谨慎增持 ——维持

日期：2016 年 08 月 19 日

行业：医药生物

分析师： 魏赟

Tel： 021-53686159

E-mail： weiyun@shzq.com

执业证书编号：S0870513090001

国药股份（600511） 证券研究报告/公司研究/公司动态

上半年业绩符合预期，静待重组红利爆发

——2016 年中报点评

基本数据（2016Q1）

报告日股价（元）	32.14
12mth A 股价格区间（元）	25.05-47.75
总股本（百万股）	478.80
无限售 A 股/总股本	58%
流通市值（亿元）	87.87
每股净资产（元）	6.81
PBR（X）	4.65
DPS（Y2015，元）	10 派 1.00

主要股东（2016H1）

国药控股股份有限公司	44.01%
中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品-005L-CT001 沪	2.70%
中国平安财产保险股份有限公司-传统-普通保险产品	2.41%

收入结构（2016H1）

商品销售	101.56%
产品销售	2.36%
仓储物流	1.37
内部抵消	-5.29

最近 12 个月股票与沪深 300 比较

报告编号：

首次报告日期：

■ 公司动态事项

8月17日，公司发布2016年中报。公司上半年实现营业收入65.25亿元，同比增长9.85%；实现归属于上市公司所有者的净利润2.92亿元，同比增长12.11%；扣非归母净利润为2.88亿元，同比增长12.94%；EPS为0.61元，同比增长12.11%。

■ 事项点评

上半年业绩增长稳定，期间费用率小幅下降

公司上半年实现营业收入65.25亿元，同比增长9.85%，其中北京地区实现营业收入63.64亿元，同比增长10.72%。公司一方面进一步巩固麻精市场的核心地位，保持麻醉药品80%的市场份额，携手麻药重点供应商实施“春雷计划”扩大麻精品在基层非目标医院的使用；另一方面，公司加强渠道建设、创新营销模式、提升服务价值和能力，探索器械与检验整体解决方案等创新服务模式，推动北京地区分销增长。考虑到两票制、整治流通领域违法行为、疫苗流通管理条例等与医药流通行业息息相关的政策陆续推出，药企更倾向于与经营规范、规模较大的医药流通龙头企业合作，医药流通行业整体集中度水平提高，龙头企业通过规模效应进一步提高企业的议价权与盈利能力。

公司上半年实现归属于上市公司所有者的净利润2.92亿元，同比增长12.11%；扣非归母净利润为2.88亿元，同比增长12.94%。净利润增速高于营业收入增速，主要是公司期间费用率下降。其中销售费用率为1.50%，同比下降0.32个百分点，主要是市场开发费明显下降，另一方面公司将原有的外部借款替换为内部借款，提高了集团内资金的使用效率，减少了对外财务费用的支出。

资产重组助力药品流通业务，保障业绩增速

公司于7月21日公布了《国药集团药业股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》，拟向控股股东国药控股发行股份购买其持有的国控北京96%股权、北京康辰51%股权、北京华鸿51%股权及天星普信51%股权；拟向畅新易达发行股份购买其持有的国控北京4%股权、北京华鸿9%股权；拟向康辰药业发行股份购买其持有的北京康辰49%股权。

重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责条款。

相关报告：

《国药股份（600511）公司动态：资产重组护航区域龙头，渠道优势显著》
——2016 年 08 月 08 日

《国药股份（600511）2014 年年报点评：积极推进电商业务 关注国企改革进展》
——2015 年 03 月 23 日

按照标的公司2015年业绩计算，合并报表后公司2015年营业收入、归母净利润分别为3.17亿元、0.96亿元，较资产重组前分别增长163%、109%，假设非公开发行股票募集配套资金达上限4,501.99万股，合并报表后2015年每股收益为1.25元/股，较合并报表前增长16.70%，明显增厚公司业绩。

公司在本次发行股份购买资产的同时，拟向平安资管等9家投资机构非公开发行股份募集配套资金不超过11.3亿元，发行价格为25.10元/股，发行股份数量不超过4,501.99万股，不超过发行后总股本的5.85%，锁定期为3年。

本次配套募集资金将用于标的公司实施医院供应链延伸项目、社区医院药房托管项目、医院冷链物流系统建设项目和信息化系统建设项目等在建项目的建设。

表 1 标的资产概况（亿元，2015年）

标的公司	本次购买股权比例	标的资产预估值	营业收入	净利润	市盈率
国控北京	100%	27.80	89.04	2.32	12.00
北京康辰	100%	10.29	22.79	0.54	19.02
北京华鸿	60%	13.04	38.70	1.45	15.01
天星普信	51%	10.71	46.08	1.48	14.19
合计		61.83	196.61	5.78	13.97

数据来源：公司公告 上海证券研究所

公司本身作为北京地区药品配送龙头企业，通过本次资产重组并购了几个北京地区排名靠前的药品配送公司，横向整合产业链，有利于提高公司与上下游企业的议价能力，扩大企业的竞争优势。公司明晰“一个核心、一个驱动、四个专业平台”——以打造“特色医药健康产业专业化品牌”为核心、深化资本创新驱动力、创建四个专业平台的战略升级定位，深化公司的业务布局，竞合特色资源，形成集中优势，提升竞争实力，实现规模倍增、效益提升，全面打造“特色医药健康产业专业化”品牌。

主要子公司、参股公司稳健增长

公司上半年主要子公司、参股公司业绩增长，国药物流、国药空港、国药健坤、国药前景、青海制药、宜昌人福净利润分别同比增长56.74%、34.54%、34.20%、37.27%、55.18%、13.73%，其中子公司国药物流、国药空港主要业务为医药第三方物流，2016年上半年为公司合计贡献了营业收入8,951.62万元，毛利率同比上升3.50个百分点。

表 2 主要子公司、参股公司经营概况

公司名称	权益比例	本期净利润(万元)	去年同期净利润(万元)	同比增长率	营业范围
国瑞药业	61.06%	1,746.47	2,436.12	-28.31%	新药、成药制造等
国药物流	56.30%	1,507.94	962.05	56.74%	仓储服务等
国药空港	100.00%	287.92	214.01	34.54%	仓储及代理进出口等
国药健坤	51.00%	308.96	230.23	34.20%	中、西成药销售等
国药前景	51.00%	620.31	451.89	37.27%	销售医疗器械(III类)等
青海制药	47.10%	1,917.06	1,235.41	55.18%	麻精药原料药的生产、经营等
宜昌人福	20.00%	28,608.03	25,154.26	13.73%	药品生产、销售；代理进出口等

数据来源：公司公告 上海证券研究所

■ 风险提示

公司风险包括但不限于以下几点：资产重组进度不及预期风险；药品招标、两票制等行业政策风险。

■ 投资建议

未来六个月，维持“谨慎增持”评级

预计16、17年实现EPS为1.18、1.27元，以8月17日收盘价32.14元计算，动态PE分别为27.23倍和25.29倍。同类型可比上市公司16年市盈率中位值为30.99倍，公司市盈率低于行业平均水平。我们认为，公司资产重组后将强化公司作为北京地区药品配送龙头的地位，受益于两票制等行业政策，整合医院终端的渠道资源优势提高公司的竞争力，维持“谨慎增持”评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日（￥.百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	12,078.19	13,286.01	14,481.75	15,640.30
年增长率	4.68%	10.00%	9.00%	8.00%
归属于母公司的净利润	512.85	565.13	608.58	649.34
年增长率	6.26%	10.19%	7.69%	6.70%
每股收益（元）	1.07	1.18	1.27	1.36
PER（X）	30.01	27.23	25.29	23.70

注：有关指标按最新股本摊薄，暂不考虑并购重组及定增的影响

■ 附表

附表 1 损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
一、营业总收入	11,538.34	12,078.19	13,286.01	14,481.75	15,640.30
二、营业总成本	11,055.40	11,549.43	12,658.91	13,798.22	14,902.07
营业成本	10,625.88	11,117.88	12,249.70	13,352.18	14,420.35
营业税金及附加	13.80	18.08	13.29	14.48	15.64
销售费用	221.32	228.85	199.29	217.23	234.60
管理费用	163.37	167.98	170.06	185.37	200.20
财务费用	15.44	14.99	2.66	2.90	3.13
资产减值损失	15.59	1.66	23.91	26.07	28.15
三、其他经营收益	100.46	104.50	109.72	115.21	120.97
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	100.46	104.50	109.72	115.21	120.97
四、营业利润	583.41	633.26	736.82	798.75	859.19
加：营业外收入	118.33	35.01	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	76.79	0.55	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	624.95	667.73	736.82	798.75	859.19
减：所得税	126.89	135.42	147.36	159.75	171.84
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	498.05	532.31	589.46	639.00	687.35
减：少数股东损益	15.40	19.46	24.33	30.41	38.02
归属于母公司所有者的净利润	482.65	512.85	565.13	608.58	649.34
七、摊薄每股收益（元）	1.01	1.07	1.18	1.27	1.36

资料来源：Wind 上海证券研究所

分析师承诺

魏赟

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。