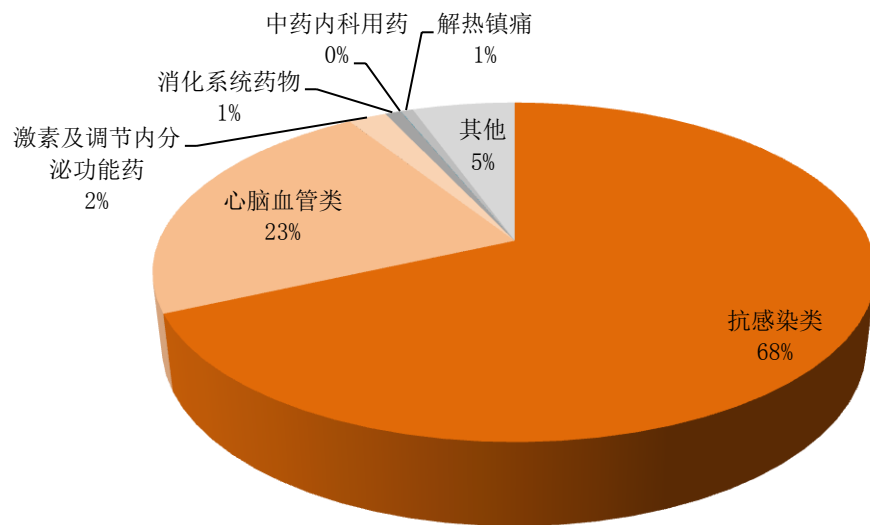
图表12 各类别收入增速



资料来源: wind, 平安证券研究所

公司工业产品中，抗感染类收入占比 68%，心血管类占比 23%，是公司收入的主要贡献品类。

图表13 公司工业板块主要品种



资料来源：公司公告，平安证券研究所

子公司来看，河南天方和通用三洋是主要业绩贡献者。工业板块的下属子公司中，收入贡献最大的是天方药业，预计 2016 年天方药业的工业业务收入约 18 亿元；其次是海南通用三洋，预计 2016 年工业业务收入约为 4 亿元；湖北科益和新疆天山 2016 年收入分别为 1.2 亿元和 0.6 亿元。

图表14 主要医药工业子公司业务及收入

公司	工业业务	2016 年收入
海南通用三洋药业有限公司	制剂业务，主要品种抗生素和心血管	约 4 亿元
新疆天山制药工业有限公司	甘草制品	0.6 亿元
河南天方药业股份有限公司	抗生素原料药、制剂等	约 18 亿元
湖北科益药业股份有限公司	主要生产抗病毒药物	1.2 亿元

资料来源：公司公告，平安证券研究所

主要原料药销量大幅增长，制剂业务发展良好。天方药业主要生产抗生素和以阿托伐他汀为代表的心血管药物，其主要产品吉他霉素、螺旋霉素、乙酰螺旋霉素片均取得高于 30% 的增速；通用三洋的主要产品包括抗生素复方制剂和 2015 年新上市的瑞舒伐他汀，后者目前正处于高速增长期，2015 年预计瑞舒伐他汀的市场规模为 23 亿元，在 PDB 样本医院产生销售的厂家有 8 家，预计公司近几年仍将维持较高增速。PDB 数据统计显示抗生素复方制剂增速在 10% 左右，情况良好，我们认为在抗生素耐药性越来越普遍的情况下，复方制剂将来的增速有望超过抗生素行业平均增长。

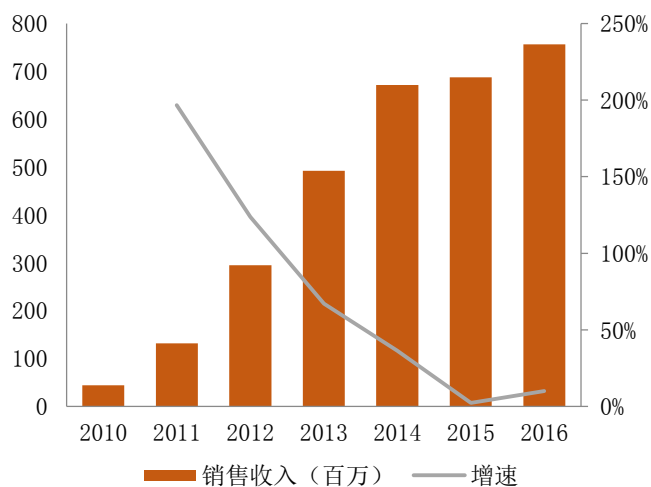
图表15 公司工业板块主要产品

品种	生产厂家	产品	2016 年公司销售量同比增减	PDB 数据库		
				制剂销售企业数	2016 年制剂销售增速	2016 年公司市场份额
抗生素	天方药业	盐酸林可霉素	-11.67%	21	16.23%	
	天方药业	吉他霉素	60.22%	2	111.03%	
	天方药业	螺旋霉素	30.72%	1	-14.81%	
	天方药业	乙酰螺旋霉素片	43.79%	4	-16.41%	
	通用三洋	注射用头孢哌酮钠他唑巴坦钠	22.21%	8	11.19%	26.57%

通用三洋	注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠	-1.69%	21	11.12%	13.30%
通用三洋	注射用美洛西林钠舒巴坦钠	4.49%	4	8.05%	19.25%
通用三洋	尼麦角林胶囊	21.86%	2	-13.30%	19.71%
心血管药物	通用三洋 瑞舒伐他汀钙胶囊	106.65%	2	107.63%	31.78%
	天方药业 阿托伐他汀钙胶囊	19.36%	1	6.50%	100%

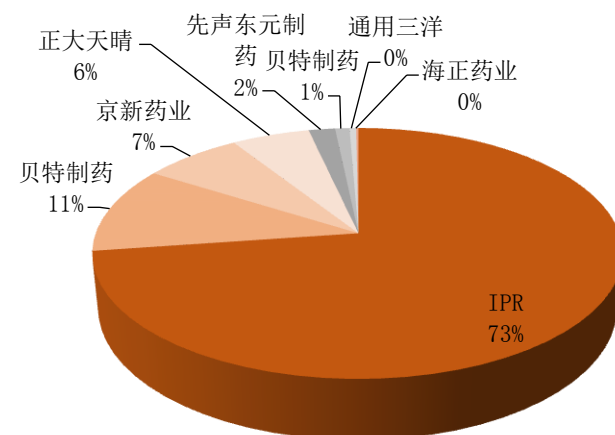
资料来源：公司公告，PDB 数据库，平安证券研究所

图表 16 PDB 重点城市医院瑞舒伐他汀销售额及增速



资料来源：PDB，平安证券研究所

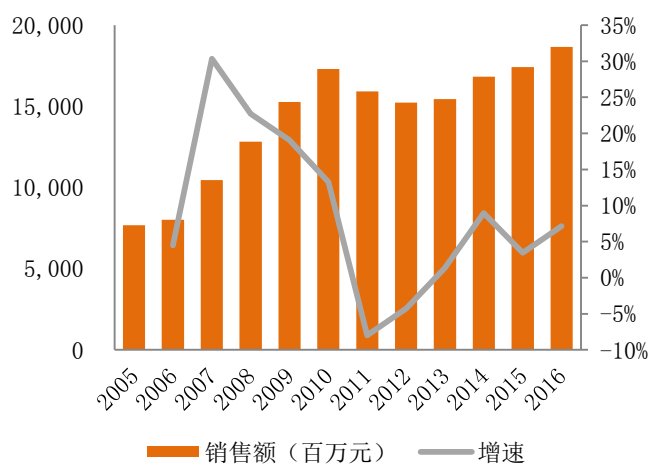
图表 17 PDB 重点城市医院瑞舒伐他汀市场格局



资料来源：PDB，平安证券研究所

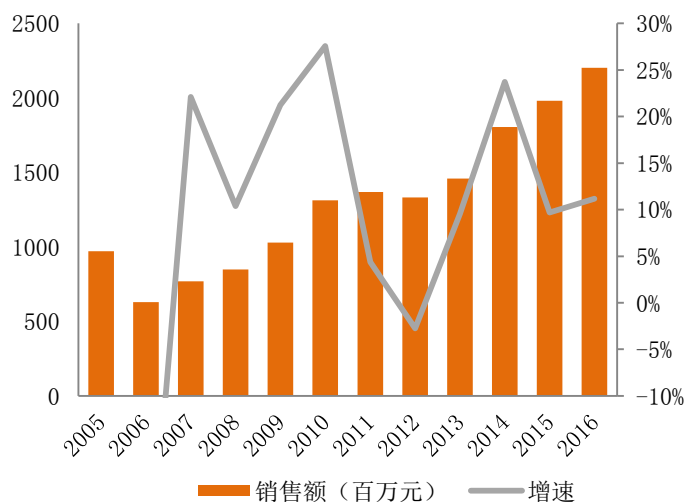
在限抗令的影响下，我国抗生素使用得到规范，行业结束前几年阵痛期，逐渐进入正常增长状态，增速约 5%，预计未来几年将平稳增长。抗生素复方制剂近两年增速在 10%左右，快于抗生素整体增速。

图表 18 重点城市医院抗生素收入及增速



资料来源：PDB，平安证券研究所

图表 19 重点城市医院复方抗生素销售额及增速



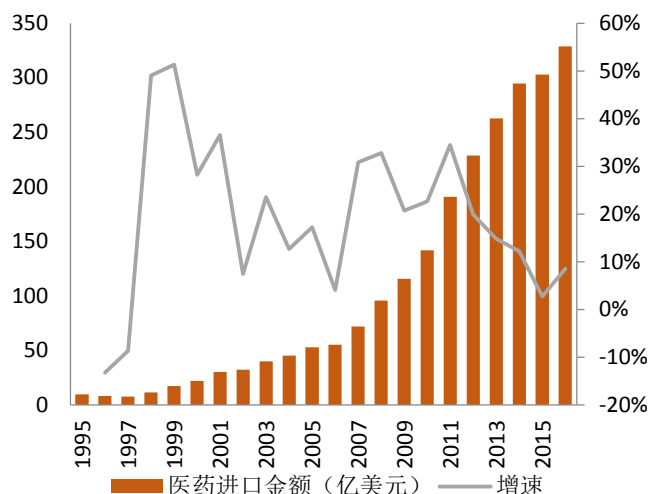
资料来源：PDB，平安证券研究所

## 2.3 国际贸易根基扎实，预计维持平稳增长

### 2.3.1 我国医药进出口增速放缓

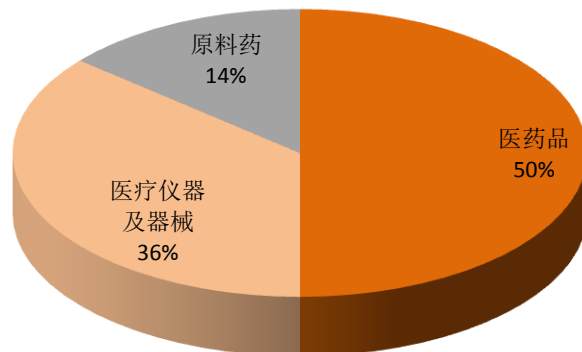
2016年，我国医药品进口金额约330亿美元，增速从2015年的3%回调到8%，在进口的医药品种，药品占比为50%，医疗器械占比36%，剩下是原料药。

图表 20 我国医药进口规模及增速



资料来源：海关总署，平安证券研究所

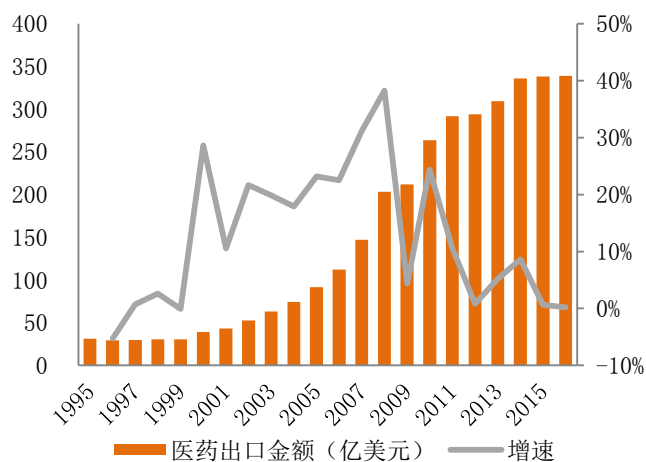
图表 21 我国医药进口产品分类



资料来源：海关总署，平安证券研究所

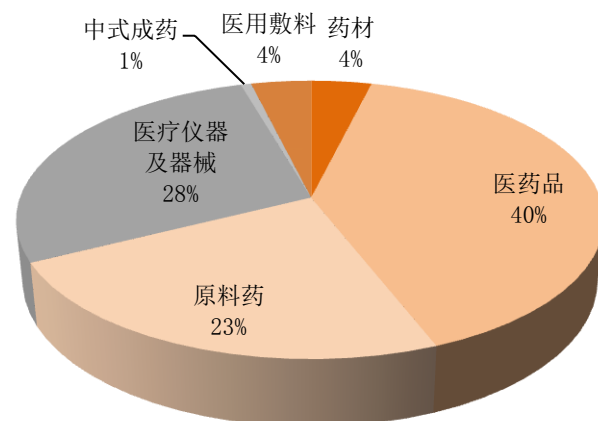
2016年，我国医药品出口金额约340亿美元，规模与2015年基本持平，出口品种中，医药品占比40%，医疗器械占比28%，原料药占比23%，剩下是部分医用敷料和药材。

图表 22 我国医药出口规模及增速



资料来源：海关总署，平安证券研究所

图表 23 我国医药出口产品分类



资料来源：海关总署，平安证券研究所

### 2.3.2 公司进出口贸易稳定

公司是国内最大的医药进出口贸易商之一，具有丰富的上下游资源。对内整合了国内主要的出口医药和医疗器械公司，对外拥有位于各个州的100多个国家的客户，在我国医药进出口贸易行业中具

有稳固的根基。2014年，公司进出口贸易总额在国内排名第12，2016年，公司出口贸易额在国内排名第十。

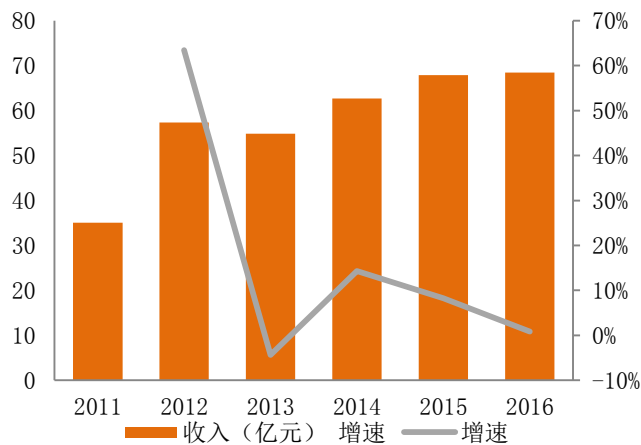
图表 24 公司出口业务在国内名列前茅

2016年中国保健品出口企业排名	
1	浙江华海药业股份有限公司
2	浙江横店普洛进出口有限公司
3	浙江省化工进出口有限公司
4	厦门蒙发利科技(集团)股份有限公司
5	联邦制药国际控股有限公司
6	浙江医药股份有限公司
7	浙江省医药保健品进出口有限责任公司
8	枝江奥美医疗用品有限公司
9	浙江新和成股份有限公司
10	中国医药健康产业股份有限公司

资料来源：中国医药保健品进出口商会，平安证券研究所

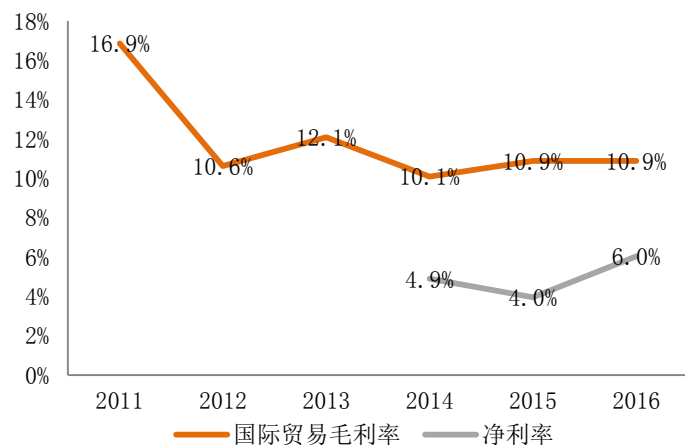
2016年，公司国际贸易收入68.5亿元，收入与2015年基本持平，但净利润率大幅提升两个百分点，主要由于两个原因：一是2015年资产减值损失1.2亿元，而2016年为-464万；此外，运输费、咨询费等费用受项目进度影响同比下降。

图表 25 国际贸易收入及增速



资料来源：wind，平安证券研究所

图表 26 2016年国际贸易净利率明显提升



资料来源：wind，平安证券研究所

公司内部负责进出口贸易业务的主要是母公司和其他几家子公司，2016年，子公司医疗器械技术服务公司收入增速为8.5%，其他两家子公司收入稍有下降。

图表 27 进出口贸易的子公司和母公司收入及增速 (单位：万元)

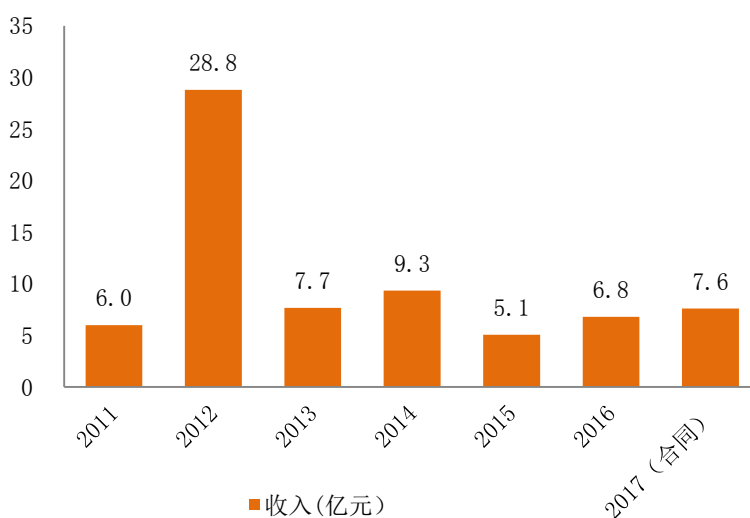
公司	业务类型	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
中国医疗器械技术服务有限公司	进出口贸易		142,134	183,197	207,336	224,870
中国医药保健品有限公司(原通用美康)	进出口贸易			28.9%	13.2%	8.5%
					111,117	99,033

增速							-10.9%
通用美康医药有限公司	进出口贸易	299,470	157,842	176,957			
增速			-47.3%	12.1%			
母公司	进出口贸易	2,798	248,783	271,244	365,305	364,243	
增速			8791.4%	9.0%	34.7%	-0.3%	

资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司 2011 年与委内瑞拉签订了政府合作项目协议，总金额 61 亿元，到 2016 年基本完成项目。2016 年 12 月，公司与委内瑞拉签订了 1.1 亿美元的一般贸易合同，折合人民币约 7.6 亿元，预计该合同将在 2017 和 2018 年付款。由于该合同是原有委内瑞拉项目的持续滚动发展，预计今后有望持续产生类似合同。

图表 28 委内瑞拉项目每年付款金额



资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 2.4 开拓新业务，有望成为 CSO 行业整合者

两票制之前，我国制药企业通过自建销售团队或者外包代理方式销售产品，我国近 5000 家药品生产企业中，只有 600-700 家具有自建销售团队。两票制后，没有销售团队的生产厂家，则需要将产品委托给 CSO(Contract Sales Organization, 合同销售组织)企业进行销售，在国内全面推行两票制的背景下，许多代理商和大包商转型做 CSO，国内 CSO 行业分散，公司凭借在行业内多年积累的资源，有望成为 CSO 行业的整合者。

我国现存的具有 CSO 功能的企业如康哲药业、香港亿腾等，其主要业务是在国内代理推广国外产品。康哲药业毛利率约为 59%，净利率高达 28%；泰凌医药的代理业务主要是代理复旦张江的抗肿瘤药，其毛利率也高达 42%；公司收购的河南泰丰，主要做药品和医疗器械推广业务，其 2016 年净利润率达到了 8.6%，可见 CSO 行业具有较强盈利能力。美安医疗和皓月医疗的毛利率稍低，可能与公司规模较小，或者采用不同的财务处理方法有关。

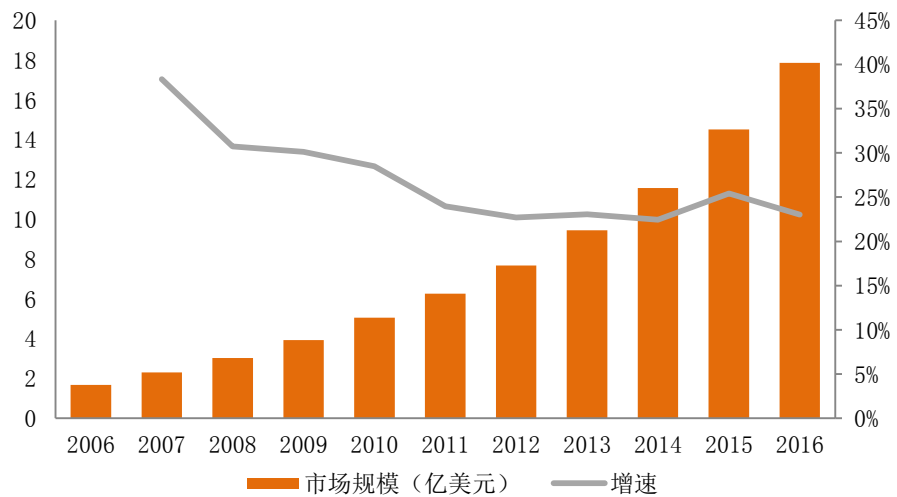
图表 29 国内主要的药品代理商及 CSO 企业

公司	覆盖地区	客户	产品	销售规模(百万元)	员工数量	毛利率
康哲药业	全国	已与约 600 个代理商或第三方销售代表签约,有效覆盖全国近 5500 家医院	进口药品,多类别,处方药	3553	3185	59%
亿腾医药	国内	覆盖至全国大部分主要城市的 2900 家医院	进口药品;处方药		700+	
诺凡麦	全国		进口药品、专注于肿瘤、心血管和中枢神经系统、处方药		450	
美安医药	江苏省	江苏省内的二级及以上医院,基层卫生机构,药店等;少部分分销	国内厂家的新药或普药,处方药为主	371	69	7%
泰凌医药	上海市	覆盖近万家医院	国内厂家,主要来自于复旦张江的肿瘤药	564	432 (含自营产品团队)	42%
皓月医疗	东北地区	大唐药业、康柏汉森、心医药	国内厂家的新药或普药,处方药为主	19	93	17%

资料来源:公司公告,平安证券研究所

据前瞻网预测,2016 年我国 CSO 行业规模约为 18 亿美元,增速超过 20%,远高于医药行业增速。

图表 30 中国医药 CSO 市场规模



资料来源:前瞻网,平安证券研究所

### 三、 临近承诺期限, 资产注入可期

2013 年,通用集团下属医药资产进行重组,集团承诺将暂时无法注入上市公司的资产在重组完成四年内注入上市公司或转让给非关联交易的第三方,其中包括医控公司下属子公司江药集团、海南康力、武汉鑫益和通用电商、上海新兴、长城制药。上海新兴 2016 年新获批两个浆站,总共有 4 个浆站,且人凝血八因子成功上市销售,今后收入有望加速增长。如果这些公司均注入上市公司,将明显增厚公司收入和净利润。

公司正式完成重组项目的时间是 2014 年 3 月，推算承诺注入截止时间是 2018 年 4 月份，建议积极关注公司资产注入进度。

图表 31 公司待注入托管公司情况

托管公司	下属子公司	托管股权	主营业务	2014 年 (万元)		2015 年 (万元)	
				收入	净利润	收入	净利润
医控公司	江药集团	100%	主要持有南华医药 50% 的股权和天施康 41% 的股权。上述两家公司分别主要从事医药商业和医药工业			17,782	5,942
	海南康力	51%	主要从事抗生素类产品的生产及研发				
	武汉鑫益	45.37%	主要从事医药项目的投资，并通过其下属控股子公司湖北科益与湖北丽益从事抗病毒药物等产品的研究、生产及销售。中国医药已持有其 51% 股权				
	通用电商	51%	提供互联网药品信息及交易服务				
上海新兴		51.83%	血液制品生产商，中国医药已持有其 24.39% 股权	13,677	2,829		
长城制药		100%	主要生产及销售片剂、洗剂、颗粒剂、硬胶囊、软胶囊、口服液等多种中药产品	10,203	262		

资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 四、盈利预测与估值

关于公司未来收入，基本假设如下：

- 1、商业板块继续外延扩张；
- 2、委内瑞拉订单能持续，国际贸易回暖；
- 3、化学制剂业务在改革营销策略的推动下，维持良好增速，中成药 2017 年完成 GMP 改造并投产。

图表 32 公司收入预测 (单位：百万元)

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入	17,857.37	20,570.23	25,737.89	31,833.14	38,296.93	45,901.74
增速	20.42%	15.19%	25.12%	23.68%	20.31%	19.86%
医药商业	9,701.33	12,078.05	17,134.01	21,902.29	27,756.00	34,695.00
增速	28.74%	24.50%	41.86%	27.83%	26.73%	25.00%
纯销	7,944.41	9,808.56	9,695.85	12,604.61	16,133.89	20,167.37
增速	27.61%	23.46%	32.10%	30.00%	28.00%	25.00%
调拨	1,756.92	2,269.49	7,438.15	9,297.69	11,622.11	14,527.64
增速	34.14%	29.17%	56.99%	25.00%	25.00%	25.00%
国际贸易	6,266.96	6,785.01	6,842.93	7,185.08	7,544.33	7,921.55
增速	14.32%	8.27%	0.85%	5.00%	5.00%	5.00%
医药工业	2,155.54	2,287.87	2,491.18	2,745.78	2,996.60	3,285.19
增速	1.08%	6.14%	8.89%	10.22%	9.13%	9.63%



化学制剂	997.11	1,152.22	1,412.09	1,652.15	1,899.97	2,184.96
增速	4.46%	15.56%	22.55%	17.00%	15.00%	15.00%
原料药	1,130.09	1,106.48	1,078.63	1,078.63	1,078.63	1,078.63
增速	-2.02%	-2.09%	-2.52%	0.00%	0.00%	0.00%
中成药	28.35	29.16	0.46	15.00	18.00	21.60
增速	15.34%	2.86%	-98.42%	3160.87%	20.00%	20.00%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 33 公司估值低于可比公司平均值（单位：亿元）

证券简称	总市值	流通市值	市盈率 PE			市净率 PB(MRQ)	企业价值/EBITDA(倍)
			TTM	17E	18E		
上海医药	602.67	465.18	19.67	17.76	15.5	1.99	14.16
国药股份	169.26	169.26	29.89	24.56	20.6	4.63	26.48
柳州医药	107.19	107.19	31.45	26.15	21.28	3.27	25.35
南京医药	63.63	63.63	33.38	29.14	23.28	2.37	13.21
鹭燕医药	51.27	51.27	43.8	--	--	3.68	24
英特集团	48.25	48.25	53.78	61	50.51	6.19	15.28
<b>平均值</b>	<b>173.71</b>	<b>150.79</b>	<b>35.33</b>	<b>26.44</b>	<b>21.86</b>	<b>3.69</b>	<b>19.75</b>
中国医药	257.61	257.61	25.2	21.46	17.4	3.56	15.52

资料来源：WIND，平安证券研究所

风险提示：商业外延不及预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	16061	18798	22202	27501
现金	3089	3315	4311	5506
应收账款	6844	7658	8938	10953
其他应收款	663	784	930	1141
预付账款	509	621	725	901
存货	4684	6147	7026	8728
其他流动资产	4955	6420	7298	9000
<b>非流动资产</b>	3462	3325	3242	3147
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1401	1284	1196	1137
无形资产	399	393	387	380
其他非流动资产	1662	1648	1659	1630
<b>资产总计</b>	19523	22122	25444	30647
<b>流动负债</b>	9923	11416	13122	16381
短期借款	668	0	0	0
应付账款	5574	6199	8041	9036
其他流动负债	3681	5217	5081	7345
<b>非流动负债</b>	1917	1956	1936	1946
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	1916	1956	1936	1946
<b>负债合计</b>	11839	13372	15058	18327
少数股东权益	804	989	1213	1478
股本	1068	1068	1068	1068
资本公积	2427	2412	2420	2416
留存收益	3113	4280	5684	7357
<b>归属母公司股东权益</b>	6879	7760	9173	10842
<b>负债和股东权益</b>	19523	22122	25444	30647

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	1004	1168	1043	1236
净利润	1119	1166	1405	1673
折旧摊销	146	145	150	157
财务费用	51	-40	-50	-61
投资损失	-15	0	0	0
营运资金变动	-315	-310	-710	-829
其他经营现金流	18	206	248	295
<b>投资活动现金流</b>	-416	-8	-79	-68
资本支出	-49	-23	-72	-72
长期投资	-504	0	0	0
其他投资现金流	137	15	-7	4
<b>筹资活动现金流</b>	-581	-933	32	28
短期借款	-327	-668	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	56	0	0	0
资本公积增加	659	-285	7	-4
其他筹资现金流	-969	20	25	31
<b>现金净增加额</b>	6	226	995	1195

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	25738	31833	38297	45902
营业成本	22703	28256	34067	40918
营业税金及附加	73	92	111	133
营业费用	858	1035	1187	1423
管理费用	627	732	862	964
财务费用	42	-40	-50	-61
资产减值损失	63	20	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	15	0	0	0
<b>营业利润</b>	1388	1739	2099	2504
营业外收入	58	35	35	35
营业外支出	7	10	10	10
<b>利润总额</b>	1439	1764	2124	2529
所得税	320	392	472	562
<b>净利润</b>	1119	1372	1653	1968
少数股东损益	171	206	248	295
<b>归属母公司净利润</b>	948	1166	1405	1673
EBITDA	1570	1844	2199	2601
EPS(元)	0.89	1.09	1.31	1.57

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	25.1	23.7	20.3	19.9
营业利润(%)	51.7	25.3	20.7	19.3
归属于母公司净利润(%)	54.3	23.0	20.5	19.1
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	11.8	11.2	11.0	10.9
净利率(%)	3.7	3.7	3.7	3.6
ROE(%)	14.6	15.7	15.9	16.0
ROIC(%)	34.8	29.4	34.1	35.7
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	60.6	60.4	59.2	59.8
净负债比率(%)	78.4	92.4	96.8	87.2
流动比率	1.6	1.6	1.7	1.7
速动比率	1.1	1.1	1.2	1.1
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.4	1.5	1.6	1.6
应收账款周转率	4.4	4.4	4.6	4.6
应付账款周转率	5.4	5.4	5.4	5.4
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.89	1.09	1.31	1.57
每股经营现金流(最新摊薄)	0.94	1.09	0.98	1.16
每股净资产(最新摊薄)	6.4	7.3	8.6	10.1
<b>估值比率</b>				
P/E	28.4	23.1	19.2	16.1
P/B	3.9	3.5	2.9	2.5
EV/EBITDA	11.4	12.9	10.5	8.5

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：( 0755 ) 82449257

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033