

公司研究/季报点评

2018年05月01日

医药生物/医药商业 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 20.46
合理价格区间(元): 30.45~31.97

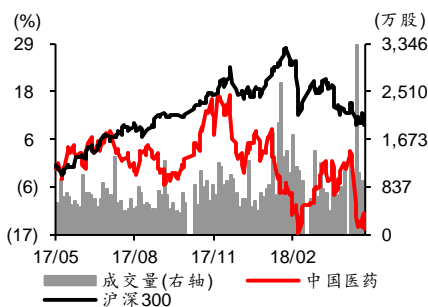
代雯 执业证书编号: S0570516120002
研究员 021-28972078
daiwen@htsc.com

孔垂岩 021-38476695
联系人 kongchuiyan@htsc.com

相关研究

- 1《中国医药(600056,买入): 业绩略超预期, 工商贸一体化发展》2018.04
- 2《中国医药(600056,买入): 关键承诺仍将履行, 注入稳步推进》2018.03
- 3《中国医药(600056,买入): 收购齐市中瑞, 拉开 18 年并购序幕》2018.02

一年内股价走势图



资料来源: Wind

CSO 业务蓄势待发，商业并购加速

中国医药(600056)

业绩略低于预期

中国医药 4 月 27 日发布 2018 一季报，1Q18 实现营业收入 65.84 亿元（-1.20%），归母净利润 4.27 亿元（+29.22%），扣非归母净利润 3.80 亿元（+15.33%），业绩略低于预期。在“两票制”和工业板块销售模式切换影响下，公司净利润增长略有放缓。但我们继续看好公司全国 CSO 模式，以及内生和外延驱动力，保持目标价 30.45-31.97 元不变，维持“买入”评级。

工业：西藏中健处于整合建设期

我们估计 1Q18 公司工业业务出货量与去年同期基本持平：1) 2017 年底成立西藏中健，公司目标 18 年将工业自产化学制剂和中药交由西藏中健销售，1Q18 处于过渡期，销售增速略有下降，2Q18 有望好转；2) 受到三洋扩产技改影响，及处于控价考虑，原料药 1Q18 出货量略有下降。随着西藏中健代理销售业务稳步开展，我们预计公司 18 年工业净利润增速或突破 35%。

商业：并购提速推进区域扩张战略

“两票制”全国全面推行，我们估计公司 1Q18 商业调拨业务占比下降到 30% 以下，业务结构逐步获得优化。在管理层持续推进和董事会支持下，公司在 18 年至今已完成对齐市中瑞和沈阳铸盈收购，并购明显提速，区域扩张战略得到有效贯彻。我们预测仅齐市中瑞和沈阳铸盈的收购在 2018 年即可贡献 2500 万元左右归母净利润。在内生和外延双重驱动下，我们预计 18 年公司商业净利润同比增长 15-20%。

贸易：聚焦高毛利医药主业

贸易板块业务结构进一步优化，摒弃低毛利业务，重点发展高毛利的医药业务，我们估计公司 1Q18 贸易板块净利润增速超过 30%，并为公司经营提供稳定的现金流。我们预计 18 年公司贸易净利润同比增长 15-20%。

内生和外延双轮驱动，维持“买入”评级

我们预计公司 18-20 年归母净利润分别为 16.27/20.47/24.84 亿元，对应 EPS 分别为 1.52/1.92/2.32 元，同比增长 25%/26%/21%，当前股价对应 2018-20 年 PE 估值为 13x/11x/9x。考虑到公司工商贸一体化协同发展，我们给予公司 18 年 20x-21x 的 PE 估值，保持目标价 30.45-31.97 元不变，维持“买入”评级。

风险提示：药品招标降价超预期；CSO 网络推进不及预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	1,068
流通 A 股(百万股)	1,012
52 周内股价区间(元)	20.12-28.42
总市值(百万元)	21,861
总资产(百万元)	21,572
每股净资产(元)	7.66

资料来源: 公司公告

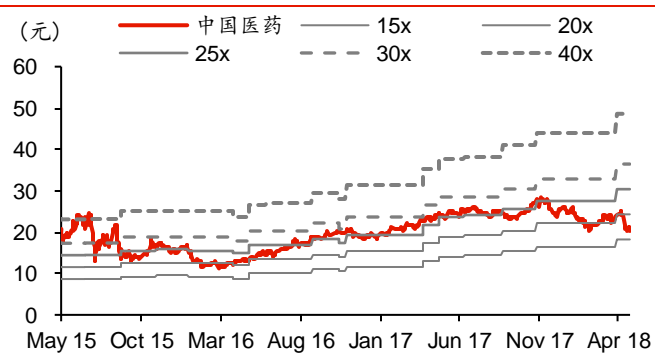
经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	25,946	30,102	34,860	40,045	45,381
+/-%	26.13	16.02	15.81	14.87	13.33
归属母公司净利润(百万元)	949.69	1,299	1,627	2,047	2,484
+/-%	54.56	36.73	25.28	25.83	21.35
EPS(元, 最新摊薄)	0.89	1.22	1.52	1.92	2.32
PE(倍)	23.02	16.84	13.44	10.68	8.80

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

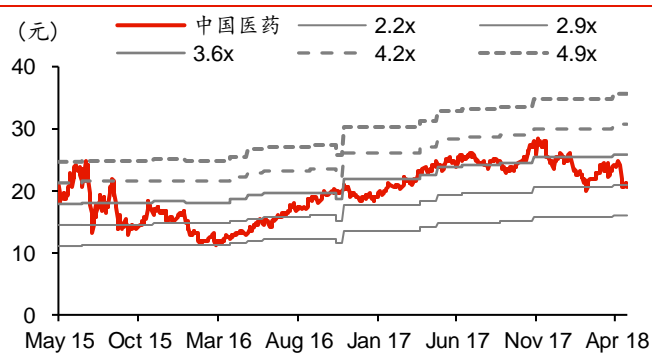
PE/PB - Bands

图表 1: 中国医药历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 2: 中国医药历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	16,061	17,354	20,507	24,273	28,470
现金	3,089	3,338	4,421	5,892	7,731
应收账款	6,528	7,558	8,752	10,054	11,393
其他应收账款	316.17	684.23	792.38	910.22	1,032
预付账款	508.71	495.77	564.86	644.00	725.23
存货	4,684	4,468	5,077	5,777	6,494
其他流动资产	934.47	811.02	899.71	996.34	1,096
非流动资产	3,462	3,832	3,762	3,701	3,652
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	1,401	1,623	1,583	1,535	1,479
无形资产	261.55	284.63	306.32	326.69	345.83
其他非流动资产	1,799	1,925	1,872	1,839	1,827
资产总计	19,523	21,186	24,269	27,974	32,122
流动负债	9,923	10,391	11,930	13,692	15,503
短期借款	668.00	669.90	775.78	891.16	1,010
应付账款	5,574	6,016	6,854	7,815	8,800
其他流动负债	3,681	3,705	4,300	4,986	5,693
非流动负债	1,917	1,911	1,911	1,911	1,911
长期借款	0.47	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1,916	1,911	1,911	1,911	1,911
负债合计	11,839	12,302	13,842	15,603	17,414
少数股东权益	804.26	1,124	1,430	1,815	2,282
股本	1,068	1,068	1,068	1,068	1,068
资本公积	2,427	2,278	2,554	2,554	2,554
留存公积	3,113	4,137	5,374	6,933	8,803
归属母公司股	6,879	7,759	8,997	10,556	12,426
负债和股东权益	19,523	21,186	24,269	27,974	32,122

现金流量表

会计年度(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	1,004	509.18	1,553	2,048	2,554
净利润	949.69	1,299	1,627	2,047	2,484
折旧摊销	146.29	189.65	205.85	214.32	222.62
财务费用	40.84	92.81	70.37	69.89	66.58
投资损失	(14.95)	(205.07)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	(361.14)	(1,171)	(702.82)	(720.91)	(741.79)
其他经营现金	243.31	304.62	372.72	457.56	542.46
投资活动现金	(416.32)	120.83	(115.27)	(133.98)	(153.24)
资本支出	153.71	108.65	125.82	144.54	163.80
长期投资	46.02	(205.90)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	216.59	(23.58)	(10.56)	(10.56)	(10.56)
筹资活动现金	(581.45)	(504.03)	(354.70)	(442.55)	(561.92)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(581.45)	(504.03)	(354.70)	(442.55)	(561.92)
现金净增加额	6.27	125.98	1,083	1,471	1,839

利润表

会计年度(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	25,946	30,102	34,860	40,045	45,381
营业成本	22,843	25,791	29,386	33,503	37,728
营业税金及附加	75.85	101.64	117.70	135.21	153.23
营业费用	871.94	1,591	2,017	2,317	2,626
管理费用	645.07	641.56	742.97	840.94	953.00
财务费用	40.84	92.81	70.37	69.89	66.58
资产减值损失	62.91	114.33	66.85	72.68	75.40
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(14.95)	(205.07)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
营业利润	1,421	2,005	2,510	3,157	3,830
营业外收入	64.82	5.36	5.36	5.36	5.36
营业外支出	8.34	12.84	12.84	12.84	12.84
利润总额	1,478	1,998	2,503	3,150	3,822
所得税	327.91	455.29	570.38	717.72	870.97
净利润	1,150	1,543	1,933	2,432	2,951
少数股东损益	200.00	244.15	305.87	384.88	467.06
归属母公司净利润	949.69	1,299	1,627	2,047	2,484
EBITDA	1,650	2,157	2,794	3,454	4,134
EPS (元, 基本)	0.89	1.22	1.52	1.92	2.32

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	26.13	16.02	15.81	14.87	13.33
营业利润	55.39	41.12	25.18	25.76	21.30
归属母公司净利润	54.56	36.73	25.28	25.83	21.35
获利能力 (%)					
毛利率	11.96	14.32	15.70	16.34	16.86
净利率	3.66	4.31	4.67	5.11	5.47
ROE	15.47	17.74	19.42	20.94	21.62
ROIC	25.70	26.51	31.18	35.77	39.72
偿债能力					
资产负债率 (%)	60.64	58.07	57.04	55.78	54.21
净负债比率 (%)	5.65	5.45	5.61	5.71	5.80
流动比率	1.62	1.67	1.72	1.77	1.84
速动比率	1.15	1.24	1.29	1.35	1.42
营运能力					
总资产周转率	1.45	1.48	1.53	1.53	1.51
应收账款周转率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款周转率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.89	1.22	1.52	1.92	2.32
每股经营现金流(最新摊薄)	0.94	0.48	1.45	1.92	2.39
每股净资产(最新摊薄)	6.44	7.26	8.42	9.88	11.63
估值比率					
PE (倍)	23.02	16.84	13.44	10.68	8.80
PB (倍)	3.18	2.82	2.43	2.07	1.76
EV_EBITDA (倍)	15.39	11.77	9.09	7.35	6.14

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com