



分析师: 魏贇

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

执业证书编号: S0870513090001

研究助理: 金鑫

Tel: 021-53686163

E-mail: jinxin1@shzq.com

执业证书编号: S0870116070016

基本数据 (2016Q4)

报告日股价 (元)	23.38
12mth A 股价格区间 (元)	12.55-23.70
总股本 (百万股)	1,068.49
无限售 A 股/总股本	95%
流通市值 (亿元)	234.31
每股净资产 (元)	6.44
PBR (X)	3.60
DPS (Y2016, 元)	无

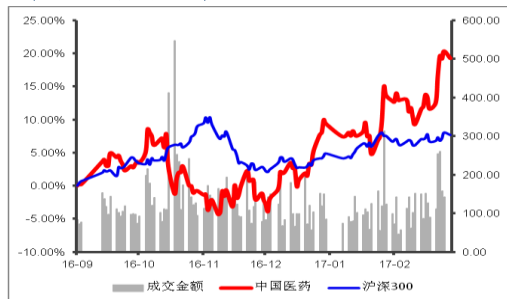
主要股东 (2016Y)

中国通用技术(集团)控股有限责任公司	41.27%
通用天方药业集团有限公司	10.09%
上海汽车集团股权投资有限公司	4.00%

收入结构 (2016Y)

医药商业	64.7%
国际贸易	25.9%
医药工业	9.4%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: WY17-CT04

首次报告日期:

相关报告:

工商贸协同发展 带动公司业绩快速增长

■ 公司动态事项

3月28日, 公司发布2016年年度报告。同时公告利润分配预案, 拟每10股派现2.66元 (含税)。

■ 事项点评

利润增速受益于销售费用率改善, 高于收入增速

公司2016年全年实现营业收入257.38亿元, 同比增长25.12%, 实现归母净利润9.48亿元, 同比增长54.31%, 利润端增速高于收入端, 主要原因是销售费用率同比下降, 带动公司净利率水平上升。公司2016年期间费用率为5.93%, 同比下降0.86pp, 其中销售费用率为3.33%, 同比下降0.67pp, 管理费用率为2.44%, 同比下降0.02pp, 财务费用率为0.16%, 同比下降0.17pp, 销售费用率下降的主要原因是: 1) 各公司加强费用管理, 差旅费等可控费用同比下降; 2) 国际贸易业务运输费、咨询费等费用受项目进度影响同比下降。从收入构成上看, 医药工业、医药商业、国际贸易业务的收入占比分别为9.4%、64.7%、25.9%, 医药商业业务为公司主要的收入来源; 从毛利构成上看, 医药工业、医药商业、国际贸易业务的毛利占比分别为35.5%、39.4%、25.1%, 医药工业业务和医药商业业务的毛利占比处在同一水平。

公司2016年销售毛利率为11.61%, 同比下降0.49pp, 主要原因是医药商业业务收入增速较快, 导致公司收入结构变化。

医药工业: 调整产品结构, 制剂业务实现快速增长

公司医药工业业务2016年营业收入同比增长8.89%, 销售毛利率为42.40% (+0.59pp), 其中化学制剂业务的收入同比上涨22.55%, 销售毛利率为60.85% (-0.77pp), 收入增速较快且毛利率水平高, 导致公司医药工业业务的收入结构变化, 盈利能力提高。天方中药等受新版GMP改造的影响出现暂时性停产, 导致中成药业务收入同比下降98.41%。

公司2016年实现了重点品种重点区域市场销量稳增, 阿托伐他汀钙销量同比增长19.36%, 新产品瑞舒伐他汀钙胶囊销量同比增长超106%, 普药实行产品线管理, 同比增长46%。公司获得双氯芬酸二乙胺凝胶生产批件, 以及氯化钾缓释胶囊等10个品种的临床批件; 同时托管企业上海新兴人凝血八因子实现上市销售, 并成功获批福建将乐、浙江三门两个浆站。

医药商业: 扩张加速, 强化区域市场布局

公司医药商业业务2016年营业收入同比上升41.86%, 销售毛利率为6.84% (+0.37pp), 其中纯销业务、调拨业务营业收入分别同比增长32.10%、56.99%, 销售毛利率分别为9.83% (+0.52pp)、2.96%

(+0.87pp)。公司战略布局全国商业网络，2016年投资并购了泰丰医药70%股权，同时在黑龙江、广东、湖北设立新公司，完善公司在河南省、黑龙江省、广东省、湖北省等区域市场的医药商业战略布局，利用市场知名度和品牌影响力，不断提高市场地位。

国际贸易：大额海外贸易合同有利于提高 2017、2018 年收入增速

国际贸易业务营业收入同比增长0.85%，销售毛利率为10.89%。公司2016年12月与委内瑞拉国家外贸公司签订医疗产品的一般贸易合同，合同总金额约1.1亿美元，有利于公司国际贸易业务2017、2018年提高收入增速。此外，公司2016年实现净利润4.13亿元，同比增长53.75%，主要原因是：1) 运输费、咨询费等费用受项目进度影响同比下降；2) 物流分销业务开发了多家国际知名企业产品的物流平台，盈利能力大幅提升。

■ 风险提示

两票制等行业政策风险；海外贸易合同不及预期风险；国企改革低于预期风险。

■ 投资建议

未来六个月内，给予“谨慎增持”评级

预计17、18年实现EPS为1.04、1.20元，以3月28日收盘价23.38元计算，动态PE分别为22.41倍和19.46倍。同类型可比上市公司16年市盈率中位值为22.70倍，公司市盈率略低于行业平均水平。我们认为：1) 公司的医药工业、医药商业、国际贸易三大业务协同发展，工业产品利用商业的渠道优势拓展销售，贸易的进口代理产品植入自有商业渠道销售，形成工商贸一体化的经营网络；2) 公司2016年定增募集资金7.86亿元，加强公司资本实力，有利于公司保持外延式扩张，拓展商业网络布局，强化区域市场竞争地位；3) 公司实际控制人是国务院国资委，存在国企改革预期，公司大股东通用集团承诺将旗下海南康力等优质医药资产注入上市公司。未来六个月，给予“谨慎增持”评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	25,737.89	31,247.95	37,320.21	42,580.66
年增长率	25.12%	21.41%	19.43%	14.10%
归属于母公司的净利润	948.14	1,114.84	1,283.67	1,441.68
年增长率	54.31%	17.58%	15.14%	12.31%
每股收益 (元)	0.89	1.04	1.20	1.35
PER (X)	26.35	22.41	19.46	17.33

注：有关指标按当年股本摊薄

■ 附表

附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业总收入	25,737.89	31,247.95	37,320.21	42,580.66
二、营业总成本	24,365.27	29,654.12	35,457.95	40,488.37
营业成本	22,702.60	27,569.64	32,953.95	37,542.64
营业税金及附加	73.42	80.14	97.88	114.12
销售费用	857.77	1,124.93	1,324.87	1,554.19
管理费用	626.82	754.42	895.69	1,064.52
财务费用	41.76	31.25	73.60	85.16
资产减值损失	62.89	93.74	111.96	127.74
三、其他经营收益	14.95	16.45	18.10	19.90
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	14.95	16.45	18.10	19.90
四、营业利润	1,387.58	1,610.28	1,880.36	2,112.19
加: 营业外收入	58.43	61.35	64.42	67.64
减: 营业外支出	7.26	7.63	8.01	8.41
五、利润总额	1,438.75	1,664.01	1,936.77	2,171.42
减: 所得税	320.09	377.14	437.59	488.62
六、净利润	1,118.65	1,286.87	1,499.17	1,682.80
减: 少数股东损益	170.51	172.03	215.50	241.12
归属于母公司所有者的净利润	948.14	1,114.84	1,283.67	1,441.68
七、摊薄每股收益 (元)	0.89	1.04	1.20	1.35

资料来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

魏贇 金鑫

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。