2016 年 10 月 26 日
证券研究报告•2016 年三季报点评
国药股份（600511）医药生物

增持（维持）
当前价：31.85 元
目标价：——元

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

业绩稳健增长，国企改革稳步推进

投资要点

- **事件：**公司 2016Q1-Q3 实现营业收入 99.2 亿元（+9.3%）、归母净利润 4.4 亿元（+11.2%）、扣非后归母净利润 4.3 亿元（+12.2%）。
- **业绩稳健增长，费用率下滑明显。**1）公司收入增速为 9.3%，保持稳健趋势。公司区域商业龙头地位逐渐强化，在巩固麻药原有基础上不断强化基层非目标市场使用，同时积极探索器械与检验整体方案等增值项目，预计下半年收入将稳定增长。2）毛利率同比下滑 0.41 个百分点，我们认为主要受毛利率较高的医药工业收入占比变化所致。3）期间费用率同比下降 0.68 个百分点，其中销售费用率约为 1.49%，同比下降约 0.38 个百分点；由于公司将原有的外部借款替换为内部借款，提高了集团内部资金使用效率，使得期间内财务费用下降约 2217 万元。
- **国企改革稳步推进，重组打开成长空间。**公司国企改革已取得实质性进展，于 2016 年 8 月公告重组预案。重组完成后，国控北京、北京康辰、北京华鸿和天星普信的控股权将进入上市公司。通过对各目标公司的整合，公司将成为：1）国药控股属下北京地区唯一的医药分销平台，预计整合后在北京市场市占率达到 20%以上，区域龙头优势进一步突出；2）全国最大的麻精特药一级分销平台，该平台年市场份额保持在 80%左右；3）通过对各目标公司的整合，将有助于丰富公司直销、分销产品构成，拓宽渠道，形成在新特药、生化药品、血液制品、抗肿瘤、胰岛素、心脑血管等用药领域的竞争优势。
- **盈利预测及评级。**暂不考虑资产重组影响，预计 2016-2018 年 EPS 分别为 1.21 元、1.36 元、1.51 元，对应 PE 分别为 26 倍、23 倍、21 倍（若考虑重组影响，则公司 2017-2018 年备考 EPS 分别为 1.58 元、1.77 元，对应 PE 分别为 20 倍、18 倍）。公司区域配送能力强，重组完成后将独占北京地区麻精特药市场，对血制品、新特药等配送市场处于领先地位，在两票制背景下，其区域优势有望加强，维持“增持”评级。
- **风险提示：**重大资产重组进展或低于预期，行业政策风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	12078.19	13517.95	15062.38	16708.41
增长率	4.68%	11.92%	11.43%	10.93%
归属母公司净利润（百万元）	512.85	581.16	652.35	722.79
增长率	6.26%	13.32%	12.25%	10.80%
每股收益 EPS（元）	1.07	1.21	1.36	1.51
净资产收益率 ROE	15.15%	15.25%	14.89%	14.48%
PE	30	26	23	21
PB	4.34	3.85	3.35	2.94

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)	4.79
流通 A 股(亿股)	2.78
52 周内股价区间(元)	25.05-38.98
总市值(亿元)	152.50
总资产(亿元)	69.81
每股净资产(元)	7.11

相关研究

1. 国药股份（600511）：业绩增长稳定，区域优势明显 (2016-08-17)
2. 国药股份（600511）：资产重组解决同业竞争，强化公司主营业务 (2016-08-04)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	12078.19	13517.95	15062.38	16708.41
营业成本	11117.88	12445.60	13860.98	15375.68
营业税金及附加	18.08	18.87	21.53	23.70
销售费用	228.85	202.77	218.40	233.92
管理费用	167.98	189.25	207.86	227.23
财务费用	14.99	11.57	9.18	10.46
资产减值损失	1.66	0.58	0.00	0.00
投资收益	104.50	50.00	55.71	61.80
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	633.26	699.30	800.14	899.21
其他非经营损益	34.46	56.45	48.75	41.22
利润总额	667.73	755.76	848.88	940.43
所得税	135.42	152.54	171.78	190.21
净利润	532.31	603.22	677.10	750.22
少数股东损益	19.46	22.06	24.76	27.43
归属母公司股东净利润	512.85	581.16	652.35	722.79

现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	532.31	603.22	677.10	750.22
折旧与摊销	42.70	55.29	55.29	55.29
财务费用	14.99	11.57	9.18	10.46
资产减值损失	1.66	0.58	0.00	0.00
经营营运资本变动	-3.21	-150.49	-201.55	-173.52
其他	-148.15	-34.59	-40.01	-45.81
经营活动现金流净额	440.29	485.57	500.02	596.64
资本支出	-40.58	-30.00	-30.00	-30.00
其他	-12.76	49.86	55.76	61.82
投资活动现金流净额	-53.34	19.86	25.76	31.82
短期借款	0.00	0.00	50.00	50.00
长期借款	-100.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	62.24	0.00	0.00	0.00
支付股利	-47.88	-103.01	-87.19	-114.45
其他	441.28	-69.40	-9.18	-10.46
筹资活动现金流净额	355.64	-172.41	-46.37	-74.91
现金流量净额	742.59	333.02	479.40	553.55

资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1474.43	1807.46	2286.86	2840.41
应收和预付款项	2660.85	2988.90	3335.17	3694.67
存货	1157.91	1273.04	1428.49	1581.77
其他流动资产	13.09	20.28	20.50	23.52
长期股权投资	401.52	401.52	401.52	401.52
投资性房地产	4.10	4.24	4.19	4.18
固定资产和在建工程	576.86	561.41	545.96	530.51
无形资产和开发支出	96.64	87.33	78.01	68.69
其他非流动资产	170.65	170.13	169.61	169.09
资产总计	6556.05	7314.30	8270.32	9314.35
短期借款	300.00	300.00	350.00	400.00
应付和预收款项	2285.00	2612.46	2895.05	3208.42
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	456.75	445.16	478.67	523.56
负债合计	3041.75	3357.61	3723.72	4131.98
股本	478.80	478.80	478.80	478.80
资本公积	89.39	89.39	89.39	89.39
留存收益	2403.74	2881.90	3447.05	4055.39
归属母公司股东权益	3029.76	3450.09	4015.24	4623.58
少数股东权益	484.54	506.60	531.36	558.79
股东权益合计	3514.30	3956.69	4546.60	5182.37
负债和股东权益合计	6556.05	7314.30	8270.32	9314.35

财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力				
销售收入增长率	4.68%	11.92%	11.43%	10.93%
营业利润增长率	8.55%	10.43%	14.42%	12.38%
净利润增长率	6.88%	13.32%	12.25%	10.80%
EBITDA 增长率	9.38%	10.89%	12.85%	11.61%
获利能力				
毛利率	7.95%	7.93%	7.98%	7.98%
三费率	3.41%	2.99%	2.89%	2.82%
净利率	4.41%	4.46%	4.50%	4.49%
ROE	15.15%	15.25%	14.89%	14.48%
ROA	8.12%	8.25%	8.19%	8.05%
ROIC	17.58%	18.28%	19.05%	19.64%
EBITDA/销售收入	5.72%	5.67%	5.74%	5.78%
营运能力				
总资产周转率	2.00	1.95	1.93	1.90
固定资产周转率	22.92	24.84	30.20	36.86
应收账款周转率	5.07	5.36	5.28	5.29
存货周转率	10.02	10.15	10.19	10.15
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.99%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	46.40%	45.90%	45.03%	44.36%
带息债务/总负债	9.86%	8.93%	9.40%	9.68%
流动比率	1.84	1.90	1.98	2.05
速动比率	1.44	1.50	1.58	1.65
股利支付率	9.34%	17.72%	13.37%	15.83%
每股指标				
每股收益	1.07	1.21	1.36	1.51
每股净资产	7.34	8.26	9.50	10.82
每股经营现金	0.92	1.01	1.04	1.25
每股股利	0.10	0.22	0.18	0.24

业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E
EBITDA	690.95	766.17	864.61	964.96
PE	29.74	26.24	23.38	21.10
PB	4.34	3.85	3.35	2.94
PS	1.26	1.13	1.01	0.91
EV/EBITDA	20.11	17.70	15.19	13.09
股息率	0.31%	0.68%	0.57%	0.75%

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
	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
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@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
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@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