

2017年04月25日

王睿哲
C0062@capital.com.tw
目标价(元)

39元

国药股份(600511.SH)

Buy 买入

2017Q1 净利润同比增长 15%，好于预期

结论与建议:

■ **公司业绩:** 公司 2017Q1 实现营收 35.7 亿元, YOY+9.1%, 录得净利润 1.4 亿元, YOY+15.2%, 折合 EPS 为 0.3 元, 公司营收增长符合预期, 净利润增长略好于我们的预期。

■ **营收稳健增长, 预计医药工业部分有所恢复:** 公司营收保持稳健增长, 预计其中的精麻药物分销以及北京区域纯销业务稳定增长, 但医药工业部分预计已开始有所恢复。预计由于医药工业营收占比增加, 使得公司综合毛利率较去年 Q4 环比提升 0.7 个百分点, 同比提升 0.1 个百分点至 7.5%。公司本期管理费用率有所下降, 带动公司期间费用率同比下降 0.2 个百分点至 2.6%。毛利率的提升以及费用率的下降使得公司利润增速高于营收增速, 业绩好于我们的预期。

■ **整合即将完成:** 公司的资产重组计划目前已通过证监会核准, 至此已完成所有需要履行的审批程序, 公司年报中预计整个交易过程将在 2017 年 6 月底完成并实现财务报表合并。我们预计重组完成后, 公司将可获得军队及基层销售渠道, 北京市场份额将由 8% 提升至 20% 左右, 成为区域绝对的龙头。另外, 公司将在新药特药、生化药品、血制品等细分领域获得独特的竞争优势, 并可获得业务协同, 将提高其他分销产品的销售覆盖率。

■ **盈利预计:** 由于公司业绩略好于预期, 我们小幅上调盈利预测。若不考虑重组因素, 我们预计公司 2017 年/2018 年公司分别实现净利润 6.2 亿元 (YOY+13.2%) / 6.9 亿元 (YOY+11.2%), EPS 分别为 1.29 元/1.44 元, 对应 PE 分别为 26 倍/24 倍。若考虑公司在今年并表, 我们预计 2017 年/2018 年 EPS 分别为 1.65 元和 1.85 元, 对应 PE 分别为 20 倍/18 倍。考虑到资产重组完成后并表业绩将会明显增厚, 对应估值不高, 给予“买入”的投资建议。

公司基本信息

产业别	医药生物		
A 股价(2017/4/24)	33.84		
上证指数(2017/4/24)	3129.53		
股价 12 个月高/低	34.82/29.75		
总发行股数(百万)	478.80		
A 股数(百万)	277.64		
A 市值(亿元)	93.95		
主要股东	国药控股股份有限公司(44.01%)		
每股净值(元)	7.64		
股价/账面净值	4.43		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-1.2	6.0	23.4

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2016-03-25	33.80	买入
2016-08-17	32.14	买入

产品组合

商品销售	100.5%
产品销售	3.0%
仓储物流	1.3%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	7.6%
一般法人	9.2%

股价相对大盘走势



年度截止 12 月 31 日		2014	2015	2016	2017E	2018E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	483	513	548	620	689
同比增减	%	17.29	6.26	6.78	13.20	11.20
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.01	1.07	1.14	1.29	1.44
同比增减	%	17.28	6.26	6.78	13.20	11.20
市盈率 (P/E)	X	33.57	31.59	29.59	26.14	23.50
股利 (DPS)	RMB 元	0.10	0.10	0.20	0.16	0.17
股息率 (Yield)	%	0.30	0.30	0.59	0.46	0.51

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一: 合并损益表

人民币百万元	2014	2015	2016	2017F	2018F
营业收入	11538	12078	13386	14922	16632
经营成本	10626	11118	12393	13811	15376
营业税金及附加	14	18	28	29	35
销售费用	221	229	215	240	266
管理费用	163	168	187	200	216
财务费用	15	15	-15	-16	-18
资产减值损失	16	2	15	21	15
投资收益	100	104	132	158	130
营业利润	583	633	695	796	872
营业外收入	118	35	17	22	25
营业外支出	77	1	1	6	5
利润总额	625	668	711	812	892
所得税	127	135	147	167	183
少数股东损益	15	19	16	25	20
归母公司净利润	483	513	548	620	689

附二: 合并资产负债表

人民币百万元	2014	2015	2016	2017F	2018F
货币资金	757	1474	1677	1929	2218
应收账款	2296	2226	2595	3114	3737
存货	1043	1158	1170	1112	1056
流动资产合计	4420	5306	6099	7319	8782
长期股权投资	338	402	482	627	815
固定资产	487	567	538	591	650
在建工程	65	10	11	13	16
非流动资产合计	1118	1250	1303	1498	1723
资产总计	5538	6556	7401	8817	10505
流动负债合计	2715	2887	3238	3885	4663
非流动负债合计	242	155	147	153	159
负债合计	2957	3042	3385	4038	4821
少数股东权益	101	485	495	643	1480
股东权益合计	2480	3030	3522	4135	4204
负债及股东权益合计	5538	6556	7401	8817	10505

附三: 合并现金流量表

(人民币百万元)	2014	2015	2016	2017F	2018F
经营活动所得现金净额	219	440	591	650	715
投资活动所用现金净额	-88	-53	-41	-1400	-1400
融资活动所得现金净额	-254	356	-435	-2000	-2000
现金及现金等价物净增加额	-122	743	115	-2750	-2685

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不在此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不

会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。