

业绩稳健增长，资产重组打开成长空间

投资要点

- **事件:** 公司 2016 年实现营业收入 133.9 亿元 (+10.8%)、归母净利润 5.5 亿元 (+6.8%)。
- **业绩稳健增长，费用率下滑明显。** 1) 公司收入增速为 10.8%，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 2017 年收入将稳定增长。2) 毛利率同比下滑 0.53 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 0.52 个百分点，其中销售费用率约为 1.61%，同比下降约 0.29 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 3000 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，重组预案已获证监会批文。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。** 由于公司资产重组事项已经获得证监会批文，我们假设相关资产将于 2017 年 2 季度并表，因此上调盈利预测。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.63 元、1.96 元、2.22 元，对应 PE 分别为 21 倍、17 倍、15 倍。若考虑重组后报表追溯调整，则公司 2017-2019 年的利润增速分别为 22.62%、20.36%、13.68%。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，在血制品、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，我们认为给予 30 倍 PE 较为合理，目标价 48.9 元，上调至“买入”评级。
- **风险提示:** 资产重组执行或低于预期风险，重组后整合或低于预期风险，子公司业绩或不及预期风险。

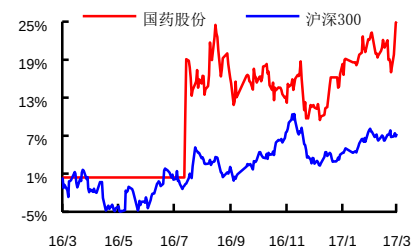
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	13386.42	34627.30	46079.87	51559.23
增长率	10.83%	158.67%	33.07%	11.89%
归属母公司净利润 (百万元)	547.61	1244.56	1499.37	1699.39
增长率	6.78%	127.27%	20.47%	13.34%
每股收益 EPS (元)	0.72	1.63	1.96	2.22
净资产收益率 ROE	14.04%	11.23%	12.55%	12.55%
PE	48	21	17	15
PB	6.52	2.09	1.83	1.61

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: 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)	27.42-34.26
总市值(亿元)	164.04
总资产(亿元)	74.01
每股净资产(元)	7.36

相关研究

1. 国药股份 (600511): 业绩稳健增长，国企改革稳步推进 (2016-10-26)
2. 国药股份 (600511): 业绩增长稳定，区域优势明显 (2016-08-17)
3. 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)

关键假设：

假设 1：北京医药分销行业增速为 10-12%。原国药股份、国控北京主营业务为北京地区医药分销，增速略与行业增速保持一致；北京康辰业务特色为血制品分销、北京华鸿业务特色为新特药代理及分销、天星普信特色为生物制品分销，均从事医药细分行业中景气度较高的子行业分销，因此增速略高于行业增速。

假设 2：随着重组后整合推进，国控北京、北京康辰、北京华鸿、天星普信的净利率呈现逐渐提升趋势。

假设 3：定增所募集的配套资金将进一步优化资本结构，若按照 3-4%的存款利率计算，所募集的 10.3 亿元配套资金有望贡献每年 3000 万元的税后利息收入。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分子公司盈利预测如下表：

表 1：分子公司盈利预测（单位：百万元）

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
原国药股份					
收入	12078	13386	14914	16540	18344
收入 YOY		10.83%	11.41%	10.90%	10.91%
成本	11118	12393	13755	15250	16910
毛利率	7.95%	7.42%	7.77%	7.80%	7.82%
期间费用率	3.70%	3.33%	3.50%	3.40%	3.40%
净利润	513	548	637	728	810
净利率	4.25%	4.09%	4.27%	4.40%	4.42%
国控北京	主营北京地区医药分销，2017 年 4 月并表，同一控制下收购 96%，非同一控制收购 4%				
收入	8904	10000	11200	12544	14049
收入 YOY		12.30%	12.00%	12.00%	12.00%
净利润	232	260	291	351	393
净利率	2.60%	2.60%	2.60%	2.80%	2.80%
北京康辰	主营北京地区医药分销，重点为血制品。2017 年 4 月并表，同一控制下收购 51%，非同一控制收购 49%				
收入	2279	2500	2800	3220	3703
收入 YOY		9.70%	12.00%	15.00%	15.00%
净利润	53	59	66	81	93
净利率	2.34%	2.34%	2.34%	2.50%	2.50%
北京华鸿	主营北京地区进口药、新特药的代理与销售。2017 年 4 月并表，同一控制下收购 51%，非同一控制收购 9%				
收入	3870	4500	5175	5951	6844
收入 YOY		16.28%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润	141	164	188	226	260
净利率	3.64%	3.64%	3.64%	3.80%	3.80%

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
天星普信	主营北京地区医药分销，重点为生物制品。2017 年 4 月并表，同一控制下收购 51%				
收入	4608	6400	8000	10000	12500
收入 YOY		38.89%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润	148	205	257	340	425
净利率	3.21%	3.21%	3.21%	3.40%	3.40%
税后利息收入 (增量)			30	30	30
考虑同一控制下追溯调整 报表的合计归母净利润	910	1015	1245	1499	1699
考虑同一控制下追溯调整 报表的合计归母净利润 YOY		11.62%	22.62%	20.36%	13.38%

数据来源：公司公告，西南证券

公司主要看点：

1、受非经常损益影响，公司 2016 年业绩为低基数；2017 年新增国控北京 4%、北京康辰 49%、北京华鸿 9%的少数股东权益收回；合计预测 2017 年业绩增速为 22.65%；当前估值 21 倍；

2、原国药股份净利率水平为 4-5%、ROE 维持在 16%以上、负财务费用，均为流通上市公司中较高水平，体现出良好的资产管理与营运能力，新注入资产存在整合后盈利能力提升的预期；

3、我们认为区域性流通公司的发展趋势为对区域渠道资源的利润挖掘深度，重组后国药股份在北京市场市占率约 20%，把握新特药、血制品等高值品种的渠道资源，在渠道扩宽、业务延展方面有较大发挥空间。

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	13386.42	34627.30	46079.87	51559.23	净利润	563.94	1405.45	1791.43	2041.67
营业成本	12392.55	31906.04	42463.94	47501.88	折旧与摊销	50.37	104.70	168.04	168.04
营业税金及附加	28.18	72.90	97.02	108.55	财务费用	-15.01	-45.92	-64.46	-72.74
销售费用	215.47	554.04	752.95	835.26	资产减值损失	14.88	15.00	20.00	25.00
管理费用	186.95	484.78	669.08	701.21	经营营运资本变动	189.84	-2522.31	-1032.47	-542.02
财务费用	-15.01	-45.92	-64.46	-72.74	其他	-212.77	1.05	-134.09	-94.86
资产减值损失	14.88	15.00	20.00	25.00	经营活动现金流净额	591.25	-1042.03	748.45	1525.10
投资收益	131.52	103.00	100.00	100.00	资本支出	24.82	-2030.00	-330.00	-330.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-66.20	102.86	100.05	100.02
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-41.37	-1927.14	-229.95	-229.98
营业利润	694.92	1743.46	2241.35	2560.08	短期借款	-300.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	16.17	24.19	12.67	9.37	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	711.09	1767.65	2254.02	2569.44	股权融资	0.00	7174.53	0.00	0.00
所得税	147.14	362.20	462.59	527.77	支付股利	0.00	-27.16	-30.87	-55.78
净利润	563.94	1405.45	1791.43	2041.67	其他	-135.16	-4.30	64.46	72.74
少数股东损益	16.34	160.89	292.06	342.28	筹资活动现金流净额	-435.16	7143.07	33.60	16.96
归属母公司股东净利润	547.61	1244.56	1499.37	1699.39	现金流量净额	114.71	4173.91	552.09	1312.07
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1677.34	5851.25	6403.34	7715.41	成长能力				
应收和预付款项	3240.28	8089.46	10842.34	12142.35	销售收入增长率	10.83%	158.67%	33.07%	11.89%
存货	1170.41	3122.50	4107.34	4614.54	营业利润增长率	9.74%	150.89%	28.56%	14.22%
其他流动资产	10.86	31.24	40.19	45.48	净利润增长率	5.94%	149.22%	27.46%	13.97%
长期股权投资	482.26	482.26	482.26	482.26	EBITDA 增长率	5.69%	146.79%	30.11%	13.24%
投资性房地产	3.96	4.10	4.06	4.04	获利能力				
固定资产和在建工程	548.65	2481.27	2650.56	2819.84	毛利率	7.42%	7.86%	7.85%	7.87%
无形资产和开发支出	98.91	92.16	85.41	78.66	三费率	2.89%	2.87%	2.95%	2.84%
其他非流动资产	168.78	168.20	167.63	167.06	净利率	4.21%	4.06%	3.89%	3.96%
资产总计	7401.46	20322.45	24783.12	28069.65	ROE	14.04%	11.23%	12.55%	12.55%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.62%	6.92%	7.23%	7.27%
应付和预收款项	2943.95	6904.80	9328.52	10521.42	ROIC	17.96%	21.58%	16.23%	15.88%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	5.46%	5.20%	5.09%	5.15%
其他负债	440.70	898.24	1174.63	1282.37	营运能力				
负债合计	3384.66	7803.04	10503.15	11803.79	总资产周转率	1.92	2.50	2.04	1.95
股本	478.80	764.64	764.64	764.64	固定资产周转率	24.24	23.26	19.53	23.45
资本公积	89.39	6978.08	6978.08	6978.08	应收账款周转率	5.42	7.37	5.83	5.41
留存收益	2903.47	4120.87	5589.38	7233.00	存货周转率	10.59	14.85	11.73	10.88
归属母公司股东权益	3521.88	11863.59	13332.10	14975.72	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.93%	—	—	—
少数股东权益	494.93	655.82	947.87	1290.15	资本结构				
股东权益合计	4016.81	12519.41	14279.98	16265.87	资产负债率	45.73%	38.40%	42.38%	42.05%
负债和股东权益合计	7401.46	20322.45	24783.12	28069.65	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.88	2.23	2.07	2.10
					速动比率	1.52	1.82	1.67	1.71
					股利支付率	0.00%	2.18%	2.06%	3.28%
					每股指标				
					每股收益	0.72	1.63	1.96	2.22
					每股净资产	5.25	16.37	18.68	21.27
					每股经营现金	0.77	-1.36	0.98	1.99
					每股股利	0.00	0.04	0.04	0.07
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	730.27	1802.24	2344.93	2655.38					
PE	47.84	21.05	17.47	15.42					
PB	6.52	2.09	1.83	1.61					
PS	1.96	0.76	0.57	0.51					
EV/EBITDA	19.93	11.19	8.37	6.89					
股息率	0.00%	0.10%	0.12%	0.21%					

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
	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
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@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
	任骁	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
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn