

2017年07月13日

国药股份 (600511.SH)

公司动态分析

证券研究报告

医药流通

新标切换带来技术性波动造成 2 季度业绩失真，后续有望逐季修复

■ 二季度业绩预期不佳属于新标执行过渡期带来的技术性波动：近期，公司股价波动较大，我们了解和判断是市场担心公司 2 季度业绩不佳所致，但我们认为，公司 2 季度业绩预期不佳是北京新标执行过渡期带来的技术性波动，后续两个季度有望得到持续修复，全年看公司仍有望实现 12 亿元以上净利润（我们此前报告盈利预测 2017 年净利润 12.4 亿元），当前股价对应 2017 年/2018 年估值仅 19 倍/16 倍。

■ 技术性波动主要来自招标降价带来的换票和取消药品加成带来的压力传导：**1、招标降价的影响：**新标中药品中标价平均降价幅度在 15% 左右，公司前期采购价格较高，但由于给医院配送按照新的低中标价开票和执行，就会出现部分产品高进低出、出现倒挂，我们预计这部分损失是能够通过换票和谈判绝大部分得到补偿的，只是需要 1~2 个季度的滞后性反应。**2、取消药品加成的影响：**预计这部分给商业公司带来 0~5 个百分点的影响，但是一般公司也能够通过向上游工业企业谈判而转嫁，特别是公司的产品结构包括麻精药和血制品等，我们认为，公司有望通过积极谈判，最大程度上消化上述不利影响，并在后续几个季度得到业绩修正和体现。

■ 投资建议：买入-A 投资评级，6 个月目标价 45.00 元。暂不调整盈利预测，我们预计公司 2017~2019 年净利润分别为 12.4/14.5/17.3 亿元（2017 年包含了会计预计政策变更影响预计 5000~6000 万），当前股价对应 2017~2019 年 PE 分别为 19/16/14 倍。我们判断，随着国药股份重组完成后机制进一步理顺，及外延式并购预期的加强，未来估值有较大提升空间。

■ 风险提示：短期招标降价及药品零加成带来的压力及业绩波动；外延式并购及激励进展低于预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	12,078.2	13,386.4	39,677.3	44,879.0	51,301.2
净利润	512.8	547.6	1,240.3	1,451.1	1,730.2
每股收益(元)	0.67	0.71	1.62	1.89	2.26
每股净资产(元)	3.95	4.59	6.32	7.97	9.90

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	46.1	43.2	19.1	16.3	13.7
市净率(倍)	7.8	6.7	4.9	3.9	3.1
净利润率	4.2%	4.1%	3.1%	3.2%	3.4%
净资产收益率	16.9%	15.5%	25.6%	23.7%	22.8%
股息收益率	0.2%	0.4%	0.6%	0.8%	1.0%
ROIC	24.8%	24.9%	70.6%	22.7%	59.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

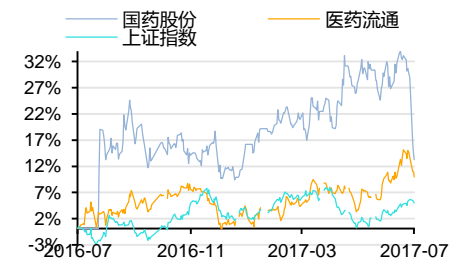
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**45 元**
股价 (2017-07-12) **30.83 元**

交易数据

总市值(百万元)	23,644.57
流通市值(百万元)	8,559.75
总股本(百万股)	766.93
流通股本(百万股)	277.64
12 个月价格区间	27.42/36.47 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-15.41	-3.32	7.34
绝对收益	-14.17	-6.1	14.11

崔文亮

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040006
cuiwl@essence.com.cn
010-83321412

孔令岩

报告联系人

kongly@essence.com.cn

相关报告

国药股份：国药股份公司快报/周小刚	2017-04-24
国药股份：看好医药商业整合机会，重组后产品与渠道优势显著外延并购有望加快/张龙	2017-03-28

上游工业企业谈判而转嫁，特别是公司的产品结构包括麻精药和血制品等，及公司重组完成后在北京地区强势的渠道价值，我们判断，公司能够最大程度的消化上述不利影响，且特别是第一部分，预计在接下来几个季度能够得到较好的修复并反映在业绩上，我们认为，公司有望通过积极谈判，最大程度上消化上述不利影响，并在后续几个季度得到业绩修正和体现。

3. 事实上，原国药股份今年具备较快增长的因素

北京新标执行前，公司1季度净利润增速达到16%，是超出市场预期的。原国药股份今年具备较快增长的因素来自：1、参股宜昌人福预计仍将保持20%以上增长；2、子公司国瑞药业去年受招标和两票制影响，净利润下滑42%，预计今年会有一个20%~30%恢复性增长；3、原国药股份麻药业务非常稳健，不受招标影响，预计全年实现20%左右增长。

北京地区的医改政策相对比较温和，特别是与2011年那次招标整体大幅降价不同，本轮药品招标采购采取了分类采购的思路，整体中标价有升有降，4月份，北京市卫计委新闻发言人高小俊接受采访时表示，根据测算，北京药品实行阳光采购后预计价格将会下降8%，因此，整体降幅并不大，我们上述预计和假设15%左右招标降价带来的影响已经充分反映这一影响，我们认为不应对招标降价带来的影响过度担忧与悲观，更何况公司有望通过谈判来努力消化这一影响。

国控北京取得了北京市社区基药配送资格，是北京市指定的五家社区基本药物配送商之一，覆盖了过千家社区医疗客户。今年3月份北京实施医药分开综合改革以来，分级诊疗效果开始显现，截止7月初，三级医院门急诊量减少12.9%，二级医院减少5.2%，一级医院及基层医疗卫生机构增加8.6%，城区部分社区卫生服务机构诊疗量增加20%左右。因此，我们认为，国控北京未来的收入增速将显著超过整个市场平均水平，受益于分级诊疗带来的结构性增长。

随着医院控制药占比和药品零加成、再辅以按病种付费等综合措施，药品正在逐渐转化成为医院的成本项，处方外流将成为趋势，而由于种种关系，我们认为与医院业务关系合作密切的商业公司有望最先承接和受益于处方外流业务，公司在2016年年报中也披露要着力发展医院合作药房和DTP药房，同时公司的募投项目之一即是社区医院药房托管项目，我们认为，凭借公司在北京强大的资源，未来公司将在DTP药房和院内、院外药房等业务取得快速发展。

4. 重组后的新国药股份具备核心竞争力，5年后有望再造2个国药股份

重组后，公司将获得北京地区最完善的销售网络和最具竞争力的品种优势，市场份额有望持续提升。目前，北京市医药商业规模（含器械）为1500亿左右，而国药股份重组完成后在北京地区的收入规模仅250亿左右，份额仅17%左右，按照其他多个地区的经验，一般区域龙头的市场份额能够达到30%，一些特殊地区甚至高达60%，且北京地区的医改政策一直相对温和，每年市场整体增长还有10%左右，假设5年以后，公司的市场份额能够提升至30%，按照10%的复合增速测算，届时，北京地区市场规模为2400亿元，则公司30%份额对应的规模为723亿元，是现有北京地区收入的3倍。由此可见，仅仅北京地区，公司的业务成长空间就有2倍，假设分解到5年，对应复合增速在25%。因此，从中长期看，公司的商业业务是具有成长空间的。

5. 打造口腔全产业链业务空间巨大，多项创新业务提升综合竞争力

子公司国药前景在口腔专科领域建立起了覆盖全国的销售渠道和服务网络，公司一直将国药前景打造成成为“口腔行业最专业的服务平台与供应商”的战略定位，公司 2016 年末完成对国药前景同比例增资至 2000 万元，公司也在年报中明确表述“继续跟踪寻觅麻药产业链和口腔产业链上的并购机会”，并购预期呼之欲出，我们预计，公司在口腔全产业链特别是上游各种高毛利率耗材及器械方面有望通过并购实现延伸，未来发展空间巨大。

6. 激励实施有望适时落地

国药系整体改革持续推进，大股东国药控股已经实施激励，我们预计，公司有望适时进行激励。

7. 投资建议

买入-A 投资评级，6 个月目标价 45.00 元。暂不调整盈利预测，我们预计，公司原有业务净利润 2017~2019 年分别同比增长 20%/21%/23%，对应净利润 6.6/8.0/9.8 亿元（2017 年包含了会计预计政策变更影响预计 5000~6000 万，内生性增速预计下调为 10%），按照重组合并 4 家公司的保底承诺利润计算，则合计对应 2017~2019 年净利润分别为 12.4/14.5/17.3 亿元，当前股价对应 2017~2019 年 PE 分别为 19/16/14 倍。在所有医药商业公司中与上海医药估计接近，远低于其他商业公司，上海医药是由于市值已达 665 亿，是 A 股市值最大的商业公司。我们判断，随着国药股份重组完成后机制进一步理顺，及外延式并购预期的加强，未来估值有较大提升空间。

8. 风险提示

短期招标降价及药品零加成带来的压力及业绩波动；外延式并购及激励进展低于预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	12,078.2	13,386.4	39,677.3	44,879.0	51,301.2	成长性					
减:营业成本	11,117.9	12,392.6	36,618.2	41,396.4	47,304.9	营业收入增长率	4.7%	10.8%	196.4%	13.1%	14.3%
营业税费	18.1	28.2	63.5	71.8	82.1	营业利润增长率	8.5%	9.7%	147.7%	15.6%	18.5%
销售费用	228.8	215.5	646.7	736.0	861.9	净利润增长率	6.3%	6.8%	126.5%	17.0%	19.2%
管理费用	168.0	187.0	555.9	628.3	720.8	EBITDA 增长率	9.3%	5.6%	170.8%	13.6%	13.8%
财务费用	15.0	-15.0	202.1	200.7	140.8	EBIT 增长率	8.3%	4.9%	182.9%	13.9%	14.1%
资产减值损失	1.7	14.9	9.2	6.1	5.1	NOPLAT 增长率	8.3%	4.3%	183.5%	14.0%	14.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	3.8%	0.1%	254.4%	-56.6%	154.2%
投资和汇兑收益	104.5	131.5	139.5	150.4	173.2	净资产增长率	36.2%	14.3%	36.5%	26.2%	24.2%
营业利润	633.3	694.9	1,721.2	1,990.1	2,359.0	利润率					
加:营业外净收支	34.5	16.2	30.8	52.9	66.5	毛利率	8.0%	7.4%	7.7%	7.8%	7.8%
利润总额	667.7	711.1	1,752.0	2,042.9	2,425.6	营业利润率	5.2%	5.2%	4.3%	4.4%	4.6%
减:所得税	135.4	147.1	359.3	417.4	496.0	净利润率	4.2%	4.1%	3.1%	3.2%	3.4%
净利润	512.8	547.6	1,240.3	1,451.1	1,730.2	EBITDA/营业收入	5.7%	5.4%	5.0%	5.0%	5.0%
						EBIT/营业收入	5.4%	5.1%	4.8%	4.9%	4.9%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	16	15	5	4	3
货币资金	1,474.4	1,677.3	3,174.2	3,590.3	4,104.1	流动营业资本周转天数	37	33	36	37	35
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	145	153	132	139	137
应收账款	2,233.7	2,599.6	12,160.1	4,476.2	14,398.2	应收账款周转天数	68	65	67	67	66
应收票据	393.5	600.0	1,379.7	1,187.3	1,913.2	存货周转天数	33	31	32	32	32
预付账款	33.7	40.7	391.8	186.6	236.5	总资产周转天数	180	188	143	148	146
存货	1,157.9	1,170.4	5,844.6	2,122.9	6,895.3	投资资本周转天数	63	58	45	44	41
其他流动资产	13.1	10.9	17.0	13.6	13.8	投资回报率					
可供出售金融资产	78.7	70.3	66.0	71.7	69.3	ROE	16.9%	15.5%	25.6%	23.7%	22.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.1%	7.6%	5.8%	12.7%	6.7%
长期股权投资	401.5	482.3	482.3	482.3	482.3	ROIC	24.8%	24.9%	70.6%	22.7%	59.7%
投资性房地产	4.1	4.0	4.0	4.0	4.0	费用率					
固定资产	566.9	537.6	491.2	444.8	398.4	销售费用率	1.9%	1.6%	1.6%	1.6%	1.7%
在建工程	9.9	11.1	11.1	11.1	11.1	管理费用率	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
无形资产	94.2	96.5	92.8	89.2	85.6	财务费用率	0.1%	-0.1%	0.5%	0.4%	0.3%
其他非流动资产	94.4	100.9	94.5	94.1	93.2	三费/营业收入	3.4%	2.9%	3.5%	3.5%	3.4%
资产总额	6,556.1	7,401.5	24,209.1	12,773.9	28,704.8	偿债能力					
短期债务	300.0	-	2,829.9	168.4	562.5	资产负债率	46.4%	45.7%	77.3%	45.8%	70.0%
应付账款	2,198.1	2,243.3	11,112.8	4,037.8	13,135.8	负债权益比	86.6%	84.3%	341.5%	84.5%	233.8%
应付票据	307.0	886.3	1,720.0	1,376.6	2,443.6	流动比率	1.84	1.88	1.45	2.03	1.68
其他流动负债	81.6	108.3	213.7	118.4	235.9	速动比率	1.44	1.52	1.08	1.66	1.26
长期借款	-	-	2,701.4	-	3,579.9	利息保障倍数	43.26	-45.30	9.51	10.91	17.76
其他非流动负债	155.0	146.8	147.8	149.9	148.2	分红指标					
负债总额	3,041.7	3,384.7	18,725.6	5,851.1	20,105.8	DPS(元)	0.06	0.12	0.20	0.25	0.32
少数股东权益	484.5	494.9	639.7	811.3	1,006.2	分红比率	9.3%	17.5%	12.2%	13.0%	14.3%
股本	478.8	478.8	766.9	766.9	766.9	股息收益率	0.2%	0.4%	0.6%	0.8%	1.0%
留存收益	2,493.1	2,992.9	4,076.8	5,344.7	6,825.9						
股东权益	3,514.3	4,016.8	5,483.5	6,922.9	8,599.0						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	532.3	563.9	1,240.3	1,451.1	1,730.2	EPS(元)	0.67	0.71	1.62	1.89	2.26
加:折旧和摊销	42.7	50.4	50.0	50.0	50.0	BVPS(元)	3.95	4.59	6.32	7.97	9.90
资产减值准备	1.7	14.9	-	-	-	PE(X)	46.1	43.2	19.1	16.3	13.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.8	6.7	4.9	3.9	3.1
财务费用	38.5	12.1	202.1	200.7	140.8	P/FCF	70.8	96.1	18.8	54.6	41.9
投资损失	-104.5	-131.5	-139.5	-150.4	-173.2	P/S	2.0	1.8	0.6	0.5	0.5
少数股东损益	19.5	16.3	152.4	174.4	199.3	EV/EBITDA	25.1	17.9	13.4	9.3	9.6
营运资金的变动	-70.7	109.3	-5,555.2	4,295.3	-5,188.8	CAGR(%)	45.1%	50.7%	40.9%	45.1%	50.7%
经营活动产生现金流量	440.3	591.3	-4,049.9	6,021.2	-3,241.7	PEG	1.0	0.9	0.5	0.4	0.3
投资活动产生现金流量	-53.3	-41.4	143.9	144.7	175.6	ROIC/WACC	2.5	2.6	7.3	2.3	6.1
融资活动产生现金流量	355.6	-435.2	5,402.8	-5,749.8	3,579.9	REP	3.1	2.4	0.5	2.7	0.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

崔文亮声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034