

## 在行业变革中强者恒强的医药工商业龙头

### 投资要点

- **事件:** 近期, 我们与公司管理层就公司概况进行了交流。
- **公司是国内领先的药品生产商和流通商, 存国企改革预期。**公司业务涉及药品分销、药品零售和药品工业, 业绩增长稳健。实际控制人为上海市国资委, 我们认为全国性的国企改革下半年有望提速, 公司政策红利或将加速释放。
- **工业: 实行产品聚焦战略, 为一致性评价先行者。**1) 医药工业的整体思路为“聚焦产品战略”, 重点产品销售收入增幅保持 10% 以上, 平均毛利率达到 60% 以上; 至 2015 年, 销售规模达到 1 亿的产品有 24 个。靓丽的业绩均体现了公司对政策、药品生产、市场的综合把握能力。2) 市场敏感度高, 对 2015 年以来频出的医疗行业改革政策应对从容, 截至目前为止, 公司产品中牵涉到一致性评价的产品共 156 个, 早期开始进行的已经有 55 个品种, 预计 2018 年年底可将常年生产的 100 个品种完成, 有望占领相关领域市场先机。3) 研发力度的加大亦为工业板块注入持续的生命力, 长期增长可期。
- **商业: B 端受益两票制, C 端打造云健康平台。**1) 分销领域的战略是从华东走向全国性扩张, 已在过去 3 年内从 13 个省份覆盖到 18 个省份, 未来 3 年的目标是从目前 18 个省份扩展到 26-28 个, 全国扩张动力充足。集资金、物流、信息于一身, 将享受两票制带来的扩张机会。2) C 端通过 DTP 业务与“大健康云商”探索完整的互联网健康管理模式, 目前 DTP 规模已是全国最大, 在大健康方面将打造医院、药企、药店、患者之间互联互通的平台, 未来平台的赢利点或将从 DTP 业务向健康管理延伸, 实现互联网医疗盈利模式的落地。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 1.26 元、1.44 元和 1.63 元, 对应 PE 分别为 15 倍、13 倍、12 倍。公司各业务领域均是细分行业翘楚, 龙头优势突出, 且存国企改革预期, 我们看好其长期发展, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 工业业务招标降价风险, 商业业务全国扩张或不及预期风险, 国企改革不及预期风险。

| 指标/年度          | 2015A     | 2016E     | 2017E     | 2018E     |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 (百万元)     | 105516.59 | 121497.40 | 139725.36 | 160784.38 |
| 增长率            | 14.20%    | 15.15%    | 15.00%    | 15.07%    |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 2876.99   | 3377.90   | 3872.52   | 4378.67   |
| 增长率            | 11.03%    | 17.41%    | 14.64%    | 13.07%    |
| 每股收益 EPS (元)   | 1.07      | 1.26      | 1.44      | 1.63      |
| 净资产收益率 ROE     | 9.95%     | 10.72%    | 11.22%    | 11.55%    |
| PE             | 18        | 15        | 13        | 12        |
| PB             | 1.54      | 1.41      | 1.29      | 1.17      |

数据来源: Wind, 西南证券

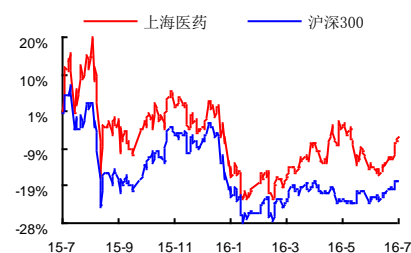
### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513070001  
电话: 021-68413530  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 何治力  
执业证号: S1250515090002  
电话: 023-67898264  
邮箱: hzl@swsc.com.cn

联系人: 张肖星  
电话: 021-68415020  
邮箱: zxxing@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 总股本(亿股)      | 26.89       |
| 流通 A 股(亿股)   | 19.23       |
| 52 周内股价区间(元) | 15.15-23.27 |
| 总市值(亿元)      | 525.41      |
| 总资产(亿元)      | 778.10      |
| 每股净资产(元)     | 11.48       |

### 相关研究

## 目 录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 1. 公司是国内领先的药品生产商和流通商 .....           | 1  |
| 2. 工业：实行产品聚焦战略，为一致性评价先行者 .....       | 2  |
| 2.1 实施重点产品聚焦战略，优化产品结构 .....          | 2  |
| 2.2 2013 年提前部署一致性评价，已进行 55 个品种 ..... | 4  |
| 2.3 研发投入力度加大，酝酿潜在增长点 .....           | 5  |
| 3. 商业：B 端受益两票制，C 端打造云健康平台 .....      | 6  |
| 3.1 分销：扩张业务版图，受益两票制带来的行业集中度提升 .....  | 6  |
| 3.2 零售：DTP 探索处方外流，打造“大健康云商” .....    | 7  |
| 4. 盈利预测与估值 .....                     | 9  |
| 5. 风险提示 .....                        | 10 |

## 图 目 录

|                                    |   |
|------------------------------------|---|
| 图 1：2015 年批发业务收入最多的 5 家流通企业 .....  | 1 |
| 图 2：2015 年零售业务收入最多的 10 家连锁药房 ..... | 1 |
| 图 3：公司股权结构图 .....                  | 1 |
| 图 4：公司 2015 年主营业务收入结构 .....        | 2 |
| 图 5：公司 2015 年主营业务毛利结构 .....        | 2 |
| 图 6：公司 2010-2015 年营业收入及增速 .....    | 2 |
| 图 7：公司 2010-2015 年净利润及增速 .....     | 2 |
| 图 8：2015 年以来医药工业整顿政策 .....         | 4 |
| 图 9：公司 2010-2015 年研发投入情况 .....     | 5 |
| 图 10：公司 2015 年研发投入 .....           | 5 |
| 图 11：公司分销业务分布区域 .....              | 6 |
| 图 12：公司覆盖医疗机构情况 .....              | 6 |
| 图 13：“两票制”后医药流通业态 .....            | 7 |
| 图 14：理想 DTP 模式下的医药流通及支付体系 .....    | 7 |
| 图 15：我国现有的医药流通及支付体系 .....          | 7 |
| 图 16：上海医药 DTP 业务收入及增速 .....        | 8 |
| 图 17：上海医药 DTP 药房门店数及增速 .....       | 8 |
| 图 18：上海医药 DTP+云健康闭环模式 .....        | 9 |

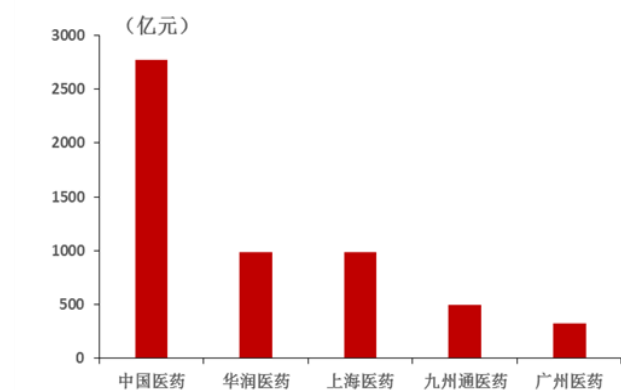
## 表 目 录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 表 1：公司过亿的重点制剂产品线概况 .....      | 3  |
| 表 2：2010 年以来产品结构经营策略及结果 ..... | 3  |
| 表 3：公司主要在研项目 .....            | 5  |
| 表 4：收入成本预测表 .....             | 9  |
| 附表：财务预测与估值 .....              | 11 |

## 1. 公司是国内领先的药品生产商和流通商

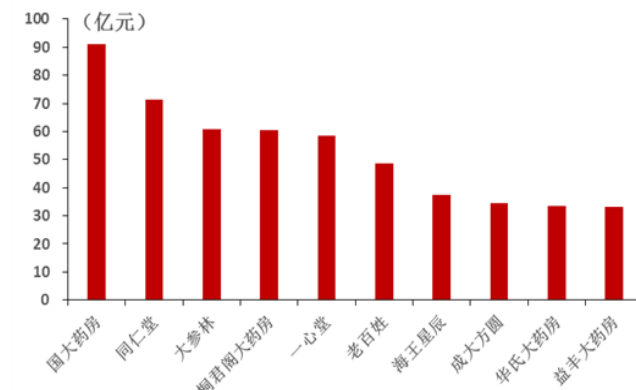
上海医药是国内领先的药品生产商和流通商，业务涉及药品分销、药品零售和药品工业。在商务部 2016 年 6 月 6 日发布的《2015 年药品流通行业运行统计分析报告》中，上海医药批发业务收入排名第 3 位，仅次于中国医药和华润医药；在零售业务收入排名中，上海医药排名第 5 位，下属最大的药房华氏大药房在连锁药房收入排名第 9 位。

图 1：2015 年批发业务收入最多的 5 家流通企业



数据来源：商务部，西南证券

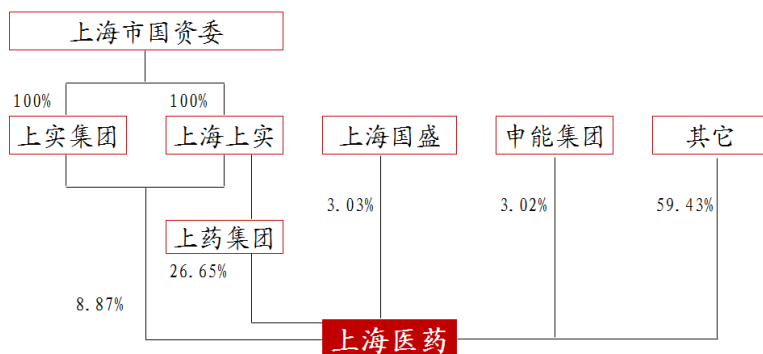
图 2：2015 年零售业务收入最多的 10 家连锁药房



数据来源：商务部，西南证券

公司实际控制人为上海市国资委，存国企改革预期。6 月份起，各种关于国企改革的讲话、政策不断出现：6 月 30 日，国资委主任肖亚庆宣布国企国资改革顶层设计基本完成，目前已相继制定出台 13 个专项改革意见或方案，还有 9 个文件正在履行相关程序，相关配套文件即将全部制定完成；7 月 4 日全国国有企业改革座谈会在京召开，习近平主席强调，必须理直气壮做强做优做大，实现国有资产保值增值。国资委 7 月 13 日对外表示，当前国企改革试点全面铺开。我们认为下半年全国和地方的国企改革有望加速，公司或将迎来政策红利。

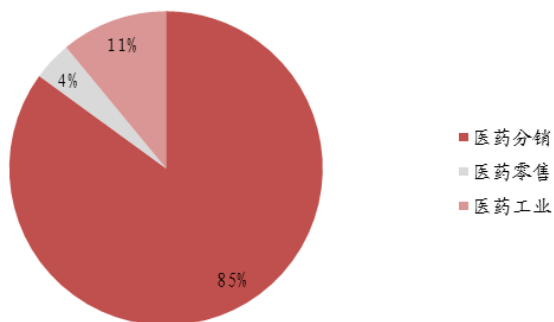
图 3：公司股权结构图



数据来源：公司公告，西南证券

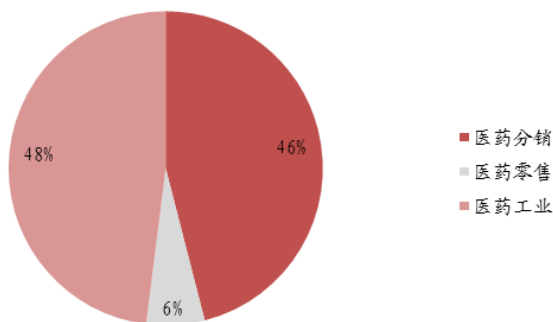
公司收入主要来自医药分销，占比 85%，医药工业占比 11%，医药零售占比 4%；医药分销贡献 46%毛利，医药工业贡献 48%毛利，医药零售贡献 6%毛利。

图 4：公司 2015 年主营业务收入结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

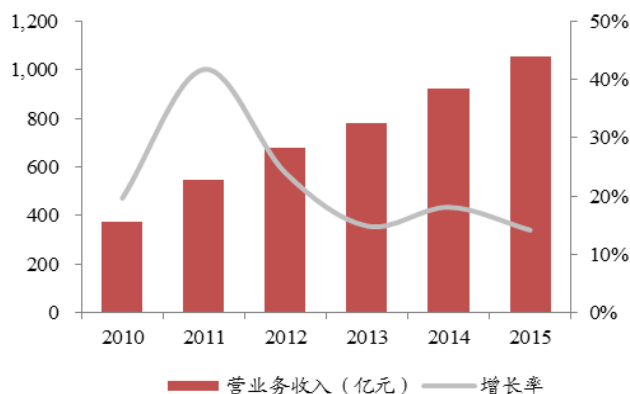
图 5：公司 2015 年主营业务毛利结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

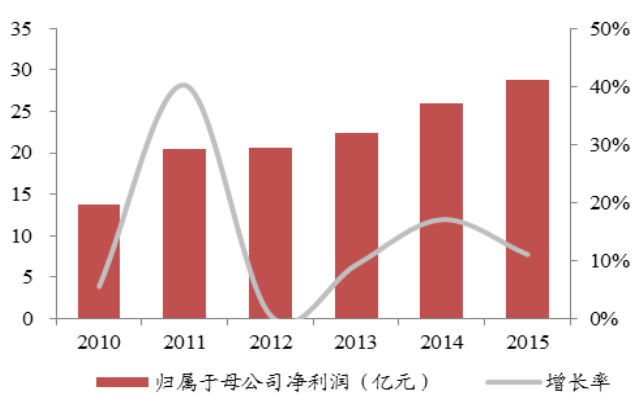
公司业绩增长稳健，营业收入保持 15% 左右的稳健增长，2016Q1 年营业收入增速和归母净利润增速分别达到 17% 和 21%。我们认为公司旗下潜力医药工业品种众多；商业业务将显著受益于两票制带来的行业集中度提升，未来在相关政策的红利之下有望获得更大的成长空间。

图 6：公司 2010-2015 年营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司 2010-2015 年净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2. 工业：实行产品聚焦战略，为一致性评价先行者

### 2.1 实施重点产品聚焦战略，优化产品结构

公司医药工业的整体思路为重点产品聚焦战略“聚焦产品战略，重点发展毛利率高，市场增长率高，市场容量大的产品”。积极调整品种结构，结合每个产品的内部指标，如销售规模，毛利率，营销能力，中标情况，价格等，外部指标，如市场规模，未来增长潜力，市场份额和排名等，择优挑选并发展重点产品。

公司重点产品覆盖全面，集中于中枢神经系统、消化道和新陈代谢、全身性抗感染药、抗肿瘤和免疫调节、心血管系统五大领域，在对应专科的医院市场均保持较大份额。

表 1：公司过亿的重点制剂产品线概况

|            | 药品名称            | 用途                | 15 年销售规模（亿元） | 样本医院市场占有率 |
|------------|-----------------|-------------------|--------------|-----------|
| 中枢神经系统     | 阿立哌唑            | 精神障碍用药-抗精神病药      | 1.36         | 13%       |
|            | 度洛西汀            | 精神障碍用药-抗抑郁药       | 1.18         | 21%       |
| 消化道和新陈代谢   | 双歧杆菌三联活菌        | 消化系统用药-止泻药        | 3.82         | 57%       |
|            | 胃复春片            | 消化系统用药-中成药        | 1.26         | 100%      |
|            | 八宝丹             | 中药-中成药            | 1.10         | 100%      |
| 全身性抗感染药    | 头孢替安            | 抗感染药-头孢菌素类        | 3.02         | 26%       |
|            | 注射用头孢曲松钠        | 抗感染药-头孢菌素类        | 2.29         |           |
|            | 注射用头孢噻肟钠        | 抗感染药-头孢菌素类        | 1.09         | 9%        |
| 抗肿瘤和免疫调节   | 硫酸羟氯喹片          | 抗感染药-抗疟疾药         | 4.17         | 71%       |
|            | 沙利度胺            | 抗感染药-抗麻风药         | 1.53         | 99%       |
| 心血管系统      | 参麦注射液           | 免疫调节剂-其它免疫调节剂     | 7.24         | 33%       |
|            | 丹参酮 II A 磺酸钠注射液 | 心血管系统用药-其它血管扩张药   | 4.01         | 100%      |
|            | 注射用二丁酰环磷腺苷钙     | 心血管系统用药-其它心血管系统用药 | 3.30         |           |
|            | 瓜蒌皮             | 中药-中成药            | 2.27         | 100%      |
|            | 瑞舒伐他汀原料药        | 原料药及非直接作用于人体的药物   | 1.79         |           |
|            | 养心氏             | 中药-中成药            | 1.67         | 100%      |
|            | 银杏酮酯            | 中药-中成药            | 1.43         |           |
| 骨骼肌肉系统     | 尕痹片             | 中药-中成药            | 3.02         | 100%      |
|            | 顺苯磺阿曲库铵         | 麻醉药及其辅助用药-肌松药     | 1.36         | 100%      |
|            | 新癬片             | 中药-中成药            | 1.49         | 100%      |
| 呼吸系统       | 糜蛋白酶            | 生物技术药物-其它天然生物制品   | 1.90         | 34%       |
| 泌尿生殖系统和性激素 | 乳癖消             | 中药-中成药            | 1.55         |           |
| 血液和造血器官    | 红源达             |                   | 1.48         |           |
| 其他         | 清凉油             | 中药-中成药            | 1.26         | 34%       |

数据来源：公司公告，PDB，西南证券

纵观 2010 年以来公司产品结构经营策略实施的结果，重点产品销售收入除了 2014 年以外，增幅均在 10%以上；平均毛利率达到 60%以上；至 2015 年，销售规模达到 1 亿的产品有 24 个。靓丽的业绩均体现了公司对政策、药品生产、市场的综合把握能力。

表 2：2010 年以来产品结构经营策略及结果

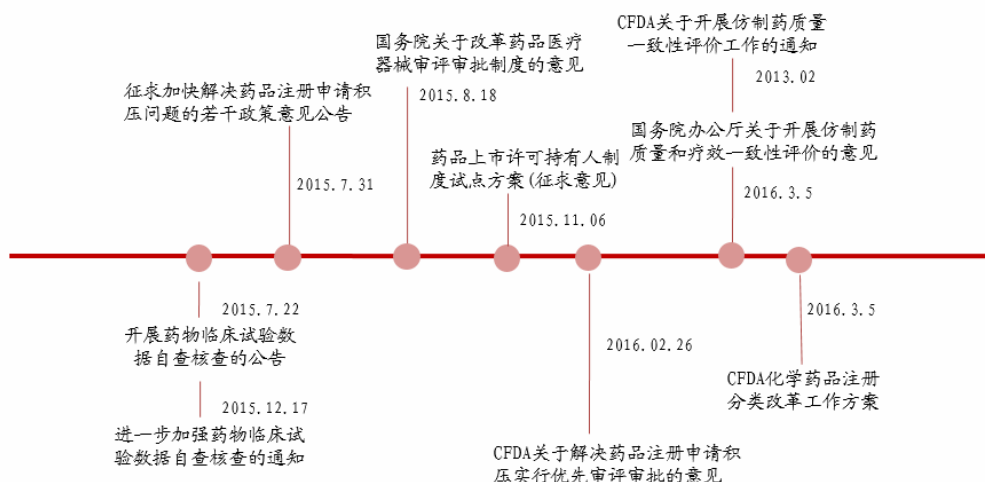
| 时间   | 重点产品数 | 重点产品销售收入（亿元），同比增长 | 占工业销售比重 | 平均毛利率  | 过亿产品数 |
|------|-------|-------------------|---------|--------|-------|
| 2010 | 60    | --                | --      | --     | 19    |
| 2011 | 58    | 46.81, 10.25%     | 50%     | --     | 17    |
| 2012 | 58    | 54.5, 16.43%      | 55%     | 65.22% | 20    |
| 2013 | 64    | 63.92, 15.71%     | 59.69%  | 62.99% | 24    |
| 2014 | 64    | 66.78, 2.98%      | 60.15%  | 63.64% | 24    |
| 2015 | 60    | 67.90, 12.52%     | 57.43%  | 67.04% | 24    |

数据来源：公司公告，西南证券

## 2.2 2013 年提前部署一致性评价，已进行 55 个品种

2015 年以来医疗行业改革政策频出，尤其是医药工业领域，药物临床数据自查、一致性评价等政策的出台给行业运营增加了诸多不确定性。

图 8：2015 年以来医药工业整顿政策



数据来源：公司公告，西南证券

作为国内医药工业龙头，公司拥有较强能防范政策风险的能力：

- **广泛的药品品种，具有很强的调控空间。**公司常年生产 800 多种药品，涵盖了生物药品、化学药品、中药和原料药等多领域。
- **在行业政策方面更具有敏感性、前瞻性。**公司作为医药行业全产业链的龙头企业，对国家的实施的政策更有把握度，更是部分行业规则、流程的制定者、参与者。
- **市场把持度好。**公司招标、终端覆盖、销售网络等营销体系模式构建完善，对市场保持高度敏锐。

我们认为医药工业企业在未来 3 年内最大的挑战当属“一致性评价”。按照规定，化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，包括国产仿制药、进口仿制药和原研药品地产化品种，均须开展一致性评价，凡 2007 年 10 月 1 日前批准上市的列入国家基本药物目录（2012 年版）中的化学药品仿制药口服固体制剂（附件），原则上应在 2018 年底前完成一致性评价。而从时间截点、临床试验基地等现实情况来看，大部分企业 2018 年年底前完成一致性评价的时间和成本压力都较大。

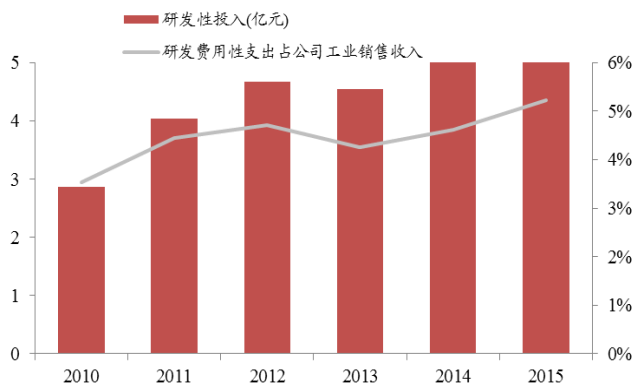
公司在政策应对上具备前瞻性，早在 2013 年年报便披露“为提高仿制药内在质量，公司对现有仿制药品种进行了梳理，制定了相应的工作计划，分期分批启动了仿制药质量一致性评价研究工作，部分重点品种的一致性评价工作已基本完成，待相关政策出台即可按申报”。截至目前为止，公司产品中牵涉到一致性评价的产品共 156 个，早期开始进行的已经有 55 个品种，预计 2018 年年底可将常年生产的 100 个品种完成，有望占领相关领域市场先机。



## 2.3 研发投入力度加大，酝酿潜在增长点

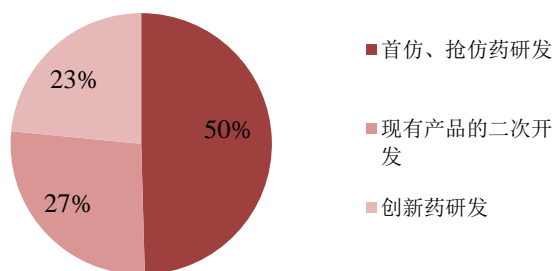
公司一直非常重视药物研发，从投入资金来看，一直不断加大力度，2015 年研发投入 6.18 亿元，占医药工业销售的 5.22%，高于行业平均水平，其中 50%投向首仿、抢仿药研发，27%投向现有产品的开发，23%投向创新药研发。我们认为研发力度的加大亦为公司的工业板块注入持续的生命力，长期增长可期。

图 9：公司 2010-2015 年研发投入情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：公司 2015 年研发投入



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 3：公司主要在研项目

| 研发项目                | 药品基本信息                        | 研发所处阶段  | 进展情况          | 累计研发投入 | 已申报的厂家数量 | 已批准的国产仿制厂家数量 |
|---------------------|-------------------------------|---------|---------------|--------|----------|--------------|
| 多替泊芬                | 化学药 1 类, 适应症: 肿瘤              | 临床 II 期 | 临床 II 期       | 3470   | 无        | 无            |
| SPH3127             | 化学药 1 类, 适应症: 高血压             | CDE 审评  | 已申报临床 CDE 审评中 | 8108   | 无        | 无            |
| SPH1188             | 化学药 1 类, 适应症: 非小细胞肺癌          | CDE 审评  | 已申报临床 CDE 审评中 | 1932   | 无        | 无            |
| TNFα 受体 Fc 融合蛋白     | 生物药 7 类, 适应症: 类风湿             | 临床 I 期  | 临床 I 期        | 5016   | 无        | 无            |
| 重组 CD20 人源化单克隆抗体注射液 | 生物药 2 类, 适应症: CD20 阳性的非霍奇金淋巴瘤 | 临床前研究   | 已申报临床 CDE 审评中 | 7495   | 无        | 无            |

数据来源：公司公告，西南证券



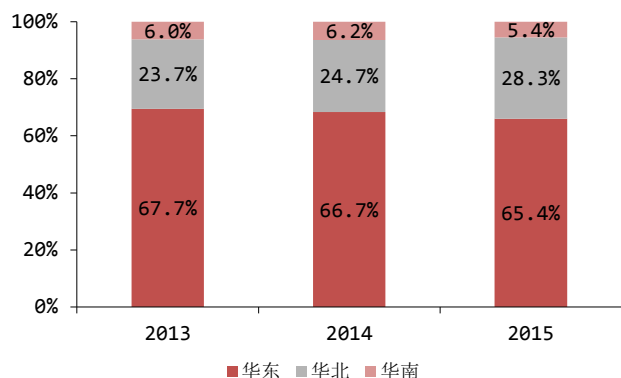
### 3. 商业：B 端受益两票制，C 端打造云健康平台

#### 3.1 分销：扩张业务版图，受益两票制带来的行业集中度提升

公司分销业务规模位列全国前三，以中国经济最发达的华东、华北、华南三大重点区域为中心辐射全国各地。公司分销品种众多，覆盖各类医疗机构超过 2 万家，为国内外多家药企提供现代物流配送、信息化支持、终端分销代理等供应链解决方案。

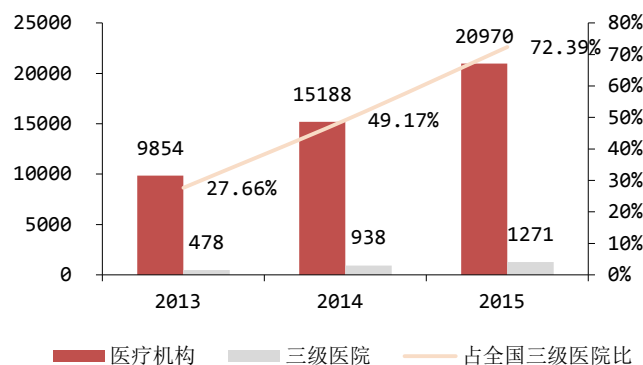
公司在分销领域的战略是从华东走向全国性扩张。从业务区域来看，公司来自华东区域的分销收入占比正逐渐下降；从终端布局来看，公司 2015 年覆盖医疗机构数是 2013 年的 2 倍，覆盖三级医院占全国三级医院的比重由 27.7% 提升到 72.4%。可见公司的全国性布局战略已取得了切实的成效。公司已在过去 3 年内从 13 个省份覆盖到 18 个省份，未来 3 年的目标是从目前 18 个省份扩展到 26-28 个，全国扩张动力充足。

图 11：公司分销业务分布区域



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：公司覆盖医疗机构情况

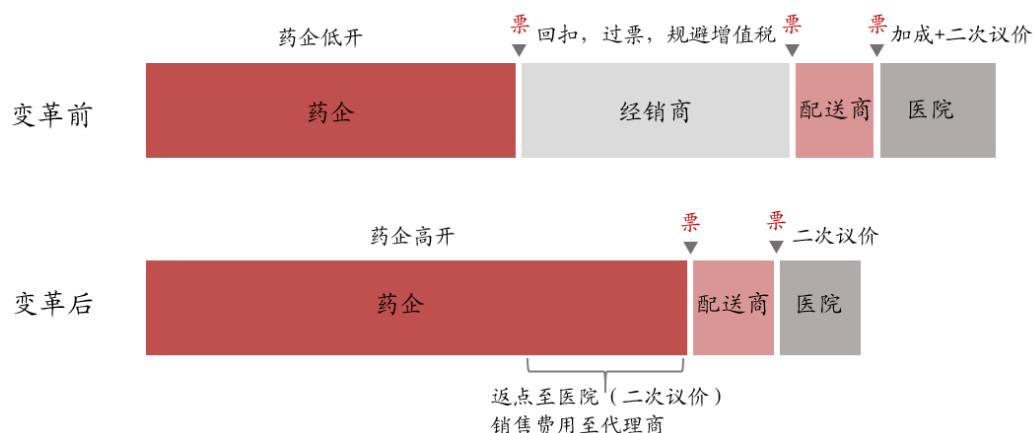


数据来源：公司公告，西南证券整理

2016 年 4 月，李克强总理在国务院常务会议上提出了推行“两票制”，随后发布的《国务院批转国家发展改革委关于 2016 年深化经济体制改革重点工作意见的通知》提到了从试点省份开始三明医改。目前福建省已经施行了“两票制”，如果推向全国，必然是一次医药行业的重大洗牌。

“两票制”使得药品从厂家到医院只经历一次商业公司的渠道，中小型医药商业公司的过票业务则将大幅受打压。公司这样的大型医药商业公司集资金、物流、信息于一身，接受高开开发票其后以中标价格销售，“两票制”的施行不会产生很大影响，将享受两票制带来的扩张机会。

图 13：“两票制”后医药流通业态



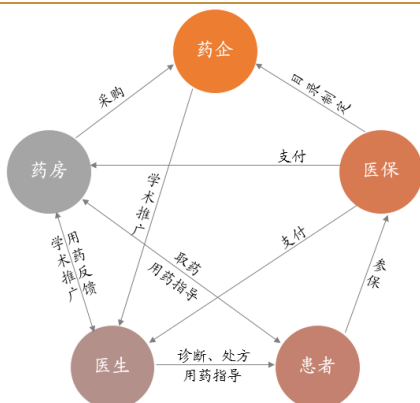
数据来源：西南证券

### 3.2 零售：DTP 探索处方外流，打造“大健康云商”

DTP 在中国是一个比较新的概念，意为“高值药品直送”，是美国为了应对分销业务毛利率不断下降的现象而诞生的一种新式药品营销模式。近几年来，DTP 业务已经悄然在一些药房运作开来，目前 DTP 业务销售的产品大多为专利药，一般单价较高，治疗领域分布在于慢性病种、疑难杂症等需要长期用药的病种，由于这类药品一般上市时间都不长，又恰逢近年来药品招标停滞导致医院进新药品难度倍增，专利药本身需要拓展院外销售渠道，是药企在无法开发医院渠道的情况下的不得已选择。

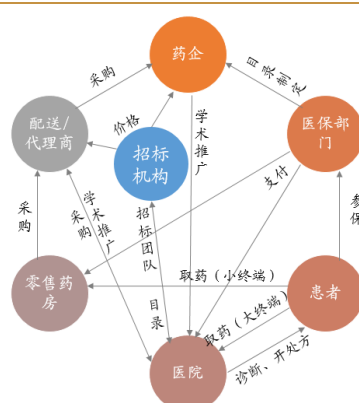
在这种模式下，药企将产品直接授权给药房做经销代理，省却代理商，患者在拿到医院处方后就可以在药房买到药物并获得专业的用药指导。此时患者取药的终端已经变成了药房，药品放量也不再走医院招标，省却了中间环节，已经实现了医药分家。更重要的是，这个模式运作下来，药房将医院和上游药企的关系都打通了。

图 14：理想 DTP 模式下的医药流通及支付体系



数据来源：西南证券

图 15：我国现有的医药流通及支付体系

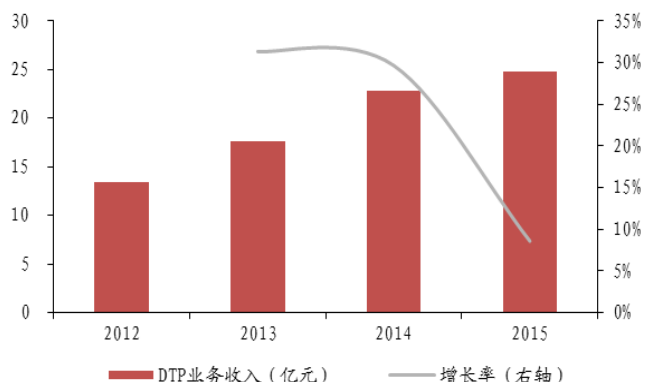


数据来源：西南证券

目前医药分家、处方外流已成为大势所趋，我们认为，DTP 药房相较普通药房，是理想的处方外流承接者：1) 能很快借助现有的医院资源，获得外流处方；2) 坐拥上游药企资源，可获取处方药独家代理权，并可以得到更多产品及服务方面的支持；3) 具备高附加值的药事服务能力，可为患者提供专业咨询、健康管理等服务，增加用户粘性，形成正反馈。综合各项因素，我们判断，DTP 药房将率先成为处方外流的受益者。也就是说，虽然之前的 DTP 市场仅仅局限于很贵的新特药，但是未来随着处方外流，将实现由新特药向处方药的进阶。

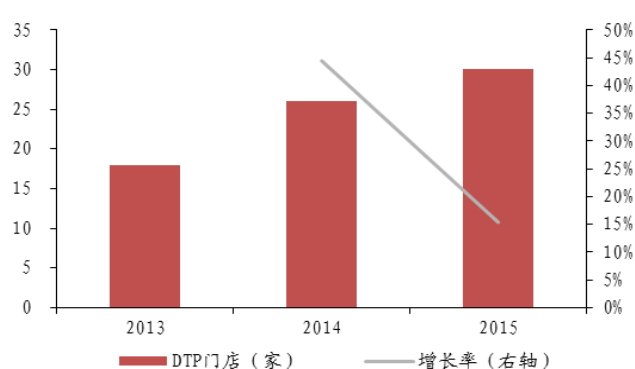
公司目前拥有国内最大的 DTP 业务。2014 年全国 DTP 药房市场规模约 80 亿，门店数在 120 家以上，上海医药的 DTP 业务收入 22.82 亿，约占 28.5% 的市场份额。2013-2015 年间，上海医药的 DTP 业务进行了快速扩张，业务收入从 17.6 亿增至 24.78 亿，CAGR 为 18.6%；门店数从 18 家增至 30 家，CAGR 为 29.0%。

图 16：上海医药 DTP 业务收入及增速



数据来源：上海医药，西南证券

图 17：上海医药 DTP 药房门店数及增速



数据来源：上海医药，西南证券

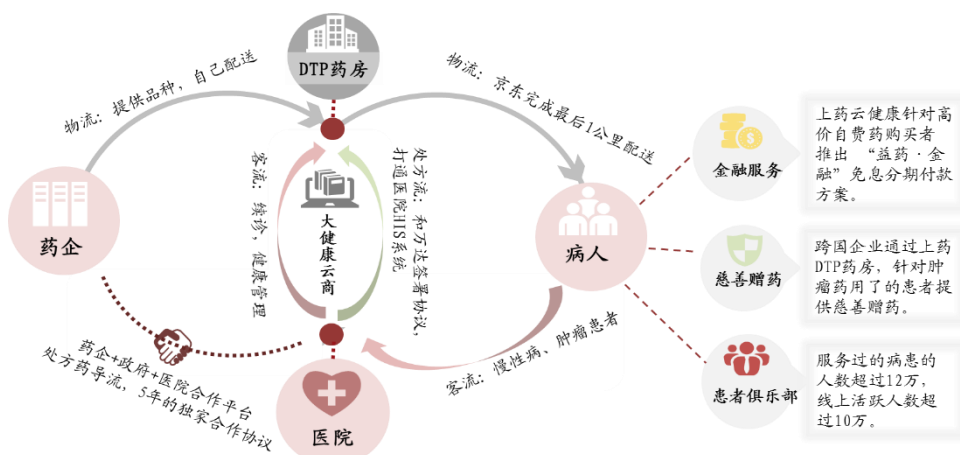
DTP 药房能够承接高价自费药处方外流，上海医药有效的将药企+医院+药房形成闭环，达到品种+处方+实体有效运行。

- **物流上：**药企自有销售网络将药品送往 DTP 药房，云商大健康“药品数据”平台对接、管理上海医药及其合作伙伴的零售网点药品库存、配送等信息，京东完成最后 1 公里的配送到达患者手上。
- **处方流上：**一方面，药企直接与医院签订处方药 5 年的合作协议，目前已签约 1000 余家；另一方面，和万达签署协议，打通医院 HIS 系统，更快和医院 HIS 对接；此外，云商大健康“电子处方”平台对接 HIS 系统或自建自费药处方系统。
- **客流上：**和肿瘤科室医生保持关系，当慢性病和肿瘤的患者首诊完成后，由医生从医院推荐出来，续诊时通过医生填写的病人信息由 DTP 药房进行健康管理；此外，云商大健康“患者数据”平台则将对患者的就诊、用药、诊断等健康大数据进行长期跟踪记录。

同时，针对患者的切实需要，提供附加服务，提高客户粘性。DTP 的金融服务与上药云健康针对高价自费药购买者推出“益药·金融”免息分期付款方案；一些慈善基金、跨国企业通过上药提供慈善赠药，针对久用肿瘤药的患者在 DTP 药房享受这个服务；提供患者俱乐部，目前服务过的病患的人数超过 12 万，线上活跃的人数超过 10 万。

公司在 C 端的探索不仅局限于 DTP 业务，公司目前正在通过“大健康云商”探索完整的互联网健康管理模式，打造医院、药企、药店、患者之间互联互通的平台，未来平台的赢利点或将从 DTP 业务向健康管理延伸，实现互联网医疗盈利模式的落地。

图 18：上海医药 DTP+云健康闭环模式



数据来源：西南证券

## 4. 盈利预测与估值

关键假设：

- 1) 分销、工业板块增长速度略超行业增速，复合增速分别为 15%、10%；
- 2) 受益于 DTP 的扩张与云健康平台的搭建，零售业务保持 25%以上的高速增长；
- 3) 期间费用保持稳定。

表 4：收入成本预测表

| 百万元  | 2015A  | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|------|--------|--------|--------|--------|
| 合计   |        |        |        |        |
| 营业收入 | 105517 | 121497 | 139725 | 160784 |
| yoy  | 14.20% | 15.15% | 15.00% | 15.07% |
| 营业成本 | 92715  | 106887 | 123137 | 141927 |
| 毛利率  | 12.13% | 12.03% | 11.87% | 11.73% |
| 分销   |        |        |        |        |
| 收入   | 93717  | 107774 | 123940 | 142531 |
| yoy  | 14.29% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |
| 成本   | 87965  | 101146 | 116318 | 133766 |
| 毛利率  | 6.14%  | 6.15%  | 6.15%  | 6.15%  |
| 零售   |        |        |        |        |
| 收入   | 4795   | 6234   | 7792   | 9740   |

| 百万元  | 2015A    | 2016E    | 2017E    | 2018E    |
|------|----------|----------|----------|----------|
| yoy  | 42.02%   | 30.00%   | 25.00%   | 25.00%   |
| 成本   | 4,028.46 | 5,236.37 | 6,545.46 | 8,181.83 |
| 毛利率  | 15.99%   | 16.00%   | 16.00%   | 16.00%   |
| 工业   |          |          |          |          |
| 收入   | 11824    | 13006    | 14307    | 15737    |
| yoy  | 6.49%    | 10.00%   | 10.00%   | 10.00%   |
| 成本   | 5819     | 6373     | 7010     | 7711     |
| 毛利率  | 50.78%   | 51.00%   | 51.00%   | 51.00%   |
| 内部抵消 |          |          |          |          |
| 收入   | (5324)   | (6122)   | (7041)   | (8097)   |
| yoy  | 29.08%   | 15.00%   | 15.00%   | 15.00%   |
| 成本   | (5308)   | (6122)   | (7041)   | (8097)   |
| 毛利率  | 0.29%    | 0.00%    | 0.00%    | 0.00%    |
| 其它   |          |          |          |          |
| 收入   | 505      | 606      | 727      | 872      |
| 成本   | 211      | 253      | 304      | 365      |

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 1.26 元、1.44 元和 1.63 元，对应 PE 分别为 15 倍、13 倍、12 倍。公司各业务领域均是细分行业翘楚，龙头优势突出，且存国企改革预期，我们看好其长期发展，维持“买入”评级。

## 5. 风险提示

工业业务招标降价风险，商业业务全国扩张或不及预期风险，国企改革不及预期风险。

附表：财务预测与估值

| 利润表（百万元）      | 2015A           | 2016E           | 2017E           | 2018E           | 现金流量表（百万元）        | 2015A           | 2016E           | 2017E           | 2018E           |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入          | 105516.59       | 121497.40       | 139725.36       | 160784.38       | 净利润               | 3364.37         | 3950.14         | 4528.55         | 5120.44         |
| 营业成本          | 92715.33        | 106886.61       | 123137.26       | 141927.09       | 折旧与摊销             | 745.83          | 515.74          | 537.09          | 547.81          |
| 营业税金及附加       | 263.72          | 305.57          | 349.90          | 403.08          | 财务费用              | 564.89          | 700.12          | 685.67          | 738.12          |
| 销售费用          | 5348.23         | 6184.22         | 7098.05         | 8151.77         | 资产减值损失            | 350.61          | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 管理费用          | 3234.12         | 3644.92         | 4052.04         | 4501.96         | 经营营运资本变动          | -1662.72        | -2054.55        | -2987.75        | -3191.62        |
| 财务费用          | 564.89          | 700.12          | 685.67          | 738.12          | 其他                | -2013.81        | -262.23         | -538.43         | -561.15         |
| 资产减值损失        | 350.61          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>1349.16</b>  | <b>2849.21</b>  | <b>2225.13</b>  | <b>2653.61</b>  |
| 投资收益          | 646.61          | 711.27          | 782.40          | 860.64          | 资本支出              | -1466.57        | -130.00         | -130.00         | -130.00         |
| 公允价值变动损益      | 0.31            | 0.31            | 0.31            | 0.31            | 其他                | -442.35         | 711.59          | 782.71          | 860.95          |
| 其他经营损益        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-1908.91</b> | <b>581.59</b>   | <b>652.71</b>   | <b>730.95</b>   |
| <b>营业利润</b>   | <b>3686.61</b>  | <b>4487.55</b>  | <b>5185.16</b>  | <b>5923.31</b>  | 短期借款              | 2456.86         | -1428.64        | 647.18          | 624.87          |
| 其他非经营损益       | 485.24          | 450.44          | 475.33          | 468.69          | 长期借款              | -12.00          | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>利润总额</b>   | <b>4171.85</b>  | <b>4937.99</b>  | <b>5660.50</b>  | <b>6392.00</b>  | 股权融资              | -6.15           | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 所得税           | 807.49          | 987.85          | 1131.95         | 1271.56         | 支付股利              | -779.78         | -865.81         | -1016.56        | -1165.41        |
| 净利润           | 3364.37         | 3950.14         | 4528.55         | 5120.44         | 其他                | -1022.50        | -1025.62        | -685.67         | -738.12         |
| 少数股东损益        | 487.38          | 572.24          | 656.03          | 741.77          | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>636.44</b>   | <b>-3320.06</b> | <b>-1055.05</b> | <b>-1278.66</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 2876.99         | 3377.90         | 3872.52         | 4378.67         | <b>现金流量净额</b>     | <b>87.43</b>    | <b>110.74</b>   | <b>1822.80</b>  | <b>2105.90</b>  |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                 |                 |                 |
| 资产负债表（百万元）    | 2015A           | 2016E           | 2017E           | 2018E           | 财务分析指标            | 2015A           | 2016E           | 2017E           | 2018E           |
| 货币资金          | 12039.00        | 12149.74        | 13972.54        | 16078.44        | <b>成长能力</b>       |                 |                 |                 |                 |
| 应收和预付款项       | 27819.30        | 30679.58        | 35716.51        | 41141.95        | 销售收入增长率           | 14.20%          | 15.15%          | 15.00%          | 15.07%          |
| 存货            | 15090.62        | 17530.33        | 20230.67        | 23366.31        | 营业利润增长率           | 12.76%          | 21.73%          | 15.55%          | 14.24%          |
| 其他流动资产        | 636.31          | 667.84          | 767.91          | 883.52          | 净利润增长率            | 12.44%          | 17.41%          | 14.64%          | 13.07%          |
| 长期股权投资        | 3636.91         | 3636.91         | 3636.91         | 3636.91         | EBITDA 增长率        | 14.82%          | 14.13%          | 12.35%          | 12.51%          |
| 投资性房地产        | 334.00          | 334.00          | 334.00          | 334.00          | <b>获利能力</b>       |                 |                 |                 |                 |
| 固定资产和在建工程     | 5693.11         | 5386.97         | 5059.49         | 4721.28         | 毛利率               | 12.13%          | 12.03%          | 11.87%          | 11.73%          |
| 无形资产和开发支出     | 6799.82         | 6742.92         | 6686.02         | 6629.11         | 三费率               | 8.67%           | 8.67%           | 8.47%           | 8.33%           |
| 其他非流动资产       | 2295.13         | 2272.43         | 2249.73         | 2227.04         | 净利率               | 3.19%           | 3.25%           | 3.24%           | 3.18%           |
| <b>资产总计</b>   | <b>74344.21</b> | <b>79400.72</b> | <b>88653.78</b> | <b>99018.56</b> | ROE               | 9.95%           | 10.72%          | 11.22%          | 11.55%          |
| 短期借款          | 10389.26        | 8960.62         | 9607.80         | 10232.67        | ROA               | 4.53%           | 4.97%           | 5.11%           | 5.17%           |
| 应付和预收款项       | 26198.32        | 29535.04        | 34182.17        | 39450.49        | ROIC              | 9.84%           | 10.79%          | 11.19%          | 11.51%          |
| 长期借款          | 93.41           | 93.41           | 93.41           | 93.41           | EBITDA/销售收入       | 4.74%           | 4.69%           | 4.59%           | 4.48%           |
| 其他负债          | 3855.18         | 3954.70         | 4401.46         | 4918.03         | <b>营运能力</b>       |                 |                 |                 |                 |
| <b>负债合计</b>   | <b>40536.17</b> | <b>42543.78</b> | <b>48284.84</b> | <b>54694.60</b> | 总资产周转率            | 1.52            | 1.58            | 1.66            | 1.71            |
| 股本            | 2688.91         | 2688.91         | 2688.91         | 2688.91         | 固定资产周转率           | 22.66           | 24.09           | 27.69           | 33.43           |
| 资本公积          | 14146.31        | 14146.31        | 14146.31        | 14146.31        | 应收账款周转率           | 4.60            | 4.61            | 4.66            | 4.64            |
| 留存收益          | 13059.67        | 15571.76        | 18427.72        | 21640.98        | 存货周转率             | 6.42            | 6.41            | 6.41            | 6.41            |
| 归属母公司股东权益     | 29930.31        | 32406.98        | 35262.94        | 38476.20        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 110.71%         | —               | —               | —               |
| 少数股东权益        | 3877.73         | 4449.97         | 5105.99         | 5847.77         | <b>资本结构</b>       |                 |                 |                 |                 |
| <b>股东权益合计</b> | <b>33808.04</b> | <b>36856.94</b> | <b>40368.93</b> | <b>44323.97</b> | 资产负债率             | 54.52%          | 53.58%          | 54.46%          | 55.24%          |
| 负债和股东权益合计     | 74344.21        | 79400.72        | 88653.78        | 99018.56        | 带息债务/总负债          | 25.86%          | 21.28%          | 20.09%          | 18.88%          |
|               |                 |                 |                 |                 | 流动比率              | 1.41            | 1.47            | 1.50            | 1.52            |
|               |                 |                 |                 |                 | 速动比率              | 1.03            | 1.05            | 1.07            | 1.08            |
|               |                 |                 |                 |                 | 股利支付率             | 27.10%          | 25.63%          | 26.25%          | 26.62%          |
|               |                 |                 |                 |                 | <b>每股指标</b>       |                 |                 |                 |                 |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股收益              | 1.07            | 1.26            | 1.44            | 1.63            |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股净资产             | 12.57           | 13.71           | 15.01           | 16.48           |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股经营现金            | 0.50            | 1.06            | 0.83            | 0.99            |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股股利              | 0.29            | 0.32            | 0.38            | 0.43            |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                 |                 |                 |
| 业绩和估值指标       | 2015A           | 2016E           | 2017E           | 2018E           |                   |                 |                 |                 |                 |
| EBITDA        | 4997.33         | 5703.41         | 6407.92         | 7209.25         |                   |                 |                 |                 |                 |
| PE            | 18.09           | 15.40           | 13.44           | 11.88           |                   |                 |                 |                 |                 |
| PB            | 1.54            | 1.41            | 1.29            | 1.17            |                   |                 |                 |                 |                 |
| PS            | 0.49            | 0.43            | 0.37            | 0.32            |                   |                 |                 |                 |                 |
| EV/EBITDA     | 9.54            | 8.04            | 6.97            | 5.99            |                   |                 |                 |                 |                 |
| 股息率           | 1.50%           | 1.66%           | 1.95%           | 2.24%           |                   |                 |                 |                 |                 |

数据来源：Wind，西南证券



## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务     | 座机            | 手机          | 邮箱                    |
|----|-----|--------|---------------|-------------|-----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn       |
|    | 罗月江 | 机构销售   | 021-68413856  | 13632421656 | lyj@swsc.com.cn       |
|    | 张方毅 | 机构销售   | 021-68413959  | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn      |
|    | 邵亚杰 | 机构销售   | 02168416206   | 15067116612 | syj@swsc.com.cn       |
|    | 沈怡蓉 | 机构销售   | 021-68415897  | 18351306226 | syrong@swsc.com.cn    |
|    | 郎珈艺 | 机构销售   | 021-68416921  | 18801762801 | langjiayi@swsc.com.cn |
| 北京 | 赵佳  | 地区销售总监 | 010-57631179  | 18611796242 | zjia@swsc.com.cn      |
|    | 王雨珩 | 机构销售   | 010-88091748  | 18811181031 | wyheng@swsc.com.cn    |
| 广深 | 刘娟  | 地区销售总监 | 0755-26675724 | 18665815531 | liuj@swsc.com.cn      |
|    | 刘宁  | 机构销售   | 0755-26676257 | 18688956684 | liun@swsc.com.cn      |
|    | 张婷  | 机构销售   | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn    |
|    | 罗聪  | 机构销售   | 0755-26892557 | 15219509150 | luoc@swsc.com.cn      |
|    | 任骁  | 机构销售   | 0755-26820395 | 18682101747 | rxiao@swsc.com.cn     |
|    | 刘予鑫 | 机构销售   | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn     |
|    | 赵晨阳 | 机构销售   | 021-68416926  | 15821921712 | zcy@swsc.com.cn       |