

## 国企改革先锋，未来业绩高成长

### 投资要点

- 事件:**公司发布年报，2016年实现营业收入141.27亿(-10.91%)、归母净利润7.88亿(35.85%)，扣非后归母净利润7.12亿(29.64%)。公司2016年度拟每10股派发现金股利5元(含税)。
- 全年利润增长较快，核心产品销量增速稳定。**2016年公司实现营业收入141.27亿元(-10.91%)，其中医药工业营业收入为51.02亿元(-15.54%)，医药商业营业收入为89.82亿元(-7.79%)。近年来，受药品招标限价、医保控费、严控药占比等因素影响，医药行业增速放缓，但在此环境下，公司仍实现归母净利润同比增长35.85%。我们分析认为主要原因在于：1)公司改革营销考核体系，强调以利润考核为中心；2)通过专营网络建设，压缩渠道层级，降低渠道库存，强化产品终端管控，公司销售费用同比降32.65%；3)停产无市场前景的亏损产品，限产限销有市场前景的亏损产品；4)作为黑龙江省医药龙头，区域竞争优势明显，主要产品市场占有率为各自细分领域均处领先地位且核心产品销量保持稳定增长，其中葡萄糖酸锌口服液(+20%)，拉西地平片(+15%)，布洛芬颗粒(+10%)，钙铁锌口服液(+10%)，葡萄糖酸钙口服溶液(+1%)。
- 深化专营网络建设，强化产品终端管控。**1)公司以高端医疗机构、基层医疗机构及零售药店三条业务线为支撑体系，对销售队伍及专营商扁平化管理，提高决策效率；2)强化与专营商合作共赢意识，与全国280多家具备区域渠道优势的专营商合作，现已联结26.4万家药店和18.04万家基层医疗终端，满足全国2500余个区县的基层终端配送；3)完善“码上有”、“业代宝”等信息工具，实现对终端信息的有效掌控，进而实现效期管理、防窜货管理以及信息采集。
- 股权激励计划实施，国企改革先锋。**1)公司首次股权激励计划2016年完成，授予激励对象共1151人，授予限制性股票共5649.5万股；2)解锁条件以2014年净利润值为基数，2016年净利润增长率不低于200%，2017年净利润增长率不低于350%，2018年净利润增长率不低于550%，折算2017、2018年同比增速分别为50%、45%，未来业绩增长有保障。
- 盈利预测与投资建议。**预测公司2017-2019年EPS分别为0.42元、0.59元、0.78元，对应PE分别为20倍、14倍、11倍，公司作为国企改革龙头，未来业绩高速增长有保障，当前估值水平较低，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**行业竞争或加剧；新环保法对公司环保治理要求或提高的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	14126.89	15257.07	17043.26	19184.87
增长率	-10.91%	8.00%	11.71%	12.57%
归属母公司净利润(百万元)	788.10	1057.78	1491.69	1969.49
增长率	35.85%	34.22%	41.02%	32.03%
每股收益EPS(元)	0.31	0.42	0.59	0.78
净资产收益率ROE	10.17%	12.01%	14.48%	16.05%
PE	27	20	14	11
PB	2.59	2.28	1.95	1.64

数据来源: Wind, 西南证券

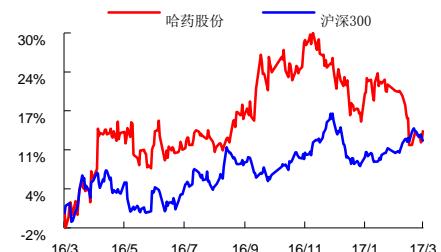
### 西南证券研究发展中心

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

分析师: 施跃  
执业证号: S1250515080001  
电话: 021-68413878  
邮箱: syue@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)	25.41
流通A股(亿股)	24.93
52周内股价区间(元)	8.0-10.39
总市值(亿元)	214.99
总资产(亿元)	150.53
每股净资产(元)	3.09

### 相关研究

**关键假设：**

根据对公司基本面分析，我们认为公司各项业务进展顺利，对 2017-2019 年公司主营业务预测如下：

假设 1：预计 2017-2019 年期间公司商业出现恢复性增长，在行业平均增速 10% 的背景下，预计公司商业批发恢复到行业中值水平，商业零售增速维持当前水平；

假设 2：公司产品结构调整，重点品种销量能维持两位数增速，其中葡萄糖酸锌口服液维持增速 20% 以上，拉西地平片维持增速 15% 以上，布洛芬颗粒维持增速 10% 以上，钙铁锌口服液维持增速 10% 以上；

假设 3：随着股权激励的推进，公司各项费用率能得到较为合理的控制。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

**表 1：公司业务分拆收入预测（百万元）**

	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>总计</b>				
营业收入	14,126.89	15,257.1	17,043.3	19,184.9
YoY	-10.91%	8.00%	11.71%	12.57%
营业成本	10,391.78	11,065.9	11,927.7	13,010.1
毛利率	26.44%	27.47%	30.02%	32.19%
<b>商业-批发</b>				
收入	7,749.04	8,136.49	8,543.32	8,970.48
yoY	-10.62%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	7,221.83	7,583.21	7,953.83	8,351.52
毛利率	6.80%	6.80%	6.90%	6.90%
<b>商业-零售</b>				
收入	1,151.87	1,336.17	1,549.96	1,797.95
yoY	15.44%	16.00%	16.00%	16.00%
成本	826.14	935.32	1,053.97	1,222.61
毛利率	28.28%	30.00%	32.00%	32.00%
<b>工业-抗感染</b>				
收入	1,972.41	2,071.03	2,195.29	2,327.01
yoY	-32.83%	5.00%	6.00%	6.00%
成本	1,284.49	1,346.17	1,426.94	1,512.56
毛利率	34.88%	35.00%	35.00%	35.00%
<b>工业-营养补充剂</b>				
收入	1,183.43	1,301.77	1,692.30	2,115.38
yoY	2.58%	10.00%	30.00%	25.00%
成本	268.82	286.39	355.38	444.23
毛利率	77.28%	78.00%	79.00%	79.00%
<b>工业-心脑血管</b>				

	2016A	2017E	2018E	2019E
收入	743.06	817.37	980.84	1,177.01
yoy	6.07%	10.00%	20.00%	20.00%
成本	163.02	179.82	196.17	235.40
毛利率	78.06%	78.00%	80.00%	80.00%
<b>工业-感冒药</b>				
收入	621.08	900.57	1,350.85	2,026.27
yoy	47.92%	45.00%	50.00%	50.00%
成本	260.61	378.24	567.36	851.03
毛利率	58.04%	58.00%	58.00%	58.00%
<b>工业-消化系统</b>				
收入	240.58	252.61	267.77	283.83
yoy	-15.37%	5.00%	6.00%	6.00%
成本	134.73	138.93	147.27	156.11
毛利率	44.00%	45.00%	45.00%	45.00%
<b>工业-抗肿瘤</b>				
收入	158.70	174.57	193.77	215.09
yoy	-10.62%	10.00%	11.00%	11.00%
成本	62.46	68.08	75.57	83.88
毛利率	60.64%	61.00%	61.00%	61.00%
<b>工业-其他</b>				
收入	182.38	184.20	186.05	187.91
yoy	-10.62%	1.00%	1.00%	1.00%
成本	98.31	92.10	93.02	93.95
毛利率	46.10%	50.00%	50.00%	50.00%
<b>其他产品</b>				
收入	81.48	82.29	83.12	83.95
yoy	10.35%	1.00%	1.00%	1.00%
成本	54.10	57.61	58.18	58.76
毛利率	33.60%	30.00%	30.00%	30.00%

数据来源: Wind, 西南证券

基于上述假设, 我们预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.42 元、0.59 元、0.78 元, 对应动态 PE 分别为 20 倍、14 倍、11 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	14126.89	15257.07	17043.26	19184.87	净利润	843.80	1132.53	1597.11	2108.67
营业成本	10391.78	11065.87	11927.69	13010.05	折旧与摊销	476.94	423.64	467.93	516.47
营业税金及附加	97.50	105.29	117.62	132.40	财务费用	-28.45	-0.17	11.20	5.04
销售费用	762.11	823.08	919.45	1034.98	资产减值损失	141.77	10.00	10.00	10.00
管理费用	1801.84	1807.78	2058.53	2324.15	经营营运资本变动	1771.95	52.03	-144.54	-54.32
财务费用	-28.45	-0.17	11.20	5.04	其他	-427.99	43.03	-10.00	-18.84
资产减值损失	141.77	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	2778.01	1661.05	1931.70	2567.02
投资收益	6.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	437.76	-530.00	-530.00	-530.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-514.13	11.26	-2.15	-1.39
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-76.37	-518.74	-532.15	-531.39
<b>营业利润</b>	<b>966.34</b>	<b>1445.21</b>	<b>1998.77</b>	<b>2668.25</b>	短期借款	-50.50	500.00	0.00	0.00
其他非经营损益	86.89	62.81	67.85	69.35	长期借款	0.42	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1053.23</b>	<b>1508.03</b>	<b>2066.62</b>	<b>2737.59</b>	股权融资	223.03	0.00	0.00	0.00
所得税	209.44	375.50	469.51	628.92	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>净利润</b>	<b>843.80</b>	<b>1132.53</b>	<b>1597.11</b>	<b>2108.67</b>	其他	-58.96	-98.86	-11.20	-5.04
少数股东损益	55.69	74.75	105.41	139.18	筹资活动现金流净额	114.00	401.14	-11.20	-5.04
归属母公司股东净利润	788.10	1057.78	1491.69	1969.49	<b>现金流量净额</b>	<b>2815.65</b>	<b>1543.45</b>	<b>1388.35</b>	<b>2030.58</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
货币资金	4635.68	6179.13	7567.47	9598.06	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	3621.37	3494.92	3979.39	4516.69	销售收入增长率	-10.91%	8.00%	11.71%	12.57%
存货	1748.71	1809.12	1954.14	2145.12	营业利润增长率	30.36%	49.56%	38.30%	33.49%
其他流动资产	53.67	47.77	53.37	60.07	净利润增长率	37.32%	34.22%	41.02%	32.03%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	18.83%	32.08%	32.60%	28.73%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	4175.48	4295.34	4370.91	4397.94	毛利率	26.44%	27.47%	30.02%	32.19%
无形资产和开发支出	433.44	425.23	417.02	408.81	三费率	17.95%	17.24%	17.54%	17.54%
其他非流动资产	384.40	367.85	364.71	360.82	净利率	5.97%	7.42%	9.37%	10.99%
<b>资产总计</b>	<b>15052.74</b>	<b>16619.36</b>	<b>18707.01</b>	<b>21487.51</b>	ROE	10.17%	12.01%	14.48%	16.05%
短期借款	0.00	500.00	500.00	500.00	ROA	5.61%	6.81%	8.54%	9.81%
应付和预收款项	4735.30	4688.29	5076.39	5619.55	ROIC	12.52%	21.92%	29.83%	37.10%
长期借款	49.26	49.26	49.26	49.26	EBITDA/销售收入	10.02%	12.25%	14.54%	16.63%
其他负债	1970.08	1951.18	2053.63	2182.29	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>6754.64</b>	<b>7188.73</b>	<b>7679.27</b>	<b>8351.10</b>	总资产周转率	0.98	0.96	0.96	0.95
股本	2541.24	2541.24	2541.24	2541.24	固定资产周转率	3.30	3.71	4.11	4.59
资本公积	710.07	710.07	710.07	710.07	应收账款周转率	5.25	5.35	5.78	5.68
留存收益	4812.69	5870.47	7362.16	9331.66	存货周转率	5.03	6.13	6.17	6.20
归属母公司股东权益	7852.48	8910.26	10401.95	12371.44	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.69%	—	—	—
少数股东权益	445.62	520.37	625.79	764.96	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>8298.10</b>	<b>9430.63</b>	<b>11027.74</b>	<b>13136.41</b>	资产负债率	44.87%	43.26%	41.05%	38.86%
负债和股东权益合计	15052.74	16619.36	18707.01	21487.51	带息债务/总负债	0.73%	7.64%	7.15%	6.58%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	流动比率	1.66	1.77	1.94	2.13
EBITDA	1414.82	1868.68	2477.90	3189.75	速动比率	1.37	1.49	1.66	1.85
PE	27.28	20.32	14.41	10.92	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
PB	2.59	2.28	1.95	1.64	<b>每股指标</b>				
PS	1.52	1.41	1.26	1.12	每股收益	0.31	0.42	0.59	0.78
EV/EBITDA	11.79	8.32	5.71	3.80	每股净资产	3.27	3.71	4.34	5.17
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	每股经营现金	1.09	0.65	0.76	1.01
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00

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
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@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	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn