

2017年01月22日

证券研究报告·动态跟踪报告

中国医药(600056) 医药生物

买入(维持)

当前价: 20.42元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

业绩超市场预期, 各业务板块快速增长

投资要点

- **事件:** 公司发布 2016 年业绩预增公告, 归母净利润同比增速为 48%-58%。
- **三大业务板块均有明显提升。** 整体来看, 2016 年公司归母净利润为 9.1-9.7 亿元, 同比增长 48%-58%, 超出 38% 的市场一致预期增速。我们分析认为工业、商业、贸易板块均有明显提升, 净利润增速预计分别在 60%、60%、30% 左右。1) 工业板块预计全年收入接近 14 亿(+20%): 化学制剂方面, 一方面河南天方 105 车间等项目 GMP 改造完成产能逐渐释放, 另一方面阿托伐他汀钙等核心品种维持 20% 左右的高速增长。原料药方面, GMP 改造完成后恢复正常生产, 收入增速和毛利率均有大幅度提升; 中药方面, 由于天方中药 GMP 改造停产导致销售暂停。2) 商业板块预计全年收入接近 156 亿(+29%): 商业企业都在持续向广度和深度覆盖延伸, 纯销和调拨业务规模均出现了大幅度增长, 同时提高经营管理效率以提升盈利能力, 且泰丰医药并表也带来一定的利润贡献; 3) 贸易板块预计全年收入 71 亿元(+5%), 经营稳定, 收入和利润实现稳中有升。
- **工业板块综合效率提升, 商业板块持续扩张。** 在医药工业领域, 公司在 GMP 改造、市场推广策略、营销渠道、经营管理等方面都在持续进行提升, 生产线产能能够迅速恢复, 阿托伐他汀、瑞舒伐他汀等核心产品保持快速增长, 收入增速和盈利能力逐步提升。在医药商业领域, 公司拥有覆盖全国的营销网络, 在全国医药流通企业中排名前 10, 随着两票制逐步推行, 有望通过外延并购和产业链增值服务模式提高市场份额。
- **国企改革持续推进, 优质资产注入值得期待。** 公司持续推进国企改革, 控股股东承诺两年内将众多优质资产注入上市公司, 包括江药集团、海南康力、上海新兴、长城制药、武汉鑫益, 充分发挥通用技术集团旗下唯一医药上市公司平台的作用。其中上海新兴有望为公司贡献较大的业绩, 公司已出资 8200 万元收购上海新兴 24.39% 的股权, 另外控股股东承诺将持有的 51.83% 股权注入上市公司。上海新兴目前拥有湖南怀化和江西余干 2 个浆站, 年采浆量约为 70 吨, 拥有白蛋白、静丙、纤原等 10 个品种, 产品数量仅次于华兰生物和上海莱士, 随着采浆量扩张有望迅速释放业绩。最高零售价限制取消后, 血制品提价明显, 行业内白蛋白和静丙平均提价 10%, 纤原提价幅度超过 100%, 且持续提价空间巨大, 随着业绩逐步释放, 上海新兴将迎来高速增长, 注入上市公司后有望进一步提升公司业绩弹性。
- **盈利预测与投资建议:** 考虑到公司业绩超预期, 我们上调公司盈利预测, 预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.90 元、1.13 元、1.37 元(原预测值分别为 0.76 元、1.01 元、1.19 元), 对应 PE 分别为 23 倍、18 倍、15 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产品放量或低于预期, 资产注入进度或低于预期。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	20570.23	25304.67	29562.27	34316.26
增长率	15.19%	23.02%	16.83%	16.08%
归属母公司净利润(百万元)	614.45	959.12	1208.17	1468.42
增长率	11.68%	56.09%	25.97%	21.54%
每股收益 EPS(元)	0.58	0.90	1.13	1.37
净资产收益率 ROE	11.90%	15.05%	16.47%	17.29%
PE	36	23	18	15
PB	3.61	2.93	2.54	2.20

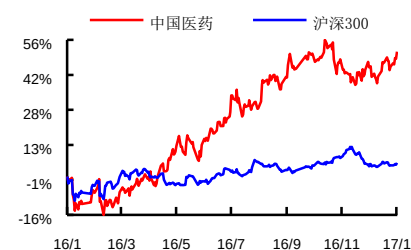
数据来源: Wind, 西南证券

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

联系人: 周平
电话: 023-67791327
邮箱: zp@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)	10.68
流通 A 股(亿股)	10.12
52 周内股价区间(元)	11.47-21.07
总市值(亿元)	218.18
总资产(亿元)	195.78
每股净资产(元)	6.26

相关研究

1. 中国医药(600056): 业绩超预期, 资产注入值得期待 (2016-10-31)
2. 中国医药(600056): 业绩增长稳健, 优质资产即将注入 (2016-05-23)

关键假设：

假设 1：医药商业板块毛利率保持稳定，2016-2018 年毛利率维持在 7%；

假设 2：化学制剂业务随着高毛利产品的占比提升，毛利率逐步提高，2016-2018 年毛利率分别为 60%、65%、70%；

假设 3：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2016-2018 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
合计	收入	20570.2	25304.7	29562.3	34316.3
	增长率	15%	23.02%	16.83%	16.08%
	毛利率	12%	12%	12%	12%
医药商业小计	收入	12078.1	15551.5	18990.8	22789.0
	增长率	24%	29%	22%	20%
	毛利率	6%	7%	7%	7%
医药商业-纯销	收入	9808.6	12260.7	14712.8	17655.4
	增长率	23%	25%	20%	20%
	毛利率	7%	8%	8%	8%
医药商业-调拨	收入	2269.5	3290.8	4278.0	5133.6
	增长率	29%	45%	30%	20%
	毛利率	3%	4%	4%	4%
国际贸易	收入	6785.0	7124.3	7480.5	7854.5
	增长率	8%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	11%	11.00%	11.00%	11.00%
医药工业小计	收入	2287.9	2629.0	3091.0	3672.8
	增长率	6%	15%	18%	19%
	毛利率	42%	43%	46%	49%
医药工业-化学制剂	收入	1152.2	1382.7	1659.2	1957.9
	增长率	16%	20%	20%	18%
	毛利率	62%	60%	65%	70%
医药工业-原料药	收入	1106.5	1217.1	1399.7	1679.6
	增长率	-2%	10%	15%	20%
	毛利率	21%	25%	25%	25%
医药工业-中成药	收入	29.2	29.2	32.1	35.3
	增长率	3%	0%	10%	10%
	毛利率	34%	10%	10%	10%

数据来源：公司公告，西南证券

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	20570.23	25304.67	29562.27	34316.26	净利润	718.77	1121.95	1413.27	1717.71
营业成本	18051.15	22349.47	25981.05	30066.22	折旧与摊销	174.53	320.07	350.25	384.35
营业税金及附加	50.42	61.05	71.59	83.17	财务费用	67.76	62.78	71.39	77.47
销售费用	823.74	885.66	1034.68	1201.07	资产减值损失	174.99	20.00	20.00	20.00
管理费用	505.62	506.09	591.25	686.33	经营营运资本变动	179.58	-1142.38	-640.77	-742.55
财务费用	67.76	62.78	71.39	77.47	其他	-293.37	-54.75	-39.47	-37.81
资产减值损失	174.99	20.00	20.00	20.00	经营活动现金流净额	1022.25	327.67	1174.69	1419.16
投资收益	17.99	20.00	20.00	20.00	资本支出	-22.87	-500.00	-500.00	-500.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-23.04	51.28	-1.47	25.52
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-45.90	-448.72	-501.47	-474.48
营业利润	914.55	1439.61	1812.31	2202.01	短期借款	102.52	4.76	0.00	0.00
其他非经营损益	17.34	15.00	20.00	25.00	长期借款	-0.47	0.00	0.00	0.00
利润总额	931.88	1454.61	1832.31	2227.01	股权融资	0.00	786.41	0.00	0.00
所得税	213.11	332.66	419.04	509.30	支付股利	-165.05	-184.34	-287.74	-362.45
净利润	718.77	1121.95	1413.27	1717.71	其他	-41.59	-372.15	-71.39	-77.47
少数股东损益	104.31	162.83	205.11	249.29	筹资活动现金流净额	-104.59	234.69	-359.13	-439.92
归属母公司股东净利润	614.45	959.12	1208.17	1468.42	现金流量净额	873.61	113.64	314.09	504.76
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	3099.68	3213.32	3527.41	4032.17	成长能力				
应收和预付款项	5776.64	7205.76	8401.61	9736.93	销售收入增长率	15.19%	23.02%	16.83%	16.08%
存货	4170.12	5354.38	6163.54	7159.63	营业利润增长率	17.65%	57.41%	25.89%	21.50%
其他流动资产	274.30	225.04	306.67	339.06	净利润增长率	17.12%	56.09%	25.97%	21.54%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	11.89%	57.54%	22.58%	19.24%
投资性房地产	15.64	16.59	16.37	16.32	获利能力				
固定资产和在建工程	1633.18	1745.31	1827.26	1875.10	毛利率	12.25%	11.68%	12.11%	12.38%
无形资产和开发支出	453.45	522.14	590.83	659.52	三费率	6.79%	5.75%	5.74%	5.73%
其他非流动资产	735.27	702.16	722.95	716.60	净利率	3.49%	4.43%	4.78%	5.01%
资产总计	16158.29	18984.71	21556.65	24535.33	ROE	11.90%	15.05%	16.47%	17.29%
短期借款	995.24	1000.00	1000.00	1000.00	ROA	4.45%	5.91%	6.56%	7.00%
应付和预收款项	6532.79	7726.20	9047.50	10537.05	ROIC	14.40%	18.82%	18.94%	19.66%
长期借款	0.94	0.94	0.94	0.94	EBITDA/销售收入	5.62%	7.20%	7.56%	7.76%
其他负债	2590.34	2803.47	2928.56	3062.44	营运能力				
负债合计	10119.31	11530.61	12977.01	14600.43	总资产周转率	1.36	1.44	1.46	1.49
股本	1012.51	1068.48	1068.48	1068.48	固定资产周转率	13.81	17.41	20.13	23.00
资本公积	1729.44	2459.88	2459.88	2459.88	应收账款周转率	4.72	4.88	4.74	4.74
留存收益	2349.47	3124.25	4044.68	5150.65	存货周转率	4.38	4.66	4.49	4.49
归属母公司股东权益	5400.32	6652.61	7573.05	8679.02	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.16%	—	—	—
少数股东权益	638.66	801.49	1006.59	1255.88	资本结构				
股东权益合计	6038.98	7454.10	8579.64	9934.90	资产负债率	62.63%	60.74%	60.20%	59.51%
负债和股东权益合计	16158.29	18984.71	21556.65	24535.33	带息债务/总负债	9.84%	8.68%	7.71%	6.86%
					流动比率	1.64	1.68	1.68	1.69
					速动比率	1.13	1.12	1.11	1.12
					股利支付率	26.86%	19.22%	23.82%	24.68%
					每股指标				
					每股收益	0.58	0.90	1.13	1.37
					每股净资产	5.65	6.98	8.03	9.30
					每股经营现金	0.96	0.31	1.10	1.33
					每股股利	0.15	0.17	0.27	0.34
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	1156.83	1822.45	2233.96	2663.82					
PE	35.51	22.75	18.06	14.86					
PB	3.61	2.93	2.54	2.20					
PS	1.06	0.86	0.74	0.64					
EV/EBITDA	15.39	10.35	8.29	6.77					
股息率	0.76%	0.84%	1.32%	1.66%					

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
	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	021-68416922	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
	任晓	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn