



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)	24.78
12mth A 股价格区间 (元)	18.31-26.14
总股本 (百万股)	1,068.49
无限售 A 股/总股本	95%
流通市值 (亿元)	250.81
每股净资产 (元)	6.86
PBR (X)	3.61
DPS (Y2016, 元)	10 派 2.66

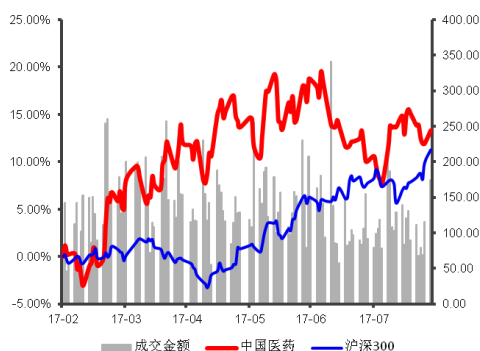
主要股东 (2017Q2)

中国通用技术(集团)控股有限责任公司	41.27%
通用天方药业集团有限公司	10.09%
上海汽车集团股权投资有限公司	4.0%

收入结构 (2017H1)

医药商业	67.4%
国际贸易	24.5%
医药工业	10.4%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号：WY17-CT37

首次报告日期：2017年08月29日

相关报告：

《中国医药 (600056) 公司动态点评：资产注入持续推进，外延式发展可期》

——2017年06月08日

上半年业绩维持较快增长 工业、商业板块协同发力

■ 公司动态事项

8月26日，公司发布2017年中报。

■ 事项点评

业绩增速符合预期

公司2017年H1实现营业收入142.56亿元，同比增长18.51%，公司医药工业、医药商业板块均保持20%以上的收入增速，带动公司整体收入端维持较快增速；实现归属于母公司净利润6.53亿元，同比增长28.05%，利润增速高于收入增速，主要原因是公司优化调整产品结构带动公司整体毛利率水平提高，同时公司通过降本增效、统筹资金调配等方式有效控制期间费用的增长，提高利润率水平。公司2016年H1由于国际贸易板块冲回大额坏账准备2,815万元，导致2016年H1利润基数偏高，剔除该因素，公司2017年H1归母净利润增速达35%。

公司2017年H1销售毛利率为12.74%，同比增长0.31pp，其中医药工业板块销售毛利率为44.71% (+2.92pp)，公司化学制剂业务收入规模进一步扩大的同时凭借规模效益使得毛利率水平同比明显增长，带动医药工业板块整体毛利率水平提高；医药商业板块销售毛利率为6.67% (-0.85pp)， “两票制”背景下公司医药商业板块面临战略转型，为占领市场新开发部分低毛利率业务，导致商业板块毛利率水平小幅下降。

公司2017年H1期间费用率为5.43%，同比下降0.49pp，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为3.41%、1.82%、0.20%，同比分别下降0.19pp、下降0.26pp、下降0.04pp。

医药工业板块：化学制剂业务毛利率水平显著提升，中成药业务呈恢复性增长

分板块来看，公司2017年H1医药工业板块实现收入14.76亿元，同比增长20.89%，其中原料药、化学制剂、中成药分别同比增长19.77%、21.64%、1,258.04%，销售毛利率为44.71% (+2.92pp)，其中原料药业务销售毛利率为17.80% (-5.41pp)、化学制剂业务销售毛利率为66.25% (+9.37pp)、中成药业务销售毛利率为24.73% (+17.19pp)，子公司天方药业营业收入、净利润分别同比增长13.2%、34.3%。

化学制剂业务方面，公司重点产品阿托伐他汀钙胶囊、注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠的销量分别增长25.26%、48.68%；2015年新上市的产品瑞舒伐他汀钙胶囊通过加大市场宣传推广力度，逐步抢占市场，销量同比增长383.69%。

中成药业务由于中成药生产企业天方中药2016年GMP改造停产，导致2016年全年中成药业务基数较低，今年上半年呈恢复性增长，

《中国医药（600056）2016 年年报点评：工商
贸协同发展 带动公司业绩快速增长》
——2017 年 03 月 29 日

规模与毛利率水平同比增幅较大。

医药商业板块：区域扩张+巩固现有市场，维持较快收入增速

公司2017年H1医药商业板块实现收入95.52亿元，同比增长22.39%，其中纯销业务、调拨业务分别同比增长25.72%、18.53%，销售毛利率为6.67%（-0.85pp），其中纯销业务销售毛利率为9.94%（-0.69pp）、调拨业务销售毛利率为2.66%（-1.25pp）。公司医药商业板块是收入增速最高的业务板块，上半年完成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，同时巩固现有市场，开发推广原有优势业务，使得医药商业板块维持较快的收入增速。

■ 风险提示

两票制等行业政策风险；海外贸易合同不及预期风险；资产注入低于预期风险。

■ 投资建议

未来六个月，维持“谨慎增持”评级

结合半年报调整公司17、18年EPS至1.13、1.35元，以8月25日收盘价24.48元计算，动态PE分别为21.63倍和18.18倍。同类型可比上市公司17年市盈率中位值为26.11倍，公司市盈率低于行业平均水平。我们认为：1）公司医药工业板块化学制剂业务重点产品保持较快销量增速，依靠规模效益显著提升毛利率水平，带动工业板块整体盈利能力提高；2）公司医药商业板块在“两票制”背景下短期由于业务扩张毛利率水平小幅下降，长期来看公司有望凭借议价能力、提高纯销业务收入比例等方式不断优化商业板块的业务结构，维持较快的业绩增速；3）通用技术集团承诺在2018年3月底前解决同业竞争，我们预计公司接下来会持续推进江药集团、上海新兴等优质医药资产注入上市公司，丰富公司医药工业业务的产品管线布局，随着公司工商贸一体化的协同效益持续增强，改善公司盈利能力的同时优化资源配置维持公司整体较快的收入增速，业绩的成长性比较明确。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	25,737.89	30,960.26	36,563.28	42,788.88
年增长率	25.12%	20.29%	18.10%	17.03%
归属于母公司的净利润	948.14	1,209.51	1,438.49	1,725.87
年增长率	54.31%	27.57%	18.93%	19.98%
每股收益（元）	0.89	1.13	1.35	1.62
PER（X）	27.59	21.63	18.18	15.16

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	3,089	3,406	4,388	5,990
存货	4,684	5,858	6,576	7,974
应收账款及票据	7,507	8,018	10,317	11,140
其他	780	728	940	990
流动资产合计	16,061	18,010	22,221	26,094
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,401	1,310	1,128	976
在建工程	270	270	270	270
无形资产	399	383	368	352
其他	1,392	1,360	1,362	1,353
非流动资产合计	3,462	3,323	3,128	2,952
资产总计	19,523	21,332	25,349	29,046
短期借款	668	724	1,025	1,777
应付账款及票据	6,983	7,193	9,527	10,038
其他	2,271	2,924	3,045	3,974
流动负债合计	9,923	10,840	13,597	15,790
长期借款和应付债券	0	0	0	0
其他	1,916	1,948	1,954	1,939
非流动负债合计	1,917	1,948	1,954	1,939
负债合计	11,839	12,788	15,550	17,729
少数股东权益	804	1,016	1,267	1,572
股东权益合计	7,683	8,544	9,798	11,317
负债和股东权益总计	19,523	21,332	25,349	29,046

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	1,119	1,210	1,438	1,726
折旧和摊销	146	147	147	147
营运资本变动	(315)	(715)	(775)	(830)
经营活动现金流	1,004	881	1,100	1,418
资本支出	(49)	(41)	50	20
投资收益	15	0	0	0
投资活动现金流	(416)	(32)	54	15
股权融资	56	0	0	0
负债变化	(0)	(0)	0	0
股息支出	(284)	(363)	(432)	(518)
融资活动现金流	(581)	(533)	(172)	170
净现金流	6	316	982	1,603

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	25,738	30,960	36,563	42,789
营业成本	22,703	27,029	31,879	37,305
营业税金及附加	73	79	96	115
营业费用	858	1,155	1,349	1,534
管理费用	627	747	891	1,039
财务费用	42	28	37	71
资产减值损失	63	140	189	173
投资收益	15	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	1,388	1,781	2,123	2,553
营业外收支净额	51	54	60	65
利润总额	1,439	1,835	2,182	2,618
所得税	320	414	492	588
净利润	1,119	1,421	1,690	2,030
少数股东损益	171	211	251	305
归属母公司股东净利润	948	1,210	1,438	1,726

财务比率分析

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
总收入增长率	25.12%	20.29%	18.10%	17.03%
EBITDA 增长率	36.26%	24.62%	17.94%	20.08%
EBIT 增长率	45.51%	26.57%	19.40%	21.45%
净利润增长率	54.31%	27.57%	18.93%	19.98%
毛利率	22.02%	28.27%	28.50%	29.06%
EBITDA/总收入	6.10%	6.32%	6.31%	6.48%
EBIT/总收入	5.55%	5.84%	5.91%	6.13%
净利率	3.68%	3.91%	3.93%	4.03%
资产负债率	60.64%	59.95%	61.35%	61.04%
流动比率	1.62	1.66	1.63	1.65
速动比率	1.15	1.12	1.15	1.15
总资产回报率 (ROA)	5.73%	6.66%	6.67%	6.99%
净资产收益率 (ROE)	13.78%	16.07%	16.86%	17.71%
EV/营业收入	0.7	0.7	0.8	0.6
EV/EBITDA	11.4	12.1	10.1	8.2
PE	27.6	21.6	18.2	15.2
PB	3.8	3.5	3.1	2.7

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，任何机构和个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。