

2016年10月26日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元)

36元

国药股份(600511.SH)

Buy 买入

业绩稳定增长，重组稳步推进

结论与建议：

■ **公司业绩：**公司2016年前三季度实现营收99.2亿元，YOY+9.3%，录得净利润4.4亿元，YOY+11.2%，折合EPS为0.91元，公司业绩符合预期。其中，公司Q3单季实现营收33.9亿元，YOY+8.4%，录得净利润1.4亿元，YOY+9.5%。

■ **毛利率小幅下滑，费用率有所下降：**我们预计公司仍继续拓展麻药在基层非目标医院的使用，并积极扩大第二类精神类药品在全国的销售网络，使得公司Q3商品销售业务营收同比增长10%左右；医药工业部分预计仍受行业政策影响，营收同比下滑。公司Q3单季综合毛利率同比下滑0.8个百分点至7.8%，我们预计是由于Q3毛利较低的商品销售业务占比提升，营收结构改变所致；另外，由于营收结构的改变，公司Q3销售费用率和管理费用率也有所下降，叠加外部贷款减少致使财务费用率下降，公司Q3三项费用率同比下降1.1个百分点至2.9%。

■ **重组稳步推进：**公司的资产重组稳步推进，目前已获得国资委批复通过，证监会已受理，仍需等待证监会通过。公司大股东践行承诺解决同业竞争，于今年7月发布资产重组预案：公司拟向控股股东国药控股以及畅新易达、康成药业发行股份收购旗下的国控北京、北京康辰、北京华鸿、天星普信四家公司。目标资产做价61.4亿元（收购平均市盈率为14倍，相对合理），另拟非公开发行募资不超过11.3亿元（国药基金认购9%），交易对价均为25.1元/股。重组完成后，公司将可获得军队及基层销售渠道，北京市场份额将由8%提升至20%左右，成为绝对的龙头。另外，公司将在新药特药、生化药品、血制品等细分领域获得独特的竞争优势，并可获得业务协同，提高其他分销产品的销售覆盖率。

■ **盈利预计：**目前重组尚未完成，暂不调整盈利预测。我们预计公司2016年/2017年公司分别实现净利润5.72亿元（YOY+11.6%）/6.38亿元（YOY+11.5%），EPS分别为1.20元/1.33元，对应PE分别为27倍/24倍。考虑到公司重组完成后，规模和效益均将得到明显的提升，并且在北京区域将成为绝对的分销龙头，在两票制中还将会受益。另外，目前公司估值低于其他同类企业，继续给予“买入”的投资建议，目标价36元（对应2016年30X）。

公司基本信息

产业别	医药生物
A股价(2016/10/25)	31.85
上证综指(2016/10/25)	3131.94
股价12个月高/低	38.98/25.05
总发行股数(百万)	478.80
A股数(百万)	277.64
A市值(亿元)	88.43
主要股东	国药控股股份有限公司(44.01%)
每股净值(元)	7.11
股价/账面净值	4.48
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-1.7 16.2 -7.6

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2016-08-17	32.14	买入

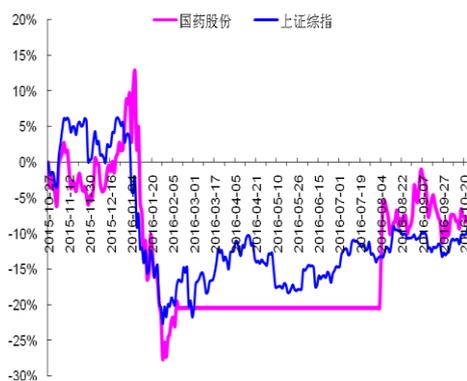
产品组合

商品销售	100.5%
产品销售	3.0%
仓储物流	1.3%

机构投资者占流通A股比例

基金	17.4%
一般法人	3.4%

股价相对大盘走势



年度截止12月31日		2013	2014	2015	2016E	2017E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	412	483	513	572	638
同比增减	%	22.53%	17.29%	6.25%	11.61%	11.49%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.86	1.01	1.07	1.20	1.33
同比增减	%	22.54%	17.28%	6.26%	39.09%	11.49%
市盈率(P/E)	X	37	32	30	27	24
股利 (DPS)	RMB 元	0.26	0.30	1.30	0.36	0.40
股息率 (Yield)	%	0.82%	0.94%	4.08%	1.13%	1.26%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一: 合并损益表

人民币百万元	2013	2014	2015	2016E	2017E
营业额	10,081	11,538	12,078	13,506	15,031
经营成本	9,335	10,626	11,118	12,437	13,844
主营业务利润	747	912	960	1,069	1,187
销售费用	201	221	229	244	271
管理费用	144	163	168	186	204
财务费用	22	15	15	14	0
营业利润	437	583	633	703	788
补贴收入	91	118	35	40	40
税前利润	528	625	668	743	828
所得税	104	127	135	150	167
少数股东损益	13	15	19	20	22
净利润	412	483	513	572	638

附二: 合并资产负债表

人民币百万元	2,013	2,014	2,015	2016E	2017E
货币资金	871	757	1,474	1,230	1,567
存货净额	964	1,043	1,158	1,486	1,653
应收帐款净额	2,122	2,476	2,620	2,701	3,006
流动资产合计	4,117	4,420	5,306	5,486	6,303
长期投资净额	289	338	402	310	332
固定资产合计	276	487	567	295	312
无形资产及其他资产合计	61	68	67	65	68
资产总计	5,079	5,538	6,556	6,467	7,326
流动负债合计	2,720	2,715	2,887	3,134	3,279
长期负债合计	163	238	155	331	385
负债合计	2,883	2,953	3,042	3,465	3,664
少数股东权益	89	101	485	102	125
股东权益合计	2,196	2,581	3,514	3,002	3,662
负债和股东权益总计	5,079	5,534	6,556	6,467	7,326

附三: 合并现金流量表

(人民币百万元)	2,013	2,014	2,015	2016E	2017E
经营活动所得现金净额	186	219	532	377	465
投资活动所用现金净额	-114	-88	-53	-88	-67
融资活动所得现金净额	126	-254	356	70	-60
现金及现金等价物净增加额	198	-122	835	359	338

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部分内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。