

公司研究/公告点评

2018年05月30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): 22.19
合理价格区间(元): 31.10~32.66

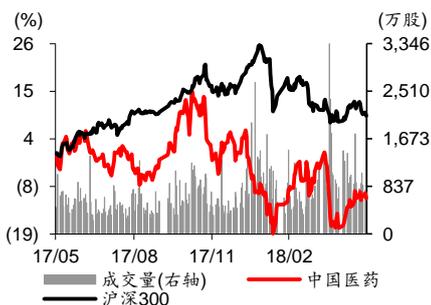
代雯 执业证书编号: S0570516120002
研究员 021-28972078
daiwen@htsc.com

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

相关研究

- 1《中国医药(600056,买入): CSO 业务蓄势待发, 商业并购加速》2018.05
- 2《中国医药(600056,买入): 业绩略超预期, 工商贸一体化发展》2018.04
- 3《中国医药(600056,买入): 关键承诺仍将履行, 注入稳步推进》2018.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

承诺兑现, 资产注入即将落地

中国医药(600056)

收购关联方股权, 兑现避免同业竞争承诺

中国医药5月29日发布公告,公司拟分别以0.25亿元和2.52亿元收购关联方长城制药51%股权和上海新兴26.61%股权(之前已收购上海新兴24.39%股权),实现对长城制药和上海新兴的控股,从而兑现此前避免同业竞争承诺。该交易已通过董事会审议,且无需提交股东大会审议。我们认为本次收购进一步增强公司工业业务实力,丰富产品种类,增厚利润。我们上调目标价至31.10-32.66元,维持“买入”评级。

上海新兴: 产能有望扩大, 利润稳定增长

上海新兴主营血液制品生产和销售,拥有11个品种、30个规格的血制品。上海新兴下设4个血浆站,目前年收购血浆100吨,目标未来达到150吨。2017年上海新兴盈利5771万元,当前收购价格对应2017年PE为16x。我们预计随着产能提高,2018年其有望实现净利润8000-9000万元。当收购完成后,公司生物制品产品线进一步扩展,同时盈利能力增强。

长城制药: 纳入公司CSO体系, 销售或可实现突破

长城制药产品包含7种剂型、54个品种。长城制药从2015年8月开始停产进行GMP改造,2016年9月完成,2016年底逐步恢复生产,在2017年实现扭亏。由于长城制药原客户多为军队,因此缺少销售团队。在注入完成之后,为改变这种情况,公司计划将其产品纳入西藏中健的全国CSO体系中,助其潜力品种实现放量销售。

公司2018年业绩有望继续稳健增长

我们对公司2018年业绩增长保持乐观: 1) 工业: 西藏中健CSO体系建设稳步推进,销售模式转换过程逐渐完成,我们预计公司工业业务有望从2Q18增长加速,2018全年工业净利润增速或近30%; 2) 商业: 公司多点出击,2018年至今公司不仅完成两起并购,而且也在河南省设立多个分公司,加大空白市场布局,在内生和外延驱动下,我们预计2018年公司商业板块利润增速有望达到25%; 3) 贸易: 集中资源发展高毛利业务,我们预计2018年公司贸易板块净利润增速超过15%。

增长快+估值低, 维持“买入”评级

假设收购年内完成(需追溯),我们调整盈利预测,预计公司2018-20年归母净利润分别为16.62/20.78/25.12亿元(前值是16.27/20.47/24.84亿元),对应EPS为1.56/1.94/2.35元,同比增长25%/25%/21%。当前股价对应2018-20年PE估值是14x/11x/9x,估值较低。考虑到公司工商贸一体化协同优势,以及全国CSO网络的领先布局,我们给予公司2018年20x-21x的PE估值(可比公司2018年平均PE估值为19x),上调目标价至31.10-32.66元,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)	23,710
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)	25,738	30,367	36,372	42,787	48,524
+/-%	25.12	17.99	19.78	17.64	13.41
归属母公司净利润(百万元)	948.21	1,328	1,662	2,078	2,512
+/-%	54.32	40.06	25.12	25.03	20.92
EPS(元,最新摊薄)	0.89	1.24	1.56	1.94	2.35
PE(倍)	25.00	17.85	14.27	11.41	9.44

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

估值

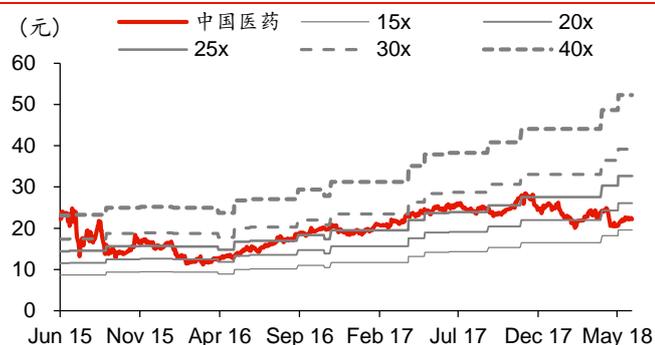
图表1：可比公司估值

公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 CAGR (%)	P/E (x)				PEG
	2018/5/29			2018E-2020E	2017A	2018E	2019E	
上海医药	25.55	491	14.1	21x	18x	16x	14x	1.28
九州通	18.67	351	16.2	24x	25x	20x	15x	1.53
嘉事堂	21.93	55	25.5	21x	16x	12x	11x	0.61
南京医药	5.56	58	19.9	24x	19x	15x	14x	0.96
国药一致	52.95	213	15.1	21x	19x	16x	14x	1.24
平均		233	18.2	22x	19x	16x	14x	1.12
中国医药	22.19	237	23.7	18x	14x	11x	9x	0.60

注：除中国医药外，其余可比公司估值均采用 Wind 一致性预期；PEG=2018E PE/归母净利润 CAGR (2018E-2020E)；定价日是 2018 年 5 月 29 日；

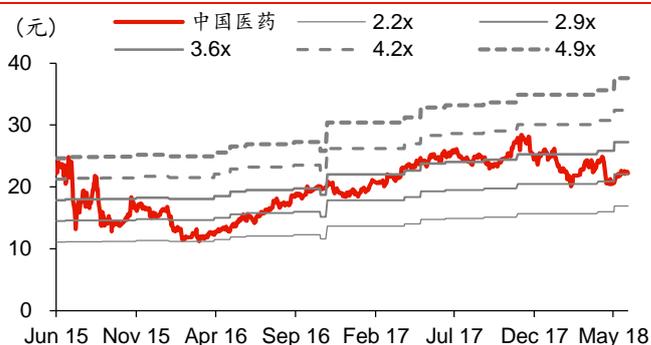
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：中国医药历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3：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	21,427	26,186	31,215
现金	3,089	3,338	4,823	6,713	9,198
应收账款	6,528	7,558	9,052	10,649	12,076
其他应收账款	316.17	684.23	819.55	964.08	1,093
预付账款	508.71	495.77	589.10	691.30	780.79
存货	4,684	4,468	5,222	6,128	6,920
其他流动资产	934.47	811.02	921.98	1,041	1,147
非流动资产	3,462	3,832	3,766	3,714	3,674
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	1,401	1,623	1,584	1,536	1,480
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	1,876	1,852	1,849
资产总计	19,523	21,186	25,193	29,900	34,889
流动负债	9,923	10,391	12,395	14,598	16,560
短期借款	668.00	669.90	802.38	943.88	1,070
应付账款	5,574	6,016	7,149	8,389	9,475
其他流动负债	3,681	3,705	4,444	5,265	6,014
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	14,307	16,509	18,471
少数股东权益	804.26	1,124	1,465	1,892	2,407
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	5,799	7,876	10,388
归属母公司股东权益	6,879	7,759	9,421	11,499	14,011
负债和股东权益	19,523	21,186	25,193	29,900	34,889

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	1,545	1,960	2,586
净利润	948.21	1,328	1,662	2,078	2,512
折旧摊销	146.29	189.65	205.86	214.33	222.67
财务费用	41.76	91.15	71.43	69.59	64.04
投资损失	(14.95)	(205.07)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	(361.14)	(1,171)	(795.59)	(893.66)	(788.25)
其他经营现金	243.87	276.77	421.35	512.28	594.87
投资活动现金	(416.32)	120.83	(119.58)	(142.53)	(163.06)
资本支出	153.71	108.65	130.14	153.09	173.61
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)	60.39	71.91	62.52
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)	60.39	71.91	62.52
现金净增加额	6.27	125.98	1,486	1,890	2,485

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	25,738	30,367	36,372	42,787	48,524
营业成本	22,703	25,915	30,794	36,136	40,814
营业税金及附加	73.42	104.85	125.58	147.73	167.54
营业费用	857.77	1,611	1,929	2,182	2,426
管理费用	626.82	694.43	831.76	978.45	1,110
财务费用	41.76	91.15	71.43	69.59	64.04
资产减值损失	62.89	114.99	80.38	85.97	79.37
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	1,388	2,072	2,591	3,238	3,914
营业外收入	58.43	7.38	7.38	7.38	7.38
营业外支出	7.26	13.09	13.09	13.09	13.09
利润总额	1,439	2,066	2,585	3,232	3,909
所得税	320.09	465.62	582.60	728.42	880.82
净利润	1,119	1,601	2,003	2,504	3,028
少数股东损益	170.51	272.51	340.97	426.31	515.50
归属母公司净利润	948.21	1,328	1,662	2,078	2,512
EBITDA	1,618	2,222	2,888	3,548	4,220
EPS (元, 基本)	0.89	1.24	1.56	1.94	2.35

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	25.12	17.99	19.78	17.64	13.41
营业利润	51.73	49.31	25.05	24.97	20.88
归属母公司净利润	54.32	40.06	25.12	25.03	20.92
获利能力 (%)					
毛利率	11.79	14.66	15.34	15.54	15.89
净利率	3.68	4.37	4.57	4.86	5.18
ROE	15.44	18.14	19.34	19.86	19.70
ROIC	25.16	27.46	32.24	36.08	39.28
偿债能力					
资产负债率 (%)	60.64	58.07	56.79	55.22	52.94
净负债比率 (%)	5.65	5.45	5.61	5.72	5.80
流动比率	1.62	1.67	1.73	1.79	1.89
速动比率	1.15	1.24	1.31	1.37	1.47
营运能力					
总资产周转率	1.44	1.49	1.57	1.55	1.50
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	1.24	1.56	1.94	2.35
每股经营现金流(最新摊薄)	0.94	0.48	1.45	1.83	2.42
每股净资产(最新摊薄)	6.44	7.26	8.82	10.76	13.11
估值比率					
PE (倍)	25.00	17.85	14.27	11.41	9.44
PB (倍)	3.45	3.06	2.52	2.06	1.69
EV_EBITDA (倍)	14.66	10.67	8.21	6.68	5.62

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、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：91320000704041011J。

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 10 63211166/传真：86 10 63211275

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