

2017 年 08 月 23 日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元)

38 元

公司基本信息

产业别	医药生物
A 股价(2017/8/23)	32.16
上证指数(2017/8/23)	3287.70
股价 12 个月高/低	36.9/29.58
总发行股数(百万)	766.93
A 股数(百万)	277.64
A 市值(亿元)	89.29
主要股东	国药控股股份有限公司(55.43%)
每股净值(元)	9.92
股价/账面净值	3.24
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	2.7 -6.7 2.6

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2017-07-13	30.83	买入
2017-04-24	33.84	买入

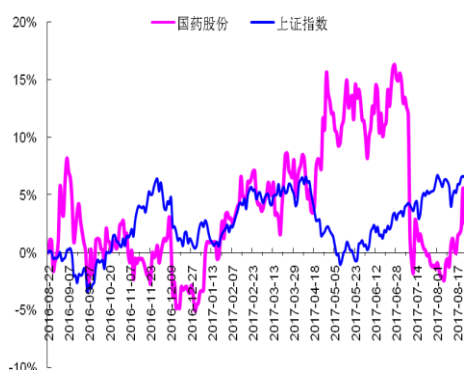
产品组合

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	6.5%
一般法人	8.4%

股价相对大盘走势



国药股份(600511.SH)

Buy 买入

看好公司长期发展

结论与建议:

- **公司业绩:** 上半年, 公司完成国控北京 100%股权、北京康辰 100%股权, 北京华鸿 60%股权及天星普信 51%股权的并表。公司上半年共实现营业收入 176.04 亿元, 归属于母公司净利润 5.54 亿元, 按重组后同口径对比分别同比增长 5.57%和 10.81%, 公司业绩基本符合预期。
- **阳光采购对业绩产生一定的影响:** 并购的四家医药流通公司上半年贡献营收 110.4 亿元, 贡献归母净利润 2.2 亿元, 净利率为 2.4%, 较收购书中显示的 2016 年 1-7 月 3.3%的净利率有所回落, 预计是受到阳光采购政策的影响。剔除并入的四家公司后, 原国药股份实现营收 65.6 亿元, 同比持平。其中国瑞药业(医药工业部分)实现营收 2.6 亿元, YOY+64.2%, 主要是在去年较低的基期下实现恢复性的增长。以此来看, 预计上半年国药原医药商业业务也受阳光采购政策影响使得营收出现了微幅的下滑。
- **看好公司未来发展:** 受到政策影响, 公司短期业绩增速未达到市场预期, 但我们预计公司后续在得到上游医药工业企业的差价补偿后, 大部分影响预计将会消除, 预计公司全年业绩仍将稳健增长。另外从本次资产重组的角度来看, 我们认为公司通过资产重组直接获得军队及基层销售渠道, 在新药特药、生化药品、血制品等细分领域也直接获得了独特的竞争优势, 预计公司在北京区域的市场份额将由 8%提升至 18%左右, 已成为区域绝对的龙头, 未来在两票制的推进中将会不断受益。
- **期待国企混改方案落地, 释放更多活力:** 公司股东国药控股已于去年 8 月发布股权激励计划, 而公司作为国药集团发展混合所有制经济的首批试点单位之一, 改革进程预计将会加速推进。重组完成后, 公司也制定了新国药股份的发展战略, 我们认为在采购新政实施, 两票制推进的背景下, 公司在国企改革后将会释放更大的活力。
- **盈利预计:** 我们预计公司 2017 年、2018 年净利分别 12 亿元和 14 亿元, YOY 分别同比增长 119%和 16.5%, EPS 分别为 1.56 元和 1.82 元, 对应 PE 分别为 21 倍/18 倍, 公司股价调整后估值处于医药流通行业的低位, 短期业绩虽受到政策影响, 但后续将会恢复, 长期又将在两票制中受益, 国企改革政策也仍在推进中, 我们看好公司的长期发展, 维持“买入”建议。

年度截止 12 月 31 日		2014	2015	2016	2017E	2018E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	483	513	548	1199	1397
同比增减	%	17.29	6.26	6.78	118.98	16.48
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.01	1.07	1.14	1.56	1.82
同比增减	%	17.28	6.26	6.78	36.71	16.48
市盈率(P/E)	X	31.90	30.03	28.12	20.57	17.66
股利 (DPS)	RMB 元	0.10	0.10	0.20	0.19	0.22
股息率 (Yield)	%	0.31	0.31	0.62	0.58	0.68

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	33673	38643
经营成本	10626	11118	12393	31304	35832
营业税金及附加	14	18	28	59	70
销售费用	221	229	215	489	560
管理费用	163	168	187	420	483
财务费用	15	15	-15	-64	-77
资产减值损失	16	2	15	20	20
投资收益	100	104	132	158	170
营业利润	583	633	695	1659	1926
营业外收入	118	35	17	20	25
营业外支出	77	1	1	1	0
利润总额	625	668	711	1678	1951
所得税	127	135	147	337	390
少数股东损益	15	19	16	142	164
归母公司净利润	483	513	548	1199	1397

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	2851	3279
应收账款	2296	2226	2595	4412	5295
存货	1043	1158	1170	2341	2224
流动资产合计	4420	5306	6099	12198	14637
长期股权投资	338	402	482	965	1254
固定资产	487	567	538	1075	1183
在建工程	65	10	11	22	27
非流动资产合计	1118	1250	1303	2605	2996
资产总计	5538	6556	7401	14803	17633
流动负债合计	2715	2887	3238	6476	7771
非流动负债合计	242	155	147	294	305
负债合计	2957	3042	3385	6769	8076
少数股东权益	101	485	495	1237	1609
股东权益合计	2480	3030	3522	6796	7949
负债及股东权益合计	5538	6556	7401	14803	17633

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。