



新股询价

002788.CH

预计发行价：人民币 18.65

目标价格：人民币 22.68-27.21

目标价格基础：2015年市盈率 25-30 倍

板块评级：增持

鹭燕医药

深耕福建的区域医药商业龙头

鹭燕医药系福建省最大的医药流通企业。公司拥有辐射福建全省的分销和物流配送网络，业务以对二级以上医疗机构的纯销为最主要业务模式。公司在福建省医药零售领域亦处于领先地位。公司拥有直营零售药店 128 家，下属门店家数在福建省零售连锁药店中位列第四，在厦门市零售连锁药店中位列第一。公司现有股本 9,611.88 万股，按照新发股份 3,205 万股计算，公司发行后总股本为 12,816.88 万股。我们预计公司 2015-17 年全面摊薄每股收益 0.907 元、1.084 元和 1.289 元，2015-17 年业绩增速分别为 6.41%、19.00%、19.00%。参考 A 股可比公司估值，我们基于 25-30 倍 2015 年每股收益，给予目标价区间 22.68-27.21 元。按照本次发行规则，预计发行价格为 18.65 元。

报告要点

- **福建省医药流通的龙头企业。**公司现为福建省最大的医药流通企业，主要以福建省为目标市场，以药品、中药饮片、医疗器械和疫苗等分销及医药零售连锁为主营业务，以对二级以上医院的纯销为最主要业务模式。公司经营的药品、中药饮片、医疗器械和疫苗等品种品规达 38,693 种，拥有上游供应商 2,892 家及下游客户 10,481 家，对福建省内二级以上医院的覆盖率达到 100%。
- **医药分销业务：**公司立足省内深耕，通过并购省外企业实施跨区域经营的战略布局。我国医药流通行业市场规模持续扩大，经过兼并整合已形成“全国+区域寡头”的竞争格局。公司将继续深耕渠道，巩固和扩大福建省内医药分销业务的市场份额。在福建省内的行业管理经验、品牌效应、客户积累等方面均达到较高水平时，择机将业务拓展到省外医药流通市场。
- **医药零售业务：**公司拓展零售连锁终端网络，增强批零一体化实力。公司目前零售直营门店共有 128 家，下属门店家数在福建省零售连锁药店中位列第四，在厦门市位列第一。公司在现有零售连锁经营业务和成熟的管理体系的基础上，未来拟在厦门地区新增 80 家门店，并通过并购、新设等方式在福州、泉州等福建省内其它重点区域积极推进“横向”扩展布局，提升规模经济效应，强化公司在福建地区的零售连锁药店领先地位。
- **高议价能力使得公司毛利率高于行业平均毛利率。**作为福建省医药分销业务领先企业，公司终端覆盖能力强，在与供应商谈判时具有较强的议价能力，公司的医药商业毛利率高于同行业上市公司平均水平。

主要风险

- 回款压力增大的风险；药品招标及配送政策变化的风险。

估值

- 预计公司 2015-17 年全面摊薄每股收益 0.907 元、1.084 元和 1.289 元。基于 25-30 倍 2015 年全面摊薄每股收益，给予目标价区间 22.68-27.21 元。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	5,520	6,300	6,990	7,979	8,859
变动(%)	18	14	11	14	11
净利润(人民币 百万)	108	109	116	139	165
全面摊薄每股收益(人民币)	1.127	1.137	0.907	1.084	1.289
变动(%)	20	1	(20)	19	19
每股现金流量(人民币)	(23.4)	10.1	13.7	19.0	11.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.2	11.7	11.0	11.6	9.8
每股股息(人民币)	0.450	0.110	0.272	0.325	0.387

资料来源：公司数据、中银证券

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

医药：商业

王军

(8621)20328310

jun.wang_sh@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001

目录

投资摘要.....	3
公司概况.....	4
医药分销业务：深耕省内巩固龙头地位，布局省外着眼长期发展	6
医药零售连锁业务：借助零批一体化优势，继续扩大规模.....	9
收缩疫苗流通业务.....	10
公司盈利能力分析.....	11
募投项目分析.....	13
研究报告中所提及的有关上市公司	15

投资摘要

鹭燕（福建）药业股份有限公司系福建省最大的医药流通企业，主营业务为药品、中药饮片、医疗器械、疫苗等分销及医药零售连锁。公司建立了辐射福建全省的分销和物流配送网络，并与国内外众多医药生产厂商和福建省医疗机构客户建立了长期、稳定的合作关系。公司坚持以对医药分销业务价值链中最重要终端——二级以上医疗机构的纯销为最主要业务模式。2014 年 8 月，公司入选福建省 2014 年医疗机构药品集中采购之 10 家全省公立医疗机构基本药物配送企业，且得分排名第一。2014 年 12 月公司子公司福建中宏成为福建省首家获得第三方药品物流资质的企业。公司在福建省医药零售领域亦处于领先地位。公司拥有直营零售药店 128 家，下属门店家数在福建省零售连锁药店中位列第四，在厦门市零售连锁药店中位列第一。

公司在省内拥有全面、直接的终端覆盖网络。公司基本覆盖了福建省全省包含乡镇卫生院（社区医院）在内的各级医疗机构，截至 2015 年 4 月，公司对福建省内三级医院覆盖数量 73 家，覆盖率为 100%；二级医院覆盖数量 214 家，覆盖率为 100%；基层医疗机构覆盖数量 1,486 家，覆盖率为 89.14%。未来，公司将按照第四阶段业务发展模式开展经营活动，就在福建省内的经验在国内其他地区进行有选择性的复制以实现可持续发展。

2012 年至 2014 年，公司医药零售业务销售额（含税）分别为 17,872.37 万元、19,618.87 元和 22,594.94 万元，公司 2012 年度、2013 年度零售业务销售额比福建惠好四海医药连锁有限公司略低。公司未来将借助零批一体化优势，通过收购兼并或新设的方式，积极布局零售业务的营销网络；并通过建立电子商务为特色的信息交易模式，提升公司零售业务的规模经济效应、品牌形象和竞争力。

2012-2014 年公司的营业收入和净利润持续增长，主要得益于主营业务的持续增长。2013 年和 2014 年，营业收入同比增长 17.76% 和 14.13%，净利润同比增长 19.41% 和 1.70%。公司的业务包括药品纯销、药品调度、疫苗分销、医药零售。药品纯销是在公司收入中的占比最大，2014 年占 84.96%，是公司的主要业务形态。

公司现有股本 9,611.88 万股，按照新发股份 3,205 万股计算，公司发行后总股本为 12,816.88 万股。我们预计公司 2015-17 年全面摊薄每股收益 0.907 元、1.084 元和 1.289 元，2015-17 年业绩增速分别为 6.41%、19.00%、19.00%。参考 A 股可比公司估值（参照图表 2），我们基于 25-30 倍 2015 年每股收益，给予目标价区间 22.68-27.21 元。按照本次发行规则，预计发行价格为 18.65 元。

图表 1. 可比上市公司估值比较

股票名称	收盘价(元)	每股收益(元)			净利润增速(%)			市盈率(倍)		
		2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E
国药一致	66.15	1.80	2.11	2.55	25.36	17.29	20.66	36.75	31.35	25.94
英特集团	16.25	0.32	0.56	0.65	(11.67)	126.14	16.89	50.78	29.02	25.00
华东医药	67.65	1.74	2.66	3.38	31.60	52.72	26.98	38.88	25.43	20.01
南京医药	7.14	0.14	0.21	0.30	233.19	49.34	37.97	51.00	34.00	23.80
国药股份	27.69	1.01	1.13	1.33	17.29	11.88	18.22	27.42	24.50	20.82
九州通	14.58	0.34	0.41	0.51	17.32	20.32	24.66	42.88	35.56	28.59
上海医药	15.29	0.96	1.10	1.26	17.06	13.85	14.68	15.93	13.90	12.13
平均值								37.66	27.68	22.33
鹭燕医药		0.91	1.08	1.29	6.41	19.00	19.00			

资料来源：万得资讯、中银证券

注：收盘价以 2016 年 1 月 26 日为准

公司概况

鹭燕（福建）药业股份有限公司系福建省最大的医药流通企业，主营业务为药品、中药饮片、医疗器械、疫苗等分销及医药零售连锁。公司建立了辐射福建全省的分销和物流配送网络，并与国内外众多医药生产厂商和福建省医疗机构客户建立了长期、稳定的合作关系。公司坚持以对医药分销业务价值链中最重要终端——二级以上医疗机构的纯销为最主要业务模式。

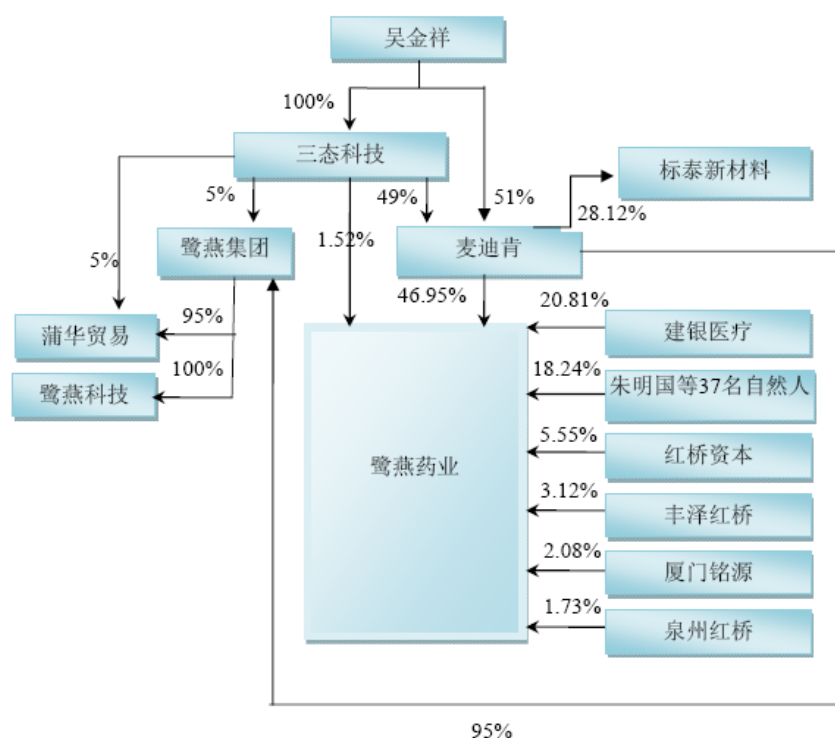
2014年8月，公司入选福建省2014年医疗机构药品集中采购之10家全省公立医疗机构基本药物配送企业，且得分排名第一。2014年12月公司子公司福建中宏成为福建省首家获得第三方药品物流资质的企业。

公司在福建省医药零售领域亦处于领先地位。公司拥有直营零售药店128家，下属门店家数在福建省零售连锁药店中位列第四，在厦门市零售连锁药店中位列第一。

公司股权结构

此次IPO前，公司董事长兼总经理吴金祥通过控股麦迪肯及三态科技，控制公司48.47%的股权，为公司实际控制人。

图表 2. 公司 IPO 前股权结构



资料来源：公司招股说明书，中银证券

收入及利润增长情况

2012-2014年公司的营业收入和净利润持续增长，主要得益于主营业务的持续增长。2013年和2014年，营业收入同比增长17.76%和14.13%，净利润同比增长19.41%和1.70%。

图表 3. 公司收入和利润增速

项目	2014 年度		2013 年度		2012 年度
	金额(万元)	增幅(%)	金额(万元)	增幅(%)	金额(万元)
营业收入	629,980.17	14.13	551,975.22	17.76	468,735.24
其中：主营业务收入	628,769.85	14.22	550,470.55	17.58	468,156.65
其他业务收入	1,210.32	(19.56)	1,504.67	160.06	578.59
营业利润	14,618.13	0.45	14,552.20	19.96	12,131.29
利润总额	15,188.51	3.13	14,727.43	19.50	12,324.10
净利润	11,097.23	1.70	10,911.62	19.41	9,137.69

资料来源：公司招股说明书，中银证券

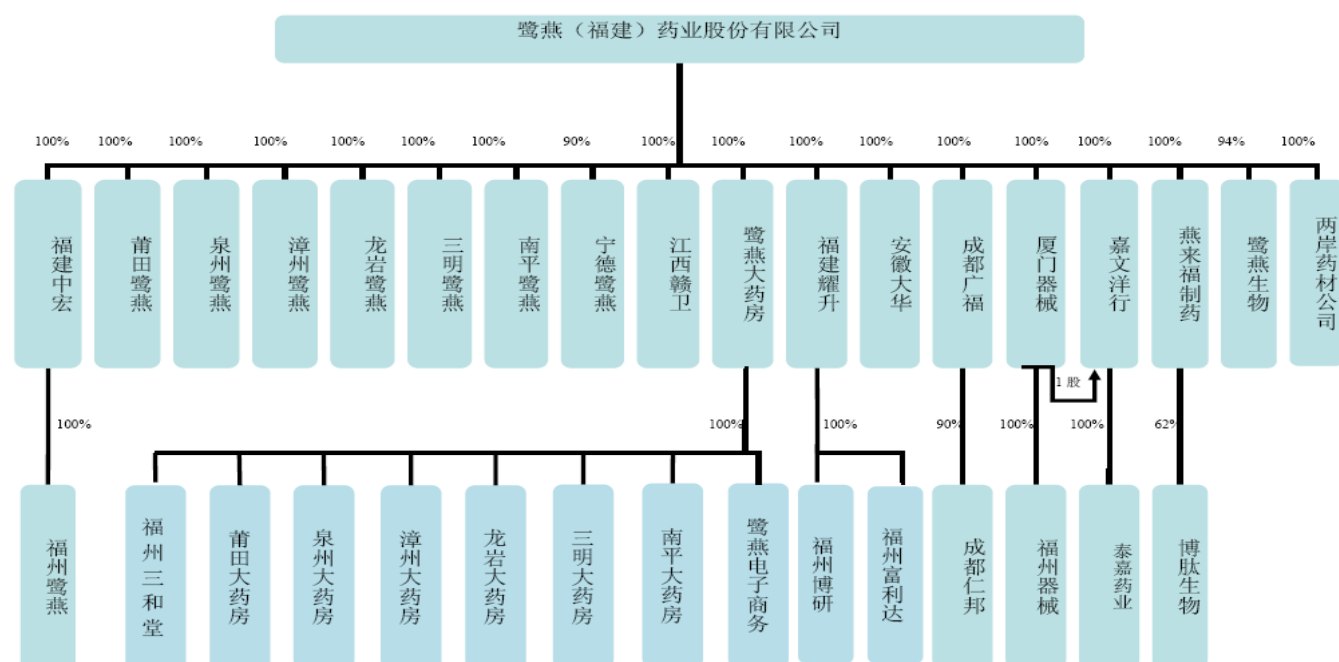
公司的业务包括药品纯销、药品调度、疫苗分销、医药零售。药品纯销是在公司收入中的占比最大，2014 年占 84.96%，是公司的主要业务形态。

图表 4. 公司主营业务按细分行业分类

项目	2014 年度		2013 年度		2012 年度	
	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)
医药分销	602,272.16	95.79	528,224.57	95.96	448,393.60	95.78
其中：纯销	534,222.52	84.96	456,027.40	82.84	380,976.94	81.38
调拨	39,591.94	6.30	38,598.90	7.01	47,485.71	10.14
疫苗分销	28,457.69	4.53	33,598.27	6.10	19,930.95	4.26
医药零售	19,728.56	3.14	16,999.34	3.09	15,494.14	3.31
工业	6,769.13	1.08	5,246.64	0.95	4,268.92	0.91
合计	628,769.85	100.00	550,470.55	100.00	468,156.65	100.00

资料来源：公司招股说明书，中银证券

公司拥有控股和参股子公司 33 个。

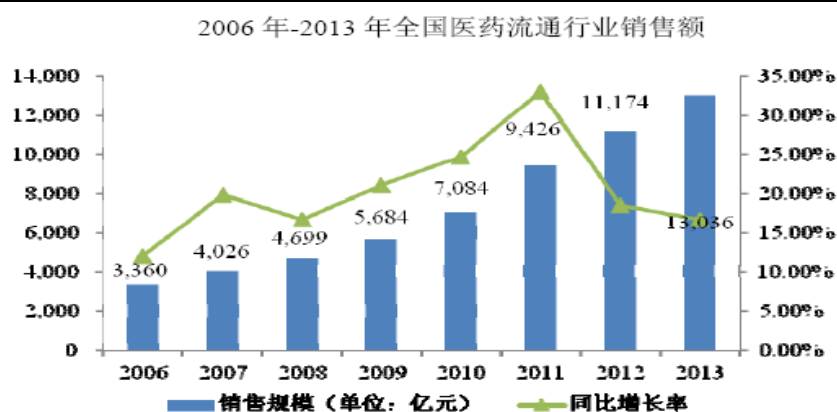
图表 5. 公司控股及参股子公司


资料来源：公司招股说明书，中银证券

医药分销业务：深耕省内巩固龙头地位，布局省外着眼长期发展

我国医药流通行业市场规模持续扩大。根据商务部市场秩序司统计，2013年，我国药品流通行业销售总额达到13,036亿元，同比增长16.7%，其中医药零售市场销售总额2,607亿元，同比增长12%。根据IMSHealth预测，我国药品市场还将继续保持快速增长，2014-2018年，年复合增长率将达到10-13%。到2020年，我国将成为仅次于美国的第二大药品市场，市场容量将达到现有规模的4倍，医药流通行业的市场规模亦将持续扩大。

图表6 我国医药流通行业增速



资料来源：公司招股说明书，中银证券

根据《福建省统计年鉴》的统计数据显示，2012年福建省药品及医疗器械分销市场的规模为328亿元，比2011年增长18.03%；2013年福建省药品及医疗器械分销市场的规模为394亿元，比2012年增长20.11%。

我国医药流通行业经过兼并整合已形成“全国+区域寡头”的竞争格局，随着医改的深入以及国家对医药流通行业调控的加强，行业集中度进一步提高。根据中国医药商业协会和商务部的统计资料，2003年-2013年，我国前三大医药分销商的合计市场份额由12.7%增至29.7%；前十大医药分销商的合计市场份额由26.1%增至36.27%，行业集中度大幅提升。

公司是福建省医药商业龙头企业，业务以医院纯销模式为主，深耕省内市场，面向未来发展已开始布局省外市场。公司以福建省为主要目标市场，市场占有率居省内第一，是福建省医药商业龙头企业。2014年福建省共有3家企业进入商务部全国医药批发企业百强，具体排名如下：

图表7. 福建医疗流通企业前三强

2014 全国百强排名	企业名称
19	鹭燕(福建) 药业股份有限公司
49	福建省医药集团有限责任公司
88	福建省福州市惠好药业有限公司

资料来源：公司招股说明书，中银证券

公司在省内拥有全面、直接的终端覆盖网络。公司基本覆盖了福建省全省包含乡镇卫生院（社区医院）在内的各级医疗机构，截至 2015 年 4 月，公司对福建省内三级医院覆盖数量 73 家，覆盖率为 100%；二级医院覆盖数量 214 家，覆盖率为 100%；基层医疗机构覆盖数量 1,486 家，覆盖率为 89.14%。

公司的业务以医院纯销为主要模式。根据下游客户的性质，医药流通行业可分为分销业务、零售业务以及增值服务业务。

图表 8. 医药商业业态

业务品种	经营模式	含义
医院分销业务	纯销	医药流通企业直接向医院、卫生院以及零售药店提供药品销售及配送服务
	调拨	医药流通企业将医药产品销售给另一个流通企业
	代理	主要形式为买断代理，即经营企业通过买断生产企业某一药品，获得全国或相应区域的总代理资格或独家经销权
零售业务		以药店形式为终端消费者提供药事服务，包括单体药店和连锁药店
增值业务		信息服务、第三方物流、药房托管等业务

资料来源：公司招股说明书，中银证券

公司药品、中药饮品和医疗器械的分销以纯销模式为主，其特点为：市场需求明确且增长稳定，对终端的掌控能力较强，客户（主要是公立医疗机构）资信较好，但对服务要求较高，且议价能力较强，导致应收账款金额较高且账期较长。对零售药店的终端销售目前为纯销业务的补充形式，有市场化程度较高、竞争激烈、销售形式灵活、资金周转较快的特点。

截至 2015 年 4 月份，公司经营的药品、中药饮品、医疗器械和疫苗等品种品规达 38,693 种，拥有上游供应商 2,892 家及下游客户 10,481 家，并形成了覆盖福建省全部二级以上医院的配送网络。

公司拥有与二级以上的医院客户、上游供应商长期、稳定的合作关系。

图表 9. 公司分销业务客户分布

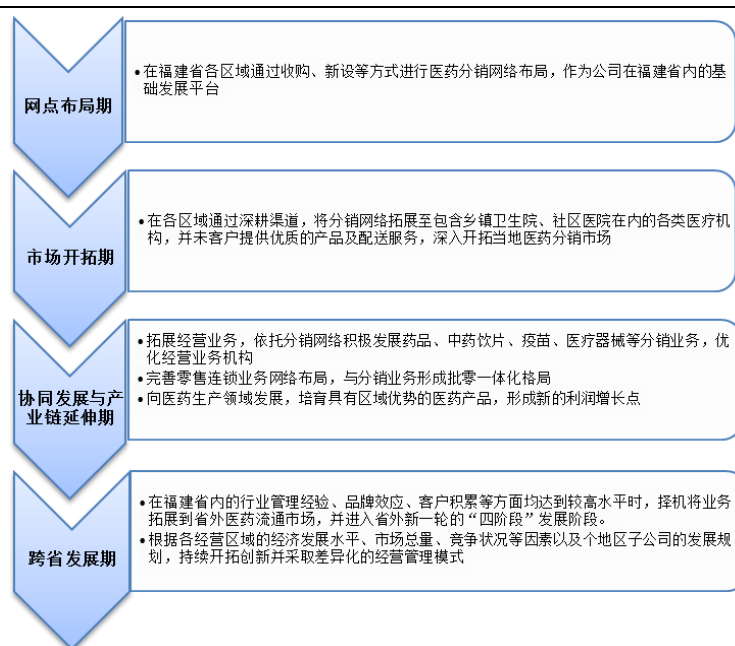
客户类型	2014 年度		2013 年度		2012 年度	
	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)
医疗机构	528,532.60	84.6	449,519.04	81.66	375,022.71	80.11
其中：三级医院	281,145.37	44.71	233,119.88	42.35	199,616.33	42.64
二级医院	171,680.76	27.3	138,971.77	25.25	119,879.36	25.61
基层医疗机构及诊所	75,706.47	12.04	77,427.40	14.07	55,527.02	11.86
药店	12,459.04	1.98	11,754.99	2.14	10,223.14	2.18
疾控中心	25,933.78	4.12	28,377.32	5.16	12,735.09	2.72
其他医药商业企业	42,115.86	6.7	43,819.87	7.96	54,681.57	11.68
零售终端客户及其他	19,728.57	3.14	16,999.34	3.09	15,494.14	3.31
合计	638,760.85	100	550,470.55	100	468,156.65	100

资料来源：公司招股说明书，中银证券

公司注重二级以上医院客户的开发，与厦门市第一医院、厦门大学附属中山医院、福建医科大学附属协和医院、南京军区福州总医院、福建省立医院等省内三级医院建立了长期的合作关系。报告期内，来自二级以上医院的销售收入占主营业务收入的 67% 以上，其中三级医院销售收入占主营业务收入的 40% 以上。二级以上医院客户药品需求量较大，对市场影响力大，能够有效保证公司回款的安全性，并有利于公司业务的持续增长。同时，公司致力于为上游供应商提供优质服务，经过诚信经营与业务积累，与众多国内外药企建立并保持了长期、稳定的合作关系。

公司已经进入医药商业企业发展的第四阶段。医药商业企业的发展阶段可以分为四个阶段，四个阶段的业务发展模式具体如下：

图表 10. 医药商业企业发展四阶段图示



资料来源:公司招股说明书、中银证券

目前，公司正处于发展的第三阶段，并已稳步进入第四阶段——跨省发展期。未来，公司将按照第四阶段业务发展模式开展经营活动，并将福建省内的经验在国内其他地区进行有选择性的复制以实现可持续发展。我们预测，2015-2017 年公司的医药分销业务收入分别为 67.2 亿元、76.57 亿元、84.68 亿元，增速分别为 11.6%、13.9%、10.6%。

医药零售连锁业务：借助零批一体化优势，继续扩大规模

2011年5月5日，商务部发布了《全国药品流通行业发展规划纲要（2011-2015年）》，提出以下目标：到2015年，药品零售连锁百强企业年销售额占药品零售企业销售总额60%以上；连锁药店占全部零售门店的比重提高到三分之二以上。药品零售连锁企业的数量和集中度进一步提升。根据福建省药监局统计数据，截至2014年5月31日，全省共有药品批发企业288家，药品零售连锁企业72家，零售药店总数8,614家。

公司医药零售业务采取直营连锁方式，截至招股说明书签署日，公司零售直营门店共有128家，在福建省九地市均设立了零售连锁企业或零售企业，根据福建省药监局公布的2013年6月底的全省药店明细数据统计，公司下属门店家数在福建省零售连锁药店中位列第四，在厦门市零售连锁药店中位列第一。此外，鹭燕大药房为福建省7家取得国家药监局互联网药品交易许可的药品零售连锁企业之一。

2012年至2014年，公司医药零售业务销售额（含税）分别为17,872.37万元、19,618.87元和22,594.94万元，公司2012年度、2013年度零售业务销售额比福建惠好四海医药连锁有限公司略低。公司未来将借助零批一体化优势，通过收购兼并购或新设的方式，积极布局零售业务的营销网络；并通过建立电子商务为特色的信息交易模式，提升公司零售业务的规模经济效应、品牌形象和竞争力。我们预测，2015-2017年公司的医药零售业务收入分别为2.3亿元、2.7亿元、3.2亿元，增速分别为15%、18%、20%。

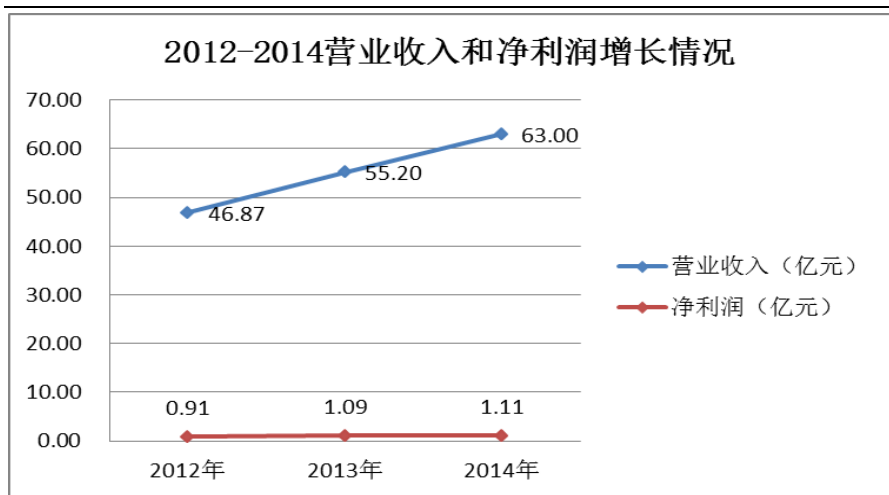
收缩疫苗流通业务

2013 年疫苗经营业务发展迅速, 其贡献的毛利由 2012 年的 3,629.37 万元提高至 9,985.38 万元, 但由于疫情波动较大, 疫苗流通行业的上游疫苗生产企业和下游疾控中心均处于强势地位, 因此, 流通环节的业绩波动及库存管理和资金占用压力较大, 2014 年公司开始逐步收缩疫苗经营业务, 并处置部分疫苗分销业务公司。2014 年 11 月 27 日, 公司签订股权转让协议, 将持有江西瀚海 100% 股权转让。我们预测, 2015-2017 年公司的疫苗流通业务收入分别为 1.05 亿元、0.8 亿元、0.8 亿元, 增速分别为-63%、-23%、0%。

公司盈利能力分析

2012-2014 年公司的营业收入和净利润持续增长，主要得益于主营业务的持续增长。2013 年和 2014 年，营业收入同比增长 17.76% 和 14.13%，净利润同比增长 19.41% 和 1.70%。2014 年公司净利润增长幅度低于营业收入增长幅度，主要系销售费用、管理费用和财务费用占比有所提升。

图表 11. 公司收入及利润增速

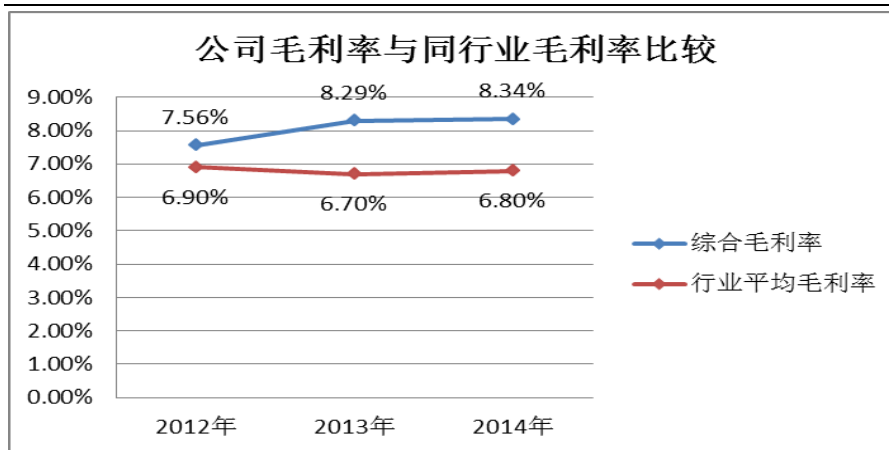


资料来源：公司招股说明书，中银证券

公司的医药商业毛利率高于同行业上市公司平均水平。与同行业上市公司相比，报告期内公司医药商业综合毛利率高于可比上市公司平均值，具有较好的盈利能力。

公司主营业务中直接向终端配送的纯销业务占比高达 80% 以上，毛利率低的调拨业务比重较小。作为福建省医药分销业务领先企业，公司终端覆盖能力强，在与供应商谈判时具有较强的议价能力，能够获得较高的毛利率。此外，公司医药商业业务还包含毛利率较高的疫苗分销业务及医药零售业务，报告期内，这两项业务贡献的毛利金额较大，提升了公司医药商业的综合毛利率水平。

图表 12. 公司毛利率趋势



资料来源：公司招股说明书，中银证券

图表 13. 公司毛利率与可比上市公司比较

公司名称	2014 年上半年(%)	2013 年(%)	2012 年(%)
国药一致	5.49	5.28	5.45
英特集团	5.39	5.88	6.12
华东医药	6.67	6.7	6.91
南京医药	5.85	6.1	6.18
国药股份	7.05	6.4	5.57
九州通	6.47	6.36	6.07
上海医药	6.68	6.77	7.14
可比上市公司平均值	7.12	6.94	6.76
鹭燕医药	8.16	8.08	7.4

资料来源：公司招股说明书，中银证券

公司的议价能力有利于获得较高配送费用率。福建省新配送政策的执行将导致供应商可选择的配送企业较入标大幅减少，公司已入选福建省 10 家基本药物配送企业且得分排名第一，在依托自有配送网络实现药品的全省统一配送方面拥有领先优势。

此外，除了受配送费率限制的基本药物中标配送业务外，公司目前 95% 左右的销售收入来自定价权基本不受限制的药品或业务。公司未来仍可通过增加非招标业务、非基本药品品种的销售比例尽量避免定价权受限。

募投项目分析

公司目前业务处于快速发展期，现有的营运资金已难以满足未来业务快速发展的需要。同时，公司在药品现代物流配送基地的建设、零售网点的铺设、电子商务的开发和实施以及信息化系统升级等方面均存在较大的资金需求。因此，公司需拓宽融资渠道，增加资金投入以保证未来的快速发展。

本次公开发行的股票的募集资金拟投资于现代医药物流中心项目、零售连锁扩展项目和补充流动资金项目，项目总投资为 63,630 万元，拟全部使用本次公开发行的股票的募集资金。其中零售连锁扩展项目为在厦门新设直营门店 80 家。

图表 14. 公司募投项目

投资项目		预计投资额 (万元)	预计募资使用量 (万元)
现代医药 物流中心项目	鹭燕厦门现代医药仓储中心	8,580	8,580
	鹭燕医药福州仓储中心	15,250	15,250
	鹭燕医药莆田仓储物流中心	11,000	11,000
	小计	34,830	34,830
零售连锁扩展项目		8,000	8,000
补充流动资金		20,800	20,800
合计		63,630	63,630

资料来源：公司招股说明书，中银证券

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	5,520	6,300	6,990	7,979	8,859
销售成本	(5,049)	(5,763)	(6,459)	(7,381)	(8,182)
经营费用	(247)	(285)	(265)	(346)	(375)
息税折旧前利润	225	252	265	252	302
折旧及摊销	(11)	(17)	(47)	(50)	(65)
经营利润 (息税前利润)	214	234	218	202	237
净利息收入/(费用)	(45)	(67)	(60)	(19)	(19)
其他收益/(损失)	(22)	(15)	(0)	5	5
税前利润	147	152	157	188	223
所得税	(38)	(41)	(39)	(47)	(56)
少数股东权益	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)
净利润	108	109	116	139	165
核心净利润	107	104	117	135	162
每股收益(人民币)	0.84	0.85	0.91	1.08	1.29
核心每股收益(人民币)	0.84	0.81	0.91	1.06	1.26
每股股息(人民币)	0.45	0.11	0.36	0.43	0.52
收入增长(%)	18	14	11	14	11
息税前利润增长(%)	28	9	(7)	(7)	18
息税折旧前利润增长(%)	28	12	5	(5)	20
每股收益增长(%)	20	1	6	19	19
核心每股收益增长(%)	20	(3)	12	16	19

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	147	152	157	188	223
折旧与摊销	11	17	47	50	65
净利息费用	45	67	60	19	19
运营资本变动	(259)	(28)	(56)	(84)	(35)
税金	(38)	(41)	(39)	(47)	(56)
其他经营现金流	17	11	5	0	0
经营活动产生的现金流	(76)	178	174	126	216
购买固定资产净值	(137)	(85)	(65)	(95)	(185)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(33)	14	0	0	0
投资活动产生的现金流	(170)	(71)	(65)	(95)	(185)
净增权益	1	1	0	0	0
净增债务	377	209	0	0	0
支付股息	(29)	(43)	(11)	(35)	(42)
其他融资现金流	(43)	(51)	(60)	(19)	(19)
融资活动产生的现金流	306	117	(71)	(54)	(61)
现金变动	59	224	39	(23)	(29)
期初现金	279	353	579	618	595
公司自由现金流	(247)	107	125	47	47
权益自由现金流					

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	353	579	618	595	565
应收帐款	1,539	1,679	1,847	2,050	2,276
库存	470	529	592	669	756
其他流动资产	91	89	97	107	119
流动资产总计	2,453	2,877	3,155	3,422	3,716
固定资产	280	318	330	375	495
无形资产	69	98	99	99	99
其他长期资产	24	22	22	22	22
长期资产总计	373	437	450	495	615
总资产	2,826	3,314	3,606	3,917	4,332
应付帐款	1,301	1,501	1,681	1,882	2,165
短期债务	910	1,114	1,114	1,114	1,114
其他流动负债	39	32	36	40	46
流动负债总计	2,250	2,647	2,830	3,036	3,325
长期借款	14	14	14	14	14
其他长期负债	4	4	4	4	4
股本	96	96	96	96	96
储备	458	546	652	756	880
股东权益	554	642	748	852	976
少数股东权益	4	7	9	11	13
总负债及权益	2,826	3,314	3,606	3,918	4,332
每股帐面价值(人民币)	5.8	6.7	7.8	8.9	10.2
每股有形资产(人民币)	5.0	5.7	6.8	7.8	9.1
每股净负债/(现金)(人民币)	5.9	5.7	5.3	5.5	5.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	4.1	4.0	3.8	3.2	3.4
息税前利润率(%)	3.9	3.7	3.1	2.5	2.7
税前利润率(%)	3.0	2.7	2.3	2.4	2.5
净利率(%)	2.3	2.0	1.7	1.7	1.9
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
利息覆盖率(倍)	3.2	2.6	2.4	4.1	4.8
净权益负债率(%)	102.3	84.5	67.4	61.8	56.9
速动比率(倍)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
周转率					
存货周转天数	32.4	31.6	31.7	31.2	31.8
应收帐款周转天数	92.0	93.2	92.1	89.1	89.1
应付帐款周转天数	79.1	79.2	81.1	79.6	81.4
回报率					
股息支付率(%)	39.9	9.7	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	21.7	18.3	16.7	17.4	18.1
资产收益率(%)	4.3	3.6	3.4	3.7	4.1
已运用资本收益率(%)	19.0	15.8	13.5	12.0	13.0

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

国药股份(600511.CH/人民币 27.69, 买入)

英特集团(000411.CH/人民币 16.25, 未有评级)

华东医药(000963.CH/人民币 67.65, 未有评级)

南京医药(600713.CH/人民币 7.14, 未有评级)

九州通(000989.CH/人民币 21.00, 未有评级)

上海医药(601607.CH/人民币 15.29, 未有评级)

国药一致(000028.CH/人民币 66.15, 未有评级)

以2016年1月26日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371