



东兴证券
DONGXING SECURITIES

业绩符合预期，关注商业扩张和资产注入

——中国医药（600056）中报点评

2017 年 08 月 28 日

推荐/维持

中国医药

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号：S1480516080001
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
陈顺	联系人	
	chenshun@dxzq.net.cn	010-66554087

事件：

公司于 8 月 25 日晚发布 2017 年中报，2017 年上半年实现营业收入 142.56 亿元，同比+18.51%；实现归母净利润为 6.53 亿元，同比+28.05%；扣非后归母净利润为 6.40 亿元，同比+26.79%。

观点：

1、业绩符合预期，降本增效期间费用得到有效管控

1) 2017年1-6月公司营收142.56亿元，同比+18.51%，分业务板块来看，医药工业板块继续保持强势增长，主营收入规模同比增长20.89%。其中工业板块细分，化学制剂业务实现营收8.20亿元，同比+21.67%，核心产品销量规模进一步扩大的同时，规模效应使得毛利率同比增长9.37%，提升了整个工业板块的毛利率水平（整体毛利率上升2.92个百分点）。中成药业务由于完成GMP改造，正逐步恢复生产，规模与毛利率水平同比增幅较大，营收同比+1258.04%，毛利率较去年同期增加17.19个百分点；医药商业板块上半年主营收入9.55亿元，同比+22.39%，是收入增长规模最大的业务板块：其中纯销实现营收5.27亿元，同比+25.72%，调拨业务实现营收4.29亿元，同比+18.53%，公司在商业板块一方面创新业务模式，促进区域市场的全面深入开发，与此同时加大对医院客户的深度开发力度，落实纯销业务绩效目标，预计纯销增速将持续高于调拨业务，整体占比将不断提高。商业毛利率受“两票制”影响及为占领新市场开发部分低毛利的业务导致板块整体毛利率水平下降0.85%；国际贸易板块实现营收3.47亿元，同比+3.18%，保持了较稳定的增长，向国际医药集成服务商、医药和医疗器械供应链综合服务商的转型已初见成效。国际贸易毛利率较去年同期上升3.01个百分点，主要受业务结构变化影响

2) 降本增效，期间费用率下降明显。2017年上半年公司通过降本增效，统筹资金调配等手段对期间费用进行有效管控，上半年整体费用率为5.43%，其中，销售费用率较去年同期下降0.19个百分点，管理费用率下降0.26个百分点，财务费用率下降0.04个百分点。2016年上半年由于国际贸易板块冲回大额坏账准备2,815万元，对利润影响较大，剔除该因素，归母净利润同比增幅达到35%。

2. 工商贸整合协同，三大业务板块持续增长

1) 医药工业领域：企业通过优化营销手段及业务结构，着力打造拳头产品。同时技改停产工厂陆续复产，强化控制各环节成本，进一步挖潜增效，驱动阿托伐他汀钙销量同比+25.56%，注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠销量同比+48.68%，2015 年上市的新产品瑞舒伐他汀钙胶囊销量同比增长+ 383.69%。核心品种阿托伐

他汀钙，目前市占率在 20%左右，公司具有其独家的胶囊剂型，有望保持较快增长。而新产品瑞舒伐他汀目前市占率不到 1%，营销上公司成立了专门的瑞舒事业部，由不同团队和平台去营销推广，增长空间可观。未来工业板块将持续抢占市场份额，保持盈利能力向好。此外，公司在医药工业板块充分发挥公司集团化优势，整合工业销售资源，实现“工业体系销售向专业化、精细化、系统化方向转变”。2017 年上半年完成设立福建、安徽、上海、浙江、贵州 5 个办事处，各办事处在结合所在区域市场特点的基础上制定了针对当地空白市场开发、资源整合等业务深度融合的商业计划。

2) 医药商业领域：公司在医药商业领域排名由 2015 年第 9 位上升到 2016 年第 7 名，排名不断提升。公司商业网络区域覆盖，保持快速增长。公司以收购地区营销实力强的流通企业、通过子公司对外投资设立新合资公司的方式，在北京、广东、河南、湖北、黑龙江、新疆等地建立起医药分销网络，优势明显，商业板块近三年符合增长率超过 30%。公司切实落实“点强网通”的战略，加快网络扩张步伐，强化区域市场布局。自 2015 年 12 月以来黑龙江公司、泰丰医药公司、广东通用佛山公司、湖北通用十堰公司、黑龙江医疗器械平台项目、广东通用汕头项目、湖北通用襄阳项目及美康百泰河南项目等多个投资项目相继有效落地。2017 年上半年完成了湖北襄阳和黑龙江通用医疗公司的设立，进一步完善区域网络的布局。长期来看，公司在商业板块具有持续扩张的动力和能力：首先，战略层面看，公司致力于构建全国商业流通与推广网络，具备扩张动力；其次，公司融资能力强，且作为央企资信良好，贷款利率享有优惠，在两票制的影响下，未来公司将进一步发挥融资优势，推进医药商业公司在全国布局。在积极的外延并购战略的推进下，公司的医药商业业务有望持续快速扩张。

3) 国际贸易领域：公司与日本、德国、美国等知名国际药企常年保持良好的业务合作关系，在国际贸易领域始终保持着领先地位。公司国际营销网络覆盖全球 80 多个国家和地区，并在日本、意大利、委内瑞拉、古巴等国家设有代表处，在亚非拉等新兴医疗市场，通过承接各类大型政府医疗供应项目，积累了丰富的专业贸易经验。公司国际贸易领域长期积累的资源和经验优势形成了公司的核心竞争力，使得公司国际贸易可以长期稳健发展。公司将立足国际国内“两个市场”，统筹国际国内“两种资源”，将国际化元素融入到各业务板块之中，借助外贸优势，实现自有工业产品走出去和国际优质医药资源引进来，使公司形成差异化的核心竞争力。报告期，国际贸易业务转型升级和业务模式创新不断推进，公司向国际医药集成服务商、医药和医疗器械供应链综合服务商的转型已初见成效，预计随着新的国家、区域业务拓展、新的合作模式的建立及业务结构调整完成，贸易板块未来仍有望将实现 10%左右的稳定增长。

3. 资产注入稳步推进，未来业绩增厚可期

通用技术集团于 2012 年 4 月 20 日曾出具避免同业竞争承诺函，承诺公司（中国医药）在完成吸收合并海南天方药业及向通用技术集团等发行股份购买资产并募集配套资金后 4 年内，择机注入或转让江药集团、海南康力、长城制药、上海新兴以及武汉鑫益的相应股权。该重组事项已于 2014 年 4 月发布项重组事项实施完毕公告，武汉鑫益资产已通过定增方式注入。其余资产（江药集团 100%股权、海南康力 51%股权、长城制药 100%股权、上海新兴 51.8%股权）需于 2018 年 4 月前完成注入。公司于 2017 年 6 月收购海南通用康力 54%的股权（其中受让医控公司 5%，本次交易完成后医控公司仍持有康力 46%的股权，预计康力（46%）后续有望继续注入上市公司）。收购的康力公司 2017 年 1-5 月实现营收 9999 万元，净利润 1638 万元，2017 年并表估计将带来净利增量约 1000 万元。海南康力产品线丰富，收购完成后，公司将扩大自身的医药工业规模，有望通过协同作用进一步增厚业绩。此次收购标志着控股股东通用技术集团资产注入之路开启，预计公司目前托管的资产如上海新兴（血制品企业，在湖南和江西拥有浆站，并在 2016 年新获批福

建将乐和浙江三门两个浆站，且其人凝血八因子实现上市销售）、长城制药（中成药企业，中国医药工业 500 强之一）、江药集团等工业资产将加速注入到上市公司。

结论：

暂不考虑公司未来可能会有的外延事项并表的影响，预计公司 2017 年-2019 年的营业收入分别为 335.52 亿元、415.56 亿元和 509.44 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 11.84 亿元、14.72 亿元和 17.67 亿元，对应增速分别为 24.89%、24.32%、20.06%。EPS 分别为 1.11 元、1.38 元和 1.65 元，对应当前股价 PE 分别为 22X、18X、15X。公司内生增长与并购整合并重，产业经营与资本经营双轮承载，管理层执行力强，管理效率高，在公司管理层自上而下的强力推动下，公司统筹工、商、贸，布局医药健康产业关键领域，沿着全产业链构建产业群组合优势的战略将加速落地。我们看好公司长期发展，维持“推荐”评级。

风险提示：收购整合不及预期

主要财务数据指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	20,570.23	25,737.89	33,551.68	41,556.44	50,944.32
增长率（%）	15.19%	25.12%	30.36%	23.86%	22.59%
归母净利润（百万元）	614.45	948.14	1,184.14	1,472.14	1,767.41
增长率（%）	11.68%	54.31%	24.89%	24.32%	20.06%
净资产收益率（%）	11.38%	13.78%	16.18%	17.95%	19.08%
每股收益(元，摊薄)	0.58	0.89	1.11	1.38	1.65
PE	42.57	27.59	22.09	17.77	14.80
PB	4.59	3.80	3.57	3.19	2.82

公司盈利预测表

资产负债表						单位:百万元		利润表		单位:百万元			
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		
流动资产合计	13321	16061	20403	25315	31103	营业收入	20570	25738	33552	41556	50944		
货币资金	3100	3089	4027	4988	6115	营业成本	18051	22703	29777	36879	45279		
应收账款	4615	6528	7538	9336	11445	营业税金及附加	50	73	96	119	145		
其他应收款	313	316	412	510	626	营业费用	824	858	1107	1371	1681		
预付款项	377	509	681	894	1157	管理费用	506	627	738	914	1121		
存货	4170	4684	6853	8487	10420	财务费用	68	42	60	90	110		
其他流动资产	274	271	28	28	28	资产减值损失	174.99	62.89	0.00	0.00	0.00		
非流动资产合计	2838	3462	2721	2723	2667	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	17.99	14.95	0.00	0.00	0.00		
固定资产	1453	1401	1418	1447	1476	营业利润	915	1388	1774	2183	2608		
无形资产	234	262	235	209	183	营业外收入	29.09	58.43	0.00	0.00	0.00		
其他非流动资产	53	8	8	8	8	营业外支出	11.75	7.26	0.00	0.00	0.00		
资产总计	16158	19523	23124	28038	33770	利润总额	932	1439	1774	2183	2608		
流动负债合计	8122	9923	14393	18199	22610	所得税	213	320	395	486	580		
短期借款	995	668	3973	6148	8630	净利润	719	1119	1379	1697	2027		
应付账款	3946	5574	6363	7881	9676	少数股东损益	104	171	195	225	260		
预收款项	2000	1974	1940	1899	1848	归属母公司净利润	614	948	1184	1472	1767		
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	1373	1817	1963	2420	2875		
非流动负债合计	1997	1917	1917	1917	1917	BPS (元)	0.58	0.89	1.11	1.38	1.65		
长期借款	1	0	0	0	0	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		
应付债券	0	0	0	0	0								
负债合计	10119	11839	16310	20116	24527	成长能力							
少数股东权益	639	804	999	1224	1484	营业收入增长	15.19%	25.12%	30.36%	23.86%	22.59%		
实收资本 (或股	1013	1068	1068	1068	1068	营业利润增长	17.65%	51.72%	27.83%	23.06%	19.46%		
资本公积	1729	2427	2427	2427	2427	归属于母公司净利	24.89%	24.32%	24.89%	24.32%	20.06%		
未分配利润	2038	2760	2890	3052	3247	获利能力							
归属母公司股东	5400	6879	7320	8203	9263	毛利率 (%)	12.25%	11.79%	11.25%	11.25%	11.12%		
负债和所有者权	16158	19523	24629	29543	35274	净利率 (%)	3.49%	4.35%	4.11%	4.08%	3.98%		
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润 (%)	3.87%	3.80%	4.86%	5.12%	5.25%		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE (%)	11.38%	13.78%	16.18%	17.95%	19.08%		
经营活动现金流	1022	1004	-671	-385	-439	偿债能力							
净利润	719	1119	1379	1697	2027	资产负债率 (%)	63%	61%	66%	68%	70%		
折旧摊销	391	388	0	147	157	流动比率	1.64	1.62	1.42	1.39	1.38		
财务费用	68	42	60	90	110	速动比率	1.13	1.15	0.94	0.92	0.91		
应收账款减少	0	0	-1010	-1798	-2109	营运能力							
预收帐款增加	0	0	-34	-42	-51	总资产周转率	1.36	1.44	1.52	1.53	1.57		
投资活动现金流	-46	-416	612	-150	-100	应收账款周转率	5	5	5	5	5		
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.64	5.41	5.62	5.83	5.80		
长期股权投资减	0	0	575	0	0	每股指标 (元)							
投资收益	18	15	0	0	0	每股收益 (最新摊	0.58	0.89	1.11	1.38	1.65		
筹资活动现金流	-105	-581	997	1495	1666	每股净现金流 (最新	0.86	0.01	0.88	0.90	1.05		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	5.33	6.44	6.85	7.68	8.67		
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率							
普通股增加	0	56	0	0	0	P/E	42.57	27.59	22.09	17.77	14.80		
资本公积增加	0	698	0	0	0	P/B	4.59	3.80	3.57	3.19	2.82		
现金净增加额	872	6	938	961	1127	EV/EBITDA	16.52	13.06	13.30	11.29	9.97		

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3 年证券行业研究经验，3 年医药行业实业工作经验。2016 年水晶球最佳分析师第一名，2015 年新财富第七名团队核心成员，2015 年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016 年 7 月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

联系人简介

陈顺

2016 年水晶球第一名团队核心成员，公募榜单第一名，非公募榜单第二名。西南财经大学金融学硕士，理工金融复合背景，1 年券商资管实习经验，2 年卖方研究所工作经验。2016 年 8 月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于中药、血制品等细分领域，关注跨界转型大健康带来的投资机会。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。