



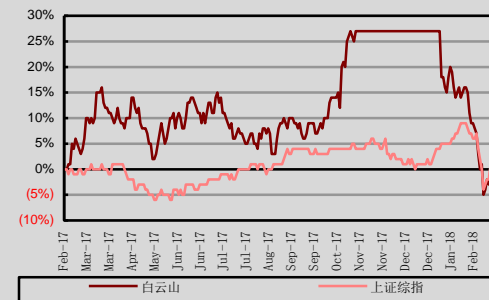
600332.CH

买入

市场价格：人民币 25.67

板块评级：中性

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(20.1)	(12.3)	(20.1)	1.4
相对上证指数	(19.6)	(5.9)	(19.4)	(0.9)

发行股数(百万)	1,626
流通股(%)	66
流通股市值(人民币 百万)	27,497
3个月日均交易额(人民币 百万)	407
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
广州医药集团有限公司	45

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以2018年2月27日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物

邓周宇

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

张威亚

(8610)66229354

weiya.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：s1300517070002

高睿婷

(8621)20328514

ruting.gao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080001

白云山

大健康大南药稳步增长，大商业做强做大可期

我们认为公司是为数不多的能够形成医药闭环的大型制药企业之一，品牌优势明显，资源禀赋强，在资本运作、混改等方面潜力巨大。预计公司17-19年每股收益分别为1.20元、1.43元、1.55元（摊薄后），对应市盈率分别为20.29、17倍、15.7倍，给予2018年25倍估值，目标价35.75元，维持买入评级。

支撑评级的要点

- 提升广州医药持股比例，做强做大商业板块。公司拟以现金方式向联合美华购买其持有的广州医药30%的股权，交易金额为10.94亿元，对应2017年PE14倍；交易完成后公司持股比例将提升至80%。广州医药2016年收入规模330亿元，是全国第五大配送商，净利率长期较低，本次收购完成后，2018年净利率有望提升到1%。同时广州医药积极开拓新型商业模式，与多家三级医院、二级医院、基层医疗机构开展医药物流服务延伸合作，大商业做强做大可期。
- 公司业绩快速增长，利润率逐步提升。2017年前三季度公司收入达到160亿（同比+2.7%），净利润达到14.9亿（同比+40.6%）。大南药收入增速超过10%，中成药在2016年搬迁等因素影响下处于低基数水平，2017年获得恢复性快速增长，未来部分品种存在提价可能；化药板块金戈保持40%的高速增长趋势，长期看单品收入有望超过10亿。公司产品文号众多、以低价普药为主，目前一致性评价BE备案品种数在国内排名靠前，未来将明显受益于行业集中度提升和价格向好。大健康板块王老吉竞争趋于缓和，费用率有所下降（折扣率下降），2017年全年发货量增速有望达到10%，净利率提升至7%以上。
- 账面资金充裕，广东省国资标杆企业，未来将获得多方资源。公司作为广东省国资标杆企业，此前定增由国资、社会资本参与，体现出混改的意味。未来有理由判断公司能够调动政府、社会资源，外延并购有望提速；同时定增给公司带来充裕资金（账面资金达到126亿元），为各种大中型收购提供了资金保证。

评级面临的主要风险

- 国企改革不达预期；原材料提价。

估值

- 预计公司17-19年每股收益分别为1.20元、1.43元、1.55元（摊薄后），对应市盈率分别为20.29、17倍、15.7倍，给予2018年25倍估值，目标价35.75元，维持买入评级。

投资摘要

年结日：12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	19,125	20,036	21,935	25,135	28,837
变动(%)	2	5	9	15	15
净利润(人民币 百万)	1,300	1,508	1,943	2,332	2,524
全面摊薄每股收益(人民币)	1.007	0.928	1.195	1.434	1.552
变动(%)	9.1	(7.9)	28.8	20.0	8.2
市场预期每股收益(人民币)			1.293	1.510	1.680
全面摊薄市盈率(倍)	25.0	27.1	21.0	17.5	16.2
价格/每股现金流量(倍)	16.7	16.7	(318.6)	9.0	85.1
每股现金流量(人民币)	1.50	1.50	(0.08)	2.81	0.30
企业价值/息税折旧前利润(倍)	26.9	19.9	13.0	9.3	8.6
每股股息(人民币)	0.000	0.580	0.370	0.447	0.645
股息率(%)	n.a.	2.3	1.5	1.8	2.6

资料来源：公司数据及中银证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	19,125	20,036	21,935	25,135	28,837
销售成本	(12,370)	(13,601)	(14,363)	(16,275)	(18,798)
经营费用	(5,361)	(5,035)	(5,381)	(6,210)	(7,146)
息税折旧前利润	1,394	1,400	2,190	2,650	2,893
折旧及摊销	(218)	(236)	(252)	(272)	(288)
经营利润 (息税前利润)	1,176	1,164	1,939	2,378	2,606
净利息收入/(费用)	22	97	76	135	147
其他收益/(损失)	430	684	441	444	463
税前利润	1,628	1,945	2,456	2,957	3,215
所得税	(283)	(386)	(448)	(547)	(607)
少数股东权益	45	51	65	78	85
净利润	1,300	1,508	1,943	2,332	2,524
核心净利润	1,428	1,603	1,985	2,373	2,570
每股收益 (人民币)	1.007	0.928	1.195	1.434	1.552
核心每股收益 (人民币)	1.106	0.986	1.221	1.460	1.581
每股股息 (人民币)	0.000	0.580	0.370	0.447	0.645
收入增长(%)	2	5	9	15	15
息税前利润增长(%)	(2)	(1)	67	23	10
息税折旧前利润增长(%)	(0)	0	56	21	9
每股收益增长(%)	9	(8)	29	20	8
核心每股收益增长(%)	15	(11)	24	20	8

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	4,233	13,400	12,551	16,590	16,270
应收帐款	2,711	2,918	3,280	3,846	4,296
库存	2,544	2,781	2,949	3,584	3,883
其他流动资产	317	414	457	445	619
流动资产总计	9,805	19,514	19,236	24,466	25,067
固定资产	2,490	2,362	2,232	2,052	1,807
无形资产	546	671	784	888	991
其他长期资产	2,676	2,972	3,060	3,248	3,438
长期资产总计	5,711	6,006	6,076	6,188	6,236
总资产	15,871	25,897	25,459	30,667	31,132
应付帐款	2,929	2,588	2,995	3,663	3,876
短期债务	630	25	50	50	50
其他流动负债	3,270	4,809	2,985	5,718	4,353
流动负债总计	6,828	7,422	6,030	9,431	8,279
长期借款	40	34	10	10	10
其他长期负债	318	787	432	513	577
股本	1,291	1,626	1,626	1,626	1,626
储备	7,160	15,710	16,987	18,635	20,103
股东权益	8,452	17,335	18,612	20,261	21,729
少数股东权益	233	309	374	452	537
总负债及权益	15,871	25,897	25,459	30,667	31,132
每股帐面价值 (人民币)	6.55	10.66	11.45	12.46	13.37
每股有形资产 (人民币)	6.12	10.25	10.97	11.92	12.76
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.67)	(8.02)	(7.59)	(10.05)	(9.84)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	1,628	1,945	2,456	2,957	3,215
折旧与摊销	218	236	252	272	288
净利息费用	(22)	(97)	(76)	(135)	(147)
运营资本变动	464	1,122	(1,555)	2,818	(1,845)
税金	(238)	(336)	(448)	(547)	(607)
其他经营现金流	(108)	(425)	(757)	(801)	(424)
经营活动产生的现金流	1,942	2,445	(128)	4,564	480
购买固定资产净值	146	126	234	196	145
投资减少/增加	48	18	211	220	220
其他投资现金流	(1,000)	(393)	(404)	(435)	(283)
投资活动产生的现金流	(806)	(249)	42	(20)	82
净增权益	0	(943)	(601)	(727)	(1,049)
净增债务	109	(611)	1	0	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(456)	8,252	(56)	77	(81)
融资活动产生的现金流	(347)	6,725	(603)	(547)	(908)
现金变动	789	8,920	(690)	3,998	(346)
期初现金	3,181	4,118	13,091	12,401	16,399
公司自由现金流	1,136	2,196	(87)	4,545	562
权益自由现金流	1,223	1,488	(161)	4,410	415

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	7.3	7.0	10.0	10.5	10.0
息税前利润率(%)	6.1	5.8	8.8	9.5	9.0
税前利润率(%)	8.5	9.7	11.2	11.8	11.1
净利率(%)	6.8	7.5	8.9	9.3	8.8
流动性					
流动比率(倍)	1.4	2.6	3.2	2.6	3.0
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.1	2.3	2.7	2.2	2.6
估值					
市盈率(倍)	25.0	27.1	21.0	17.5	16.2
核心业务市盈率(倍)	22.7	25.5	20.6	17.2	15.9
市净率(倍)	3.8	2.4	2.2	2.0	1.9
价格/现金流(倍)	16.7	16.7	(318.6)	9.0	85.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	26.9	19.9	13.0	9.3	8.6
周转率					
存货周转天数	75.6	71.5	72.8	73.3	72.5
应收帐款周转天数	52.4	51.3	51.6	51.7	51.5
应付帐款周转天数	51.2	50.3	46.5	48.3	47.7
回报率					
股息支付率(%)	0.0	62.5	30.9	31.2	41.5
净资产收益率(%)	16.1	11.7	10.8	12.0	12.0
资产收益率(%)	6.5	4.5	6.2	6.9	6.8
已运用资本收益率(%)	3.6	2.8	2.6	2.9	2.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测