国药股份(600511)/医药商业 开局良好，期待公司外延取得突破

评级：买入(维持)

市场价格：30.12

分析师：江琦

执业证书编号：S0740517010002

电话：021-20315150

Email：jiangqi@r.qlzq.com.cn

联系人：王超

Email：wangchao@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	766.9
流通股本(百万股)	277.6
市价(元)	30.12
市值(百万元)	231
流通市值(百万元)	84

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1. 新股份、新起点、新高度

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	34610.56	36284.75	41001.00	46284.0	51632.0
增长率 yoy%	186.55%	4.84%	13.00%	12.89%	11.55%
净利润	990.19	1141.48	1299.03	1460.21	1653.13
增长率 yoy%	93.08%	15.28%	13.80%	12.41%	13.21%
每股收益（元）	1.29	1.49	1.69	1.90	2.16
每股现金流量	1.36	1.40	1.09	0.98	1.14
净资产收益率	16.93%	13.95%	13.70%	13.49%	13.39%
P/E	35.75	31.01	27.25	24.24	21.41
PEG	0.38	2.03	1.97	1.95	1.62
P/B	6.05	4.33	3.73	3.27	2.87

备注：

投资要点

- **事件：**国药股份公布 2017 年年报，公司实现营业收入 362.9 亿元，同比增长 4.84%；归母净利润 11.4 亿元，同比增长 15.3%；扣非净利润 10.2 亿，经营活动现金流 10.75 亿元。
- **点评：公司业绩复合我们预期，其中现金流表现良好；**公司前 3 季度经营性现金流持续性流出，而 4 季度单季度流入 16.5 亿元，充分体现了公司麻药分销业务的良好产业地位和对北京医疗终端的良好掌控力。公司毛利率 7.14%同比上升 26pp，销售费用率 1.91%同比上升 30pp，主要由于两票制下旗下国瑞药业加大推广力度所致。
- **重组完成后新股份北京地区龙头地位进一步巩固，两票制下其市场份额有望稳步提升：**完成北京地区商业资源整合后，新股份实现地区二三级医院的全覆盖，并覆盖超过 3000 家基层医疗机构，公司具有全渠道、全品类和高纯销比例的特点，与上下游合作优势明显；**公司最受益于两票制执行带来的集中度提升，北京地区分销业务有望实现 12%以上的利润增速。**
- **创新业务发展顺利、目标大力拓展新业态；**口腔业务国药前景实现同比 29%的利润增长，新增客户 1800 家，产品线继续扩充；器械耗材业务发展良好，国药医疗科技下半年开始贡献收入、2017 年器械耗材业务实现约 60%增长。报告期内公司积极推动专业药房、DTP 药房建设；推进器械/诊断试剂 SPD 合作项目，新业态的发展形势良好。
- **向双轮驱动模式转变，投资储备正持续推进：**新股份一直积极寻找适宜的投资项目和并购目标，已出资 1.5 亿元认购国控中金医药产业基金，目标在麻药、口腔和其他创新平台中提前布局，做好项目储备；**公司现金充沛，我们认为后续公司在战略发展方向上的外延收购有望取得一定突破。**
- **公司短期和长期看点丰富：**1）公司母公司国药控股已实施过股权激励，公司的国企改革方案正在稳步推进 2）公司正向双轮驱动发展模式转变，存在外延并购预期 3）公司长期有望分享京津冀一体化带来的发展机遇
- **盈利预测和投资建议：**我们预计 2018-2020 年公司收入分别为 410 亿元、463 亿元和 516 亿元，同比分别增长 13.0%、12.9%和 11.6%；归属于母公司净利润分别为 13.0 亿元、14.6 亿元和 16.5 亿元，同比分别增长 13.8%、12.4%和 13.2%；对应 EPS 分别为 1.69 元、1.90 元和 2.16 元，**维持“买入”评级。**
- **风险提示：麻药领域拓展不及预期；北京医药市场竞争加剧的风险；**

图表 1：国药股份财务预测模型

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	18317	20050	22861	25505
现金	5462	5882	6657	7550
应收账款	9087	10022	11453	12699
其他应收款	206	142	212	207
预付账款	200	178	229	240
存货	2740	3132	3528	3936
其他流动资产	623	694	783	873
非流动资产	1849	1536	1654	1782
长期投资	566	600	630	680
固定资产	585	661	738	810
无形资产	235	237	239	241
其他非流动资产	462	37	47	51
资产总计	20166	21586	24515	27287
流动负债	10465	10356	11707	12691
短期借款	1236	500	500	500
应付账款	6812	7299	8495	9327
其他流动负债	2416	2558	2711	2864
非流动负债	244	254	251	250
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	244	254	251	250
负债合计	10710	10610	11958	12941
少数股东权益	1275	1495	1734	2001
股本	767	767	767	767
资本公积	2336	2336	2336	2336
留存收益	5054	6377	7720	9242
归属母公司股东权益	8181	9480	10824	12345
负债和股东权益	20166	21586	24515	27287

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1074	834	748	871
净利润	1339	1519	1699	1920
折旧摊销	85	73	84	95
财务费用	150	-139	-183	-212
投资损失	-146	-155	-165	-165
营运资金变动	-321	-683	-684	-766
其他经营现金流	-33	219	-3	-1
投资活动现金流	-103	184	-39	-59
资本支出	73	150	150	150
长期投资	-44	-5	30	50
其他投资现金流	-74	329	141	141
筹资活动现金流	1622	-598	67	80
短期借款	822	-736	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	288	0	0	0
资本公积增加	1024	0	0	0
其他筹资现金流	-513	139	67	80
现金净增加额	2593	420	775	892

利润表 单位：百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	36285	41001	46284	51632
营业成本	33451	38028	42952	47863
营业税金及附加	84	88	103	113
营业费用	694	791	893	1007
管理费用	384	428	486	541
财务费用	150	-139	-183	-212
资产减值损失	-47	10	15	15
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	146	155	165	165
营业利润	1770	1950	2183	2471
营业外收入	6	30	30	30
营业外支出	35	5	5	5
利润总额	1741	1975	2208	2496
所得税	401	456	509	576
净利润	1339	1519	1699	1920
少数股东损益	198	220	238	267
归属母公司净利润	1141	1299	1460	1653
EBITDA	2005	1884	2084	2354
EPS（元）	1.49	1.69	1.90	2.16

主要财务比率

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入	4.8%	13.0%	12.9%	11.6%
营业利润	14.6%	10.2%	12.0%	13.2%
归属于母公司净利润	15.3%	13.8%	12.4%	13.2%
获利能力				
毛利率(%)	7.8%	7.3%	7.2%	7.3%
净利率(%)	3.1%	3.2%	3.2%	3.2%
ROE(%)	14.0%	13.7%	13.5%	13.4%
ROIC(%)	31.5%	26.4%	25.4%	25.2%
偿债能力				
资产负债率(%)	53.1%	49.2%	48.8%	47.4%
净负债比率(%)	11.54%	4.71%	4.18%	3.86%
流动比率	1.75	1.94	1.95	2.01
速动比率	1.49	1.63	1.65	1.70
营运能力				
总资产周转率	1.97	1.96	2.01	1.99
应收账款周转率	4	4	4	4
应付账款周转率	5.31	5.39	5.44	5.37
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.49	1.69	1.90	2.16
每股经营现金流(最新摊	1.40	1.09	0.98	1.14
每股净资产(最新摊薄)	10.67	12.36	14.11	16.10
估值比率				
P/E	31.01	27.25	24.24	21.41
P/B	4.33	3.73	3.27	2.87
EV/EBITDA	9	10	9	8

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。