

国药股份 (600511)

新股份、新战略，内生加外延成为发展新思路

业绩符合预期，工业业务拖累整体毛利率

公司公布 2016 年年报，收入 133.86 亿 (+10.83%)、归母净利 5.48 亿 (+6.78%)，基本符合预期，同时每 10 股派发现金股利 2 元。扣非后归母净利 5.39 亿 (+10.41%，政府补贴下降 43.38%)，扣非后的 ROE 为 16.47% (降低 1.62%，降低原因主要是财务杠杆降低及全国分销和工业业务毛利率下降)。由于加强了应收账款管理，经营性净现金流为 5.91 亿(+34.29%)。销售费用下降了 5.85% (市场开发费下降了 83%)，管理费用上升了 11.30% (职工薪酬上升了 32%)，由于将外部借款替换为内部借款，财务费用减少了 2999 万，同比下降 200.17%。毛利率方面，总体分销业务毛利率为 7.09% (上升了 0.01 个百分点)，工业制造毛利率为 21.24% (下降了 15.49 个百分点)，仓储物流毛利率为 33.06% (上升了 1.99 个百分点)。

强调下游医疗终端服务模式创新，以资本驱动上游品种布局

公司目前首要任务是完成资产重组，后续混改预期依然是下半年的重点方向。年报披露重组事宜将在 6 月底前完成实现并表，这不仅解决了北京地区的同业竞争问题，更重要的是打开了公司再融资的限制，为未来发展“精麻特”品种奠定资金基础。同时重组相关的配套融资项目有助于公司保持在医院纯销和基药配送市场的增长。因为背靠国药集团，公司在上游品种端具有较强优势，对于下游医疗端项目合作创新 (如供应链延伸) 及社区和小型民营医院资源的整合，可以放大分销平台的采配、营销、客户精细化管理功能，确保在纯销和基药市场的持续增长。

强化品种专业化运营，继续推进试剂耗材、口腔产品等品种的创新经营

精麻品种占公司收入的 21% 左右 (28-29 亿)，后续二类精神用药的推广及辅助下游分销商做好临床推广，将继续推动公司在该核心业务的持续增长。口腔业务未来每年的增速至少保持在 20% 的增长，在产品端引进了新的产品线，公司致力成为终端覆盖面最广的口腔产品服务商。工业端国瑞冻干产品销售低于预期，无水乙醇审批延期，2016 年国瑞药业净利同比下降 42.14%，归母净利约为 1150 万，预计 2017 年为公司贡献的利润变化不大。

估值评级

借助国药集团总公司在品种方面的优势，公司在精麻特药方面可以延续这种品种优势，打开再融资限制后通过向上下游渗透打通产业链形成竞争闭环，北京地区分销市场份额有望继续提高。重组前公司总股本为 478.80 百万股，重组后总股本为 764.64 百万股，预计 2017 年 6 月底完成重组后，2017-2019 年重组后备考净利分别为 9.03、13.24、15.06 亿，备考摊薄 EPS 为 1.18、1.73、1.97 元，根据行业平均估值给予 33 倍 PE，未来十二个月目标价 38.94 元，给予“增持”评级。

风险提示：公司混改预期延后，再融资进度低于预期，北京市场竞争加剧

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	12,078.19	13,386.42	14,982.33	16,845.96	18,980.51
增长率(%)	4.68	10.83	11.92	12.44	12.67
EBITDA(百万元)	690.15	728.71	800.86	896.78	1,011.50
净利润(百万元)	512.85	547.61	622.94	692.05	784.16
增长率(%)	6.26	6.78	13.76	11.09	13.31
EPS(元/股)	1.07	1.14	1.30	1.45	1.64
市盈率(P/E)	31.99	29.96	26.33	23.70	20.92
市净率(P/B)	5.41	4.66	4.05	3.48	3.00
市销率(P/S)	1.36	1.23	1.09	0.97	0.86
EV/EBITDA	25.05	17.92	19.15	16.27	14.62

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医药商业
6 个月评级	增持 (调低评级)
当前价格	34.26 元
目标价格	38.94 元
上次目标价	38.72 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	478.80
流通 A 股股本(百万股)	277.64
A 股总市值(百万元)	16,403.69
流通 A 股市值(百万元)	9,512.06
每股净资产(元)	7.11
资产负债率(%)	44.20
一年内最高/最低(元)	34.82/29.75

作者

杨烨辉	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516080003	
yangyehui@tfzq.com	
柴博	联系人
chaibo@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《国药股份-首次覆盖报告:重组获批,再融资、混改、员工激励成为确定趋势》 2017-01-19

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,474.43	1,677.34	1,356.17	2,124.30	1,954.89
应收账款	2,233.66	2,599.55	2,972.15	3,480.55	4,007.88
预付账款	33.68	40.73	45.03	54.25	60.92
存货	1,157.91	1,170.41	1,513.11	1,593.61	2,010.34
其他	406.60	610.86	620.39	852.85	830.16
流动资产合计	5,306.28	6,098.90	6,506.85	8,105.56	8,864.19
长期股权投资	401.52	482.26	482.26	482.26	482.26
固定资产	566.92	537.60	536.25	553.09	567.83
在建工程	9.94	11.05	42.63	73.58	74.15
无形资产	94.19	96.46	92.83	89.20	85.57
其他	177.21	175.19	168.80	168.35	167.50
非流动资产合计	1,249.78	1,302.57	1,322.78	1,366.47	1,377.30
资产总计	6,556.05	7,401.46	7,829.62	9,472.03	10,241.49
短期借款	300.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	2,198.14	2,243.32	2,900.73	2,903.60	3,595.73
其他	388.60	994.53	211.84	1,171.51	472.88
流动负债合计	2,886.74	3,237.86	3,112.58	4,075.11	4,068.61
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	155.01	146.80	147.84	149.88	148.18
非流动负债合计	155.01	146.80	147.84	149.88	148.18
负债合计	3,041.75	3,384.66	3,260.42	4,225.00	4,216.79
少数股东权益	484.54	494.93	514.59	536.72	560.73
股本	478.80	478.80	478.80	478.80	478.80
资本公积	89.39	89.39	89.39	89.39	89.39
留存收益	2,493.13	2,992.86	3,575.81	4,231.52	4,985.17
其他	(31.56)	(39.17)	(89.39)	(89.39)	(89.39)
股东权益合计	3,514.30	4,016.81	4,569.20	5,247.03	6,024.70
负债和股东权益总	6,556.05	7,401.46	7,829.62	9,472.03	10,241.49

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	532.31	563.94	622.94	692.05	784.16
折旧摊销	42.70	50.37	33.40	35.85	38.32
财务费用	38.53	12.09	(16.68)	(19.14)	(22.44)
投资损失	(104.50)	(131.52)	(142.04)	(153.41)	(165.68)
营运资金变动	(70.74)	109.26	(788.47)	134.33	(935.44)
其它	1.98	(12.89)	20.69	23.29	25.28
经营活动现金流	440.29	591.25	(270.17)	712.97	(275.80)
资本支出	123.53	111.82	58.95	77.96	51.71
长期投资	64.01	80.75	0.00	0.00	0.00
其他	(240.87)	(233.94)	(35.03)	(4.55)	63.97
投资活动现金流	(53.34)	(41.37)	23.92	73.41	115.68
债权融资	300.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	70.53	8.57	(32.73)	20.06	23.40
其他	(14.89)	(443.74)	(42.20)	(38.31)	(32.68)
筹资活动现金流	355.64	(435.16)	(74.93)	(18.25)	(9.28)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	742.59	114.71	(321.17)	768.13	(169.41)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	12,078.19	13,386.42	14,982.33	16,845.96	18,980.51
营业成本	11,117.88	12,392.55	13,867.11	15,586.37	17,554.34
营业税金及附加	18.08	28.18	22.47	30.37	31.34
营业费用	228.85	215.47	241.22	269.54	301.79
管理费用	167.98	186.95	209.75	234.16	265.73
财务费用	14.99	(15.01)	(16.68)	(19.14)	(22.44)
资产减值损失	1.66	14.88	16.37	18.01	19.81
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	104.50	131.52	142.04	153.41	165.68
其他	(208.99)	(263.05)	(284.09)	(306.82)	(331.36)
营业利润	633.26	694.92	784.14	880.07	995.61
营业外收入	35.01	17.19	26.10	21.64	23.87
营业外支出	0.55	1.02	0.78	0.90	0.84
利润总额	667.73	711.09	809.46	900.82	1,018.64
所得税	135.42	147.14	165.83	185.47	209.21
净利润	532.31	563.94	643.63	715.34	809.43
少数股东损益	19.46	16.34	20.69	23.29	25.28
归属于母公司净利润	512.85	547.61	622.94	692.05	784.16
每股收益(元)	1.07	1.14	1.30	1.45	1.64

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	4.68%	10.83%	11.92%	12.44%	12.67%
营业利润	8.55%	9.74%	12.84%	12.23%	13.13%
归属于母公司净利润	6.26%	6.78%	13.76%	11.09%	13.31%
获利能力					
毛利率	7.95%	7.42%	7.44%	7.48%	7.51%
净利率	4.25%	4.09%	4.16%	4.11%	4.13%
ROE	16.93%	15.55%	15.36%	14.69%	14.35%
ROIC	24.77%	24.90%	28.16%	22.88%	26.68%
偿债能力					
资产负债率	46.40%	45.73%	41.64%	44.60%	41.17%
净负债率	51.23%	31.55%	37.37%	36.29%	34.87%
流动比率	1.84	1.88	2.09	1.99	2.18
速动比率	1.44	1.52	1.60	1.60	1.68
营运能力					
应收账款周转率	5.28	5.54	5.38	5.22	5.07
存货周转率	10.98	11.50	11.17	10.84	10.53
总资产周转率	2.00	1.92	1.97	1.95	1.93
每股指标(元)					
每股收益	1.07	1.14	1.30	1.45	1.64
每股经营现金流	0.92	1.23	-0.56	1.49	-0.58
每股净资产	6.33	7.36	8.47	9.84	11.41
估值比率					
市盈率	31.99	29.96	26.33	23.70	20.92
市净率	5.41	4.66	4.05	3.48	3.00
EV/EBITDA	25.05	17.92	19.15	16.27	14.62
EV/EBIT	26.67	19.20	19.99	16.95	15.19

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	邮编：518017
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	电话：(86755)-82566970
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-23913441
			邮箱：research@tfzq.com