

2017年06月07日

中国医药 (600056.SH)

拟收购康力制药持续推进资产注入，内生+外延双轮驱动公司未来几年高速增长

■公司发布公告，公司拟以现金2.86亿元，收购海南通用康力制药54%股权。海南通用康力制药原有持股比例为公司大股东通用技术持有51%、海南康迪医药持有27%、海南康力元药业持有22%，本次公司收购的康力制药54%股权，分别来自中小股东海南康迪医药持有的27%和海南康力元药业持有的22%，及大股东通用技术持有的5%，本次收购完成后，上市公司持有康力制药54%股权，大股东通用技术持有康力制药剩余46%股权。我们预计和判断，本次公司之所以没有一次性收购康力制药全部股权，是由于本次收购以现金交易为主，出于节省资金的角度考虑，公司现行收购外部中小股东持有的康力制药股份，从而避免错失机会，而由于剩余股权在大股东处，从解决同业竞争和集团承诺资产注入的角度考虑，大股东持有的康力制药剩余46%股权有望连同其他承诺待注入资产包括江药集团（主要持有南华医药50%的股权）、血制品资产上海新兴、北京长城制药等适时注入上市公司，届时将对公司形成显著增厚。

■康力制药主要产品以冻干粉针剂、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，拥有7条生产线，并均已通过新版GMP认证，是海南省主要的冻干粉针剂生产基地之一。1) 冻干：主要品种有注射用克林霉素磷酸酯、注射用盐酸多西环素、注射用单硝酸异山梨酯、注射用盐酸多西环素和注射用左卡尼汀；2) 粉针：主要品种有注射用丙氨酰谷氨酰胺；3) 水针：主要品种有氨甲环酸注射液、氟马西尼注射液；4) 青霉素：主要品种有哌拉西林钠他唑巴坦钠、注射用哌拉西林钠舒巴坦钠；5) 抗肿瘤：主要品种有紫杉醇注射液。公司2016年收入2.19亿元，净利润3225万元，2017年1~5月收入1亿元，净利润1638万元，预计全年有望实现3700万元左右。按照2.86亿元收购54%股权对价测算，相当于2016/2017年PE分别为16/14倍，并购后有望带来业绩增厚。与此同时，公司在海南拥有产品和销售能力极强的子公司海南通用三洋，产品线包括多个复合抗生素及瑞舒伐他汀等品种，与康力制药产品线具有一定协同性，我们预计和判断，本次收购完成后，两家公司有望实现在厂区产能、生产、销售及管理方面充分整合与协同，参考公司为河南天方药业带来的强大整合力，康力制药后续增长有望持续发力。

■集团资产注入步伐显著加快，外延式并购值得期待：公司此前放弃集团持有的天施康41%股权（康恩贝控股，公司无法获得控制权）已

公司快报

证券研究报告

医药流通

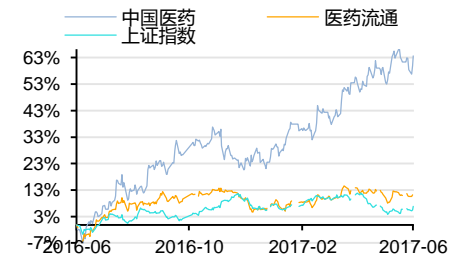
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**35元**
股价(2017-06-07) **25.20元**

交易数据

总市值(百万元)	26,925.84
流通市值(百万元)	25,505.83
总股本(百万股)	1,068.49
流通股本(百万股)	1,012.14
12个月价格区间	14.33/25.58元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.4	19.67	51.53
绝对收益	6.6	16.77	58.56

崔文亮

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040006

cuiwl@essence.com.cn

010-83321412

相关报告

中国医药：1 季度高增长29%符合预期，内生和外延双轮驱动公司未来几年持续保持快速增长/崔文亮	2017-04-27
中国医药：16 年业绩符合预期，高增速低估值商业龙头，真正受益于两票制行业整合/张龙	2017-03-28

经说明集团待注入资产开始得到梳理，为注入铺路，本次公司现行现金收购中小股东持有的康力药业股权并实现控股，充分说明资产注入工作进度开始有了实质性推进。公司此前承诺将集团医药相关资产包括江药集团（持有南华医药 50%的股权）、血制品资产上海新兴、北京长城制药、康力药业剩余 46%股权等，预计合计利润 1 亿元左右，且上海新兴已经于 2016 年下半年获得了凝血 VIII 因子的批文，目前已经开始获得批签发和销售，同时，继福建三明获批新浆站后，上海新兴又在浙江三门获批新浆站，至此，公司吨浆利润将在重磅新产品增量拉动下显著提升，采浆量的提升不仅降低公司单位产品折旧，而且可以推动公司血制品量价齐升“量”的因素快速增长。**因此，即使不考虑其他外延式并购，这部分资产注入完成后，有望在公司原本快速内生增长基础上，再额外贡献 10%以上净利润增速（2016 年净利润 9.5 亿元）。**

■外延式并购预期强烈，有望推助未来增长持续提速：中国医药内部激励和管理早已理顺，在过去 2 年正在全力扩张商业网络，仅 2015 年下半年以来公司就通过并购和新设等方式增加了 7 家商业子公司，分布在北京、广东、河南、江西、湖北、黑龙江等公司传统强势并重点打造的区域。

特别是 2016 年 1 月份，集团为公司委派了新董事长，公司管理更加高效，并加大了外延式并购力度，2016 年 2 月，公司并购了河南新泰丰 70%股权，河南新泰丰 2015 年收入 8.2 亿元，净利润 8693 万元，体量已经非常大，可见公司并购力度之大。

通过外延式并购和新设立分支扩张等方式，医药商业收入规模从 2012 年 61 亿元增加到 2016 年 172 亿元，4 年复合增速 28%，远超行业平均增速，且通过品种优化、费用管控、业务协同等方式利润率还有显著提升，商业净利润增速又进一步远超收入增速。

■未来几年仍有望持续保持较快增长：我们预计，继 2016 年业绩高增长 54%后，公司未来几年仍将保持快速增长，其中，2017 年预计有望达到 35%以上，其中内生性增速贡献 25%~30%。我们已经看到，公司依靠公司内生性增长和内涵式分支扩张持续保持快速增长的强大执行力，在两票制的大背景下，我们判断，像公司这种有资金、有动力、有央企背景优势、且先发制人的公司，将会更显著地取得超越行业平均增速的增长，我们判断，未来几年，公司都有望保持 30%以上快速增长。

■投资建议：我们预计，公司 2017~2019 年净利润 12.8/17/21.6 亿元，同比增长 35%/33%/27%，2017 年/2018 年估值仅 21/16 倍，集团优质医药资产注入是极大概率事件（集团承诺），且分支扩张和外延式并购预期强烈，“内生+外延”双轮驱动下仍将保持快速增长，**我们再次申明将中国医药作为 2017 年首推品种，维持买入-A 投资评级。**6 个月目标价为 35.00 元，相当于 2018 年 22 倍的动态市盈率。

■风险提示：资产注入进度低于预期；公司经营增速不达预期

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	20,570.2	25,737.9	32,154.3	38,614.2	44,923.7
净利润	614.5	948.1	1,276.5	1,703.1	2,162.2
每股收益(元)	0.58	0.89	1.19	1.59	2.02
每股净资产(元)	5.05	6.44	7.01	8.13	9.55
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	43.8	28.4	21.1	15.8	12.5
市净率(倍)	5.0	3.9	3.6	3.1	2.6
净利润率	3.0%	3.7%	4.0%	4.4%	4.8%
净资产收益率	11.4%	13.8%	17.0%	19.6%	21.2%
股息收益率	0.7%	1.1%	1.4%	1.9%	2.4%
ROIC	21.4%	34.8%	33.6%	29.5%	44.5%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	20,570.2	25,737.9	32,154.3	38,614.2	44,923.7	成长性					
减:营业成本	18,051.1	22,702.6	28,115.8	33,636.8	38,966.8	营业收入增长率	15.2%	25.1%	24.9%	20.1%	16.3%
营业税费	50.4	73.4	82.5	101.3	120.4	营业利润增长率	17.7%	51.7%	34.2%	35.3%	26.9%
销售费用	823.7	857.8	1,164.0	1,351.5	1,565.2	净利润增长率	11.7%	54.3%	34.6%	33.4%	27.0%
管理费用	505.6	626.8	776.3	907.4	1,033.2	EBITDA 增长率	11.9%	36.3%	32.5%	30.1%	23.4%
财务费用	67.8	41.8	73.2	41.6	-5.1	EBIT 增长率	11.3%	45.5%	35.4%	32.3%	24.7%
资产减值损失	175.0	62.9	94.9	71.3	60.2	NOPLAT 增长率	11.3%	46.7%	35.7%	32.4%	24.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-9.8%	40.5%	50.7%	-17.3%	45.3%
投资和汇兑收益	18.0	15.0	14.8	15.9	16.5	净资产增长率	10.2%	27.2%	10.4%	17.3%	18.8%
营业利润	914.5	1,387.6	1,862.6	2,520.2	3,199.3	利润率					
加:营业外净收支	17.3	51.2	29.0	32.5	37.5	毛利率	12.2%	11.8%	12.6%	12.9%	13.3%
利润总额	931.9	1,438.7	1,891.5	2,552.7	3,236.9	营业利润率	4.4%	5.4%	5.8%	6.5%	7.1%
减:所得税	213.1	320.1	418.0	563.6	713.1	净利润率	3.0%	3.7%	4.0%	4.4%	4.8%
净利润	614.5	948.1	1,276.5	1,703.1	2,162.2	EBITDA/营业收入	5.6%	6.1%	6.5%	7.0%	7.4%
						EBIT/营业收入	4.8%	5.6%	6.0%	6.6%	7.1%
						运营效率					
						固定资产周转天数	27	20	15	11	9
						流动资产周转天数	56	48	55	53	52
						流动营业资本周转天数	216	205	201	194	193
						应收账款周转天数	81	82	81	81	82
						存货周转天数	72	62	71	68	66
						总资产周转天数	266	250	238	224	217
						投资资本周转天数	59	54	63	58	55
						投资回报率					
						ROE	11.4%	13.8%	17.0%	19.6%	21.2%
						ROA	4.4%	5.7%	6.4%	7.9%	8.6%
						ROIC	21.4%	34.8%	33.6%	29.5%	44.5%
						费用率					
						销售费用率	4.0%	3.3%	3.6%	3.5%	3.5%
						管理费用率	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%	2.3%
						财务费用率	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%
						三费/营业收入	6.8%	5.9%	6.3%	6.0%	5.8%
						偿债能力					
						资产负债率	62.6%	60.6%	63.2%	60.3%	59.5%
						负债权益比	167.6%	154.1%	171.7%	151.9%	146.9%
						流动比率	1.64	1.62	1.58	1.67	1.70
						速动比率	1.13	1.15	0.94	1.17	1.05
						利息保障倍数	14.50	34.23	26.44	61.59	-627.90
						分红指标					
						DPS(元)	0.17	0.27	0.36	0.48	0.61
						分红比率	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
						股息收益率	0.7%	1.1%	1.4%	1.9%	2.4%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	718.8	1,118.7	1,276.5	1,703.1	2,162.2	EPS(元)	0.58	0.89	1.19	1.59	2.02
加:折旧和摊销	174.5	146.3	143.7	143.7	143.7	BVPS(元)	5.05	6.44	7.01	8.13	9.55
资产减值准备	175.0	62.9	-	-	-	PE(X)	43.8	28.4	21.1	15.8	12.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.0	3.9	3.6	3.1	2.6
财务费用	73.5	50.9	73.2	41.6	-5.1	P/FCF	25.3	-39.9	-359.8	21.0	104.7
投资损失	-18.0	-15.0	-14.8	-15.9	-16.5	P/S	1.3	1.0	0.8	0.7	0.6
少数股东损益	104.3	170.5	197.0	285.9	361.6	EV/EBITDA	12.7	11.4	12.6	8.8	7.4
营运资金的变动	-22.7	-314.5	-2,395.3	1,020.1	-2,664.5	CAGR(%)	40.4%	31.2%	33.9%	40.4%	31.2%
经营活动产生现金流量	1,022.3	1,004.0	-719.7	3,178.6	-18.5	PEG	1.1	0.9	0.6	0.4	0.4
投资活动产生现金流量	-45.9	-416.3	23.6	20.0	10.8	ROIC/WACC	2.1	3.4	3.3	2.9	4.3
融资活动产生现金流量	-104.6	-581.4	179.2	-2,153.4	-16.0	REP	2.2	1.2	1.2	1.5	0.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

崔文亮声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034