

中国医药(600056)/医药商业

收购海南康力, 资产注入工作顺利推进

评级: 买入(维持)

市场价格: 25.2

目标价格: 29.75—33.32

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

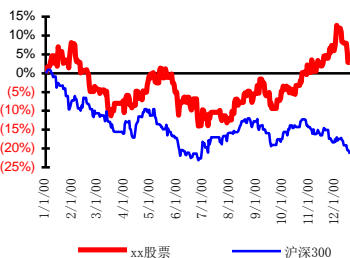
分析师: 池陈森

执业证书编号: S0740517020003

Email: chics@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,068
流通股本(百万股)	1,012
市价(元)	25.2
市值(百万元)	26,926
流通市值(百万元)	25,506

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 中国医药(600056)-公司点评: 工商贸三花齐放, 业绩保持快速增长-买入-(中泰证券_江琦_池陈森)-20170427

2 中国医药(600056)-公司点评: 工商贸并进驱动业绩高速增长, 加快医药产业布局-买入-(中泰证券_江琦_池陈森)-20170327

3 中国医药(600056)-公司点评: 新设襄阳医药公司, “点强网通” 商业布局陆续落地-买入-(中泰证券_江琦_池陈森)-20170309

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	20570.23	25737.89	32414.09	40541.13	50521.32
增长率 yoy%	15.19%	25.12%	25.94%	25.07%	24.62%
净利润	614.45	948.14	1269.89	1614.61	2020.08
增长率 yoy%	11.68%	54.31%	33.94%	27.15%	25.11%
每股收益(元)	0.61	0.89	1.19	1.51	1.89
每股现金流量	0.96	0.94	0.35	0.60	0.53
净资产收益率	11.38%	13.78%	15.58%	17.21%	18.50%
P/E	41.53	28.40	21.20	16.68	13.33
PEG	3.55	0.52	0.62	0.61	0.53
P/B	4.72	3.91	3.30	2.87	2.47

备注:

投资要点

■ **事件:** 中国医药公告拟以自有资金出资共计 28,620 万元, 收购海南通用康力制药有限公司 54% 股权。剩余 46% 股权由医控公司(公司控股股东通用技术集团的全资子公司)持有, 未来有望注入上市公司。海南康力整体估值约 5.3 亿, 对应 17 年约 14 倍 PE 左右, 对应 1.98 倍 PB, 估值较合理。考虑财务成本, 本次收购可以增厚公司 2017 年备考利润 1000 万以上。

点评

■ **资产注入工作顺利推进。** 控股股东通用技术集团针对中国医药 2014 年 4 月完成的换股吸收合并、发行股份购买资产并配套融资交易, 曾出具避免同业竞争承诺函: 本次重组完成后的 4 年内, 择机将江西省医药集团公司、海南通用康力制药有限公司、北京长城制药厂、上海新兴医药股份有限公司以及武汉鑫益投资有限公司 45.37% 股权注入中国医药或转让与非关联第三方。承诺注入资产整合期限将于 2018 年 4 月到期。此前武汉鑫益投资有限公司 45.37% 的股权已完成注入; 按承诺后续还将有上海新兴、江药集团等优质资产需要注入上市公司。

■ **海南康力整体估值约 5.3 亿, 对应 17 年约 14 倍 PE 左右, 估值较合理。** 海南康力主要品种有哌拉西林舒巴坦、丙氨酰谷氨酰胺等; 在产在销 50 余个品规的产品, 以冻干粉针剂、无菌粉针剂为主, 涵盖抗生素、营养用药、心脑血管用药等主要领域。2016 年实现营业收入 2.19 亿元, 净利润 3225 万元。由于营销的改善和产能的释放, 预计 2017 年有望实现 20% 左右的利润增长。考虑财务成本, 本次收购可以增厚公司 2017 年备考利润 1000 万以上。

■ **海南康力已由集团托管, 预计整合会比较顺利, 与海南通用三洋具有协同性。** 现任海南康力总理由原通用三洋营销总监担任, 近年在营销方面取得一定改善。康力的主要产品哌拉西林舒巴坦属于通用三洋优势的复方抗生素领域, 在营销方面可以协同; 此外两家企业厂区很近, 未来在生产上也可以实现协同。

■ **高增长、低估值的稀缺标的, 逻辑明确: 民营化机制的工商贸一体化央企平台, 工业板块的持续整合带来快速增长; 低资金成本优势带来全国商业平台建设加快; 创新模式, 打造全国性药品推广平台, 三大增长点带来公司持续快速增长可期。** 公司是三大医药央企平台之一, 集团战略重心调整为发展医药, 快速扩张, 目标 2020 年千亿收入。

■ **低资金成本优势, 把握两票制政策机遇, 商业平台打造有望加快:** 低资金成本是公司扩张的核心竞争力之一。同时公司治理结构改善, 集团并购决策权下放, 结合“两票制”的行业机遇, 外延并购将加快, 打造全国商业平台。

■ **顺应政策, 打造全国药品推广平台:** 两票制环境下区域性商业推广公司生存环境恶化, 为公司整合更高利润空间(净利率可达 10 个点, 远高于传统配送业务)的全国性药品推广网络提供了契机。

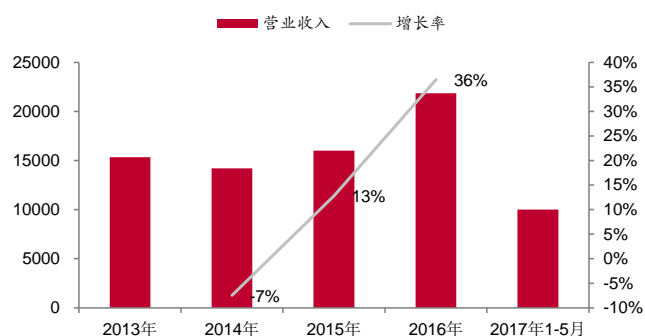
■ **盈利预测和估值:** 预计公司 2017-2019 年实现收入 324 亿元、405 亿元和 505 亿元; 同比分别增长 25.94%、25.07% 和 24.62%, 实现归母净利润 12.70 亿元、16.15 亿元和 20.20 亿元; 同比分别增长 33.94%、27.15% 和 25.11%。目前公司股价对应 2017-2019 年的 PE 为 21 倍、17 倍和 13 倍。公司业绩内生增长确定性高, 且处于快速扩张期, 是稀缺的高增长低估值标的。维持“买入”评级, 维持目标估值区间 29.75 元-33.32 元, 对应 2017 年 25-28 倍 PE。

风险提示: 外延并购标的整合不成功的风险, 应收账款无法收回的风险

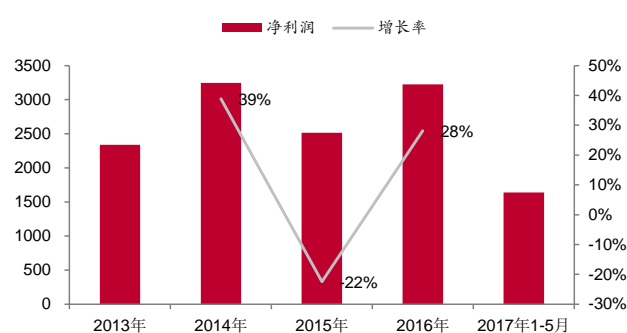
图表 1：海南康力主要财务指标（万元）

项目	2013年12月31日	2014年12月31日	2015年12月31日	2016年12月31日	2017年5月31日
净资产	16,662.38	19,907.50	21,598.73	25,064.35	26,701.91
项目	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年1-5月
营业收入	15,343.11	14,200.60	16,016.65	21,860.34	9,998.89
营业成本	8,298.53	8,204.35	9,951.61		
营业利润	3,926.48	3,445.57	2,812.96		
利润总额	4,002.24	3,805.28	2,976.28		
净利润	2,337.08	3,245.13	2,516.73	3,224.90	1,637.56

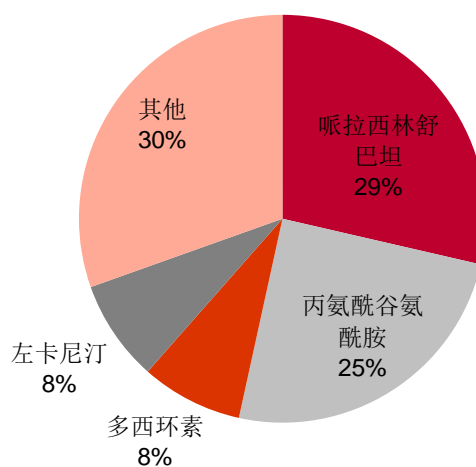
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：海南康力历年营业收入情况（万元）


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3：海南康力历年净利润情况（万元）


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 4：海南康力主要品种构成（2015年）


来源：米内网，中泰证券研究所

图表 5: 中国医药财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	16061	19855	24192	29590	营业收入	25738	32414	40541	50521
现金	3089	3402	3678	3837	营业成本	22703	28717	36054	45208
应收账款	6528	7656	9687	12273	营业税金及附加	73	78	97	121
其他应收款	316	465	582	725	营业费用	858	972	1115	1218
预付账款	509	884	1110	1392	管理费用	627	781	916	1021
存货	4684	6397	7885	9855	财务费用	42	-58	-64	-71
其他流动资产	934	1051	1249	1508	资产减值损失	63	63	63	63
非流动资产	3462	3561	3448	3333	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	15	15	15	15
固定资产	1401	1393	1307	1182	营业利润	1388	1876	2375	2977
无形资产	262	271	275	281	营业外收入	58	58	58	58
其他非流动资产	1799	1898	1866	1870	营业外支出	7	7	7	7
资产总计	19523	23416	27640	32923	利润总额	1439	1927	2426	3029
流动负债	9923	12257	14974	18387	所得税	320	429	540	674
短期借款	668	777	741	753	净利润	1119	1498	1887	2355
应付账款	5574	6318	7932	9946	少数股东损益	171	228	272	335
其他流动负债	3681	5162	6301	7689	归属母公司净利润	948	1270	1615	2020
非流动负债	1917	1978	1979	1978	EBITDA	1576	1981	2484	3085
长期借款	0	0	-0	-1	EPS (元)	0.89	1.19	1.51	1.89
其他非流动负债	1916	1978	1979	1979					
负债合计	11839	14235	16953	20365	主要财务比率				
少数股东权益	804	1033	1305	1639	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
股本	1068	1068	1068	1068	成长能力				
资本公积	2427	2427	2427	2427	营业收入	25.1%	25.9%	25.1%	24.6%
留存收益	3113	4653	5887	7422	营业利润	51.7%	35.2%	26.6%	25.3%
归属母公司股东权益	6879	8149	9382	10918	归属于母公司净利润	54.3%	33.9%	27.1%	25.1%
负债和股东权益	19523	23416	27640	32923	获利能力				
					毛利率(%)	11.8%	11.4%	11.1%	10.5%
现金流量表					净利率(%)	3.7%	3.9%	4.0%	4.0%
					ROE(%)	13.8%	15.6%	17.2%	18.5%
					ROIC(%)	23.5%	23.4%	24.9%	25.3%
经营活动现金流	1004	373	639	571	偿债能力				
净利润	1119	1498	1887	2355	资产负债率(%)	60.6%	60.8%	61.3%	61.9%
折旧摊销	146	163	173	178	净负债比率(%)	5.65%	5.46%	4.37%	3.70%
财务费用	42	-58	-64	-71	流动比率	1.62	1.62	1.62	1.61
投资损失	-15	-15	-15	-15	速动比率	1.14	1.09	1.08	1.07
营运资金变动	-349	-1313	-1466	-2033	营运能力				
其他经营现金流	61	98	124	157	总资产周转率	1.44	1.51	1.59	1.67
投资活动现金流	-416	-229	-9	-10	应收账款周转率	4	4	4	4
资本支出	154	0	0	0	应付账款周转率	4.77	4.83	5.06	5.06
长期投资	-46	0	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	-309	-229	-9	-10	每股收益(最新摊薄)	0.89	1.19	1.51	1.89
筹资活动现金流	-581	169	-353	-403	每股经营现金流(最新摊薄)	0.94	0.35	0.60	0.53
短期借款	-327	109	-36	12	每股净资产(最新摊薄)	6.44	7.63	8.78	10.22
长期借款	-0	-0	-0	-0	估值比率				
普通股增加	56	0	0	0	P/E	28.40	21.20	16.68	13.33
资本公积增加	698	0	0	0	P/B	3.91	3.30	2.87	2.47
其他筹资现金流	-1008	60	-317	-414	EV/EBITDA	16	12	10	8
现金净增加额	13	313	276	159					

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。