

日期: 2017年08月25日

行业: 批发业



短期受医改政策影响业绩增速放缓 静待重组资产整合后逐步释放业绩

分析师: 魏贇

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

SAC 证书编号: S0870513090001

研究助理: 金鑫

Tel: 021-53686163

E-mail: jinxin1@shzq.com

SAC 证书编号: S0870116070016

基本数据 (2017Q2)

报告日股价 (元)	33.11
12mth A 股价格区间 (元)	29.95-36.47
总股本 (百万股)	766.93
无限售 A 股/总股本	36%
流通市值 (亿元)	91.93
每股净资产 (元)	9.92
PBR (X)	3.34
DPS (Y2016, 元)	10 派 2.00

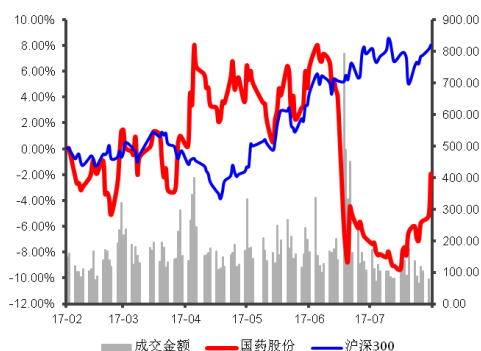
主要股东 (2017Q2)

国药控股股份有限公司	55.43%
北京康辰药业股份有限公司	2.64%
中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品-005L-CT001 沪	1.73%

收入结构 (2016Y)

商品销售	96.6%
产品销售	2.1%
仓储物流	1.3%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: WY17-CT34

首次报告日期: 2015年03月23日

相关报告:

《国药股份 (600511) 2016 年年报点评: 业绩增长稳健 静待重组红利》

——2017年03月27日

■ 公司动态事项

8月23日, 公司发布2017年中报。

■ 事项点评

受北京“阳光采购”影响, 收入增速小幅放缓、毛利率水平小幅下降

公司2017年H1实现营业收入176.04亿元, 同比增长5.57%, 分季度来看, 2017Q1、Q2分别同比增长9.14%、4.70%, 第二季度收入增速小幅下降。公司2017年H1销售毛利率为6.97%, 同比下降0.58pp, 收入增速、毛利率水平小幅下降的主要原因是: 北京市于4月8日起启动“阳光采购”, 北京医院实行药品零加成, 叠加控制药占比等因素, 导致一方面医院药品采购额下降, 商业企业的存量销售额下滑, 另一方面药品价格调整导致商业企业的销售额和利润额下滑。我们认为, 短期来看“阳光采购”对北京区域所有医药流通企业造成收入增速下降、毛利率水平下降等不利影响, 长期来看中小型流通企业受制于规模效应、议价能力、成本控制等因素处于竞争劣势地位, 逐步被市场淘汰, 公司作为北京区域流通龙头企业, 凭借与终端医院的高粘性、基层医疗覆盖能力强等竞争优势有望占据更多的市场份额。

公司2017年H1期间费用率为2.75%, 同比上升0.13pp, 其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为1.45%、0.96%、0.34%, 同比分别下降0.05pp、下降0.32pp、上升0.50pp。

公司2017年H1实现归母净利润5.54亿元, 同比增长10.81%, 实现扣非归母净利润4.55亿元, 同比增长57.80%, 扣非归母净利润增速较高的主要原因是: 公司于6月份完成资产重组并合并报表, 重组4家标的公司2016年1-6月、2017年1-5月的净利润属于公司的非经常性损益, 2017年6月属于公司经常性损益。

国瑞药业呈恢复性增长, 静待标的公司资产整合后业绩释放

从子公司来看, 国瑞药业2017年H1实现收入2.57亿元, 同比增长64.2%, 实现净利润2,201.27万元, 同比增长26.0%, 由于国家药品招标、新药审批、医改限抗等新政策实施的影响, 国瑞药业上年基数较低, 今年上半年业绩开始恢复性增长; 前景口腔2017年H1实现收入9,984.32万元, 同比增长5.6%, 实现净利润715.63万元, 同比增长15.4%, 前景口腔上半年加大核心品种市场推广力度, 新增客户135家, 同时引进北美口腔癌观察仪以及独家产品“口腔神经刺激器”, 业绩增长稳健。

公司于2017年6月重组完成且合并报表, 收购国控北京100%股

《国药股份(600511)2016年中报点评:上半年业绩符合预期,静待重组红利爆发》

——2016年08月18日

《国药股份(600511)公司动态:资产重组护航区域龙头,渠道优势显著》

——2016年08月08日

权、国控康辰100%股权,国控华鸿60%股权及天星普信51%股权,四家标的公司在商品品规、终端覆盖等多方面帮助公司巩固了北京区域医药流通龙头的市场地位,同时凭借规模效益有望在优质医药资产整合后提升公司整体的毛利率水平和盈利能力,竞争优势明显。四家标的公司2017年H1合计实现营业收入110.44亿元,净利润2.59亿元。

表 1 四家标的公司2017年H1业绩、业绩承诺概况(万元)

公司名称	参股比例	2017H1	2017H1	2017年业绩承诺
		营业收入	净利润	(扣非净利润)
国控北京	100%	497,491.76	9,384.22	27,653.54
北京康辰	100%	111,654.87	2,906.76	7,406.78
北京华鸿	60%	249,852.02	7,974.54	18,203.05
天星普信	51%	245,431.54	5,668.00	19,505.35

数据来源:公司公告 上海证券研究所

■ 风险提示

两票制等行业政策风险;资产重组完成后整合进度不及预期风险;国企改革低于预期风险

■ 投资建议

未来六个月,维持“谨慎增持”评级

预计17、18年实现EPS为1.48、1.62元,以8月22日收盘价33.11元计算,动态PE分别为22.34倍和20.42倍。同类型可比上市公司16年市盈率中位值为26.66倍,公司市盈率低于行业平均水平。我们认为:1)受北京“阳光采购”影响,短期来看公司收入增速将有所放缓,长期来看公司凭借与终端医院的高粘性、基层医疗覆盖能力强等竞争优势有望占据更多的市场份额,通过规模效益提高公司的盈利能力;2)公司资产重组整合国药集团旗下北京区域医药商业资产,实现了销售渠道、商品品类等多方面的资源互补,静待公司资产整合后逐步释放业绩;3)公司作为全国最大的麻精特药一级分销平台,未来向麻精特药二级药品扩张业务,前景广阔。未来六个月,维持“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	13,386.42	39,171.87	43,681.16	48,804.78
年增长率	10.83%	192.62%	11.51%	11.73%
归属于母公司的净利润	547.61	1,136.81	1,243.53	1,399.75
年增长率	6.78%	107.60%	9.39%	12.56%
每股收益(元)	0.71	1.48	1.62	1.83
PER(X)	46.37	22.34	20.42	18.14

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)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,677	8,618	8,299	8,785
存货	1,170	5,817	3,223	5,881
应收账款及票据	3,200	11,812	12,527	14,825
其他	52	407	197	236
流动资产合计	6,099	26,654	24,246	29,727
长期股权投资	482	482	482	482
固定资产	538	571	560	534
在建工程	11	11	11	11
无形资产	96	93	89	86
其他	175	164	170	166
非流动资产合计	1,303	1,322	1,312	1,280
资产总计	7,401	27,976	25,558	31,007
短期借款	0	9,480	13,990	8,249
应付账款及票据	3,130	12,945	5,129	15,141
其他	108	198	117	217
流动负债合计	3,238	22,622	19,236	23,607
长期借款和应付债券	0	0	0	0
其他	147	148	150	148
非流动负债合计	147	148	150	148
负债合计	3,385	22,770	19,386	23,755
少数股东权益	495	551	616	690
股东权益合计	4,017	4,918	5,884	6,964
负债和股东权益总计	7,401	27,688	25,270	30,719

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	564	1,137	1,244	1,400
折旧和摊销	50	57	61	64
营运资本变动	109	(3,702)	(5,805)	5,116
经营活动现金流	591	(2,331)	(4,261)	6,889
资本支出	(2)	(87)	(46)	(35)
投资收益	132	145	159	175
投资活动现金流	(41)	62	107	143
股权融资	0	288	0	0
负债变化	0	0	0	0
股息支出	(96)	(318)	(348)	(392)
融资活动现金流	(435)	9,210	3,835	(6,546)
净现金流	115	6,940	(318)	485

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	13,386	39,172	43,681	48,805
营业成本	12,393	36,475	40,680	45,393
营业税金及附加	28	63	76	88
营业费用	215	588	655	732
管理费用	187	392	437	488
财务费用	(15)	181	333	411
资产减值损失	15	8	9	10
投资收益	132	145	159	175
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	695	1,611	1,651	1,858
营业外收支净额	16	0	0	0
利润总额	711	1,611	1,651	1,858
所得税	147	333	342	384
净利润	564	1,277	1,309	1,473
少数股东损益	16	141	65	74
归属母公司股东净利润	548	1,137	1,244	1,400

财务比率分析

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
总收入增长率	10.83%	192.62%	11.51%	11.73%
EBITDA 增长率	5.59%	153.77%	10.56%	14.09%
EBIT 增长率	4.88%	163.57%	10.69%	14.38%
净利润增长率	6.78%	107.60%	9.39%	12.56%
毛利率	22.02%	28.27%	28.50%	29.06%
EBITDA/总收入	5.44%	4.72%	4.68%	4.78%
EBIT/总收入	5.08%	4.57%	4.54%	4.65%
净利润率	4.09%	2.90%	2.85%	2.87%
资产负债率	45.73%	82.24%	76.71%	77.33%
流动比率	1.88	1.18	1.26	1.26
速动比率	1.52	0.92	1.09	1.01
总资产回报率 (ROA)	7.62%	4.57%	5.12%	4.75%
净资产收益率 (ROE)	15.55%	26.03%	23.61%	22.31%
EV/营业收入	1.4	1.0	0.7	0.7
EV/EBITDA	17.9	14.4	15.4	10.9
PE	46.5	22.4	20.5	18.2
PB	7.2	5.8	4.8	4.1

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。