



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 (2017Q4)

报告日股价 (元)	30.12
12mth A 股价格区间 (元)	25.36-36.47
总股本 (百万股)	766.93
无限售 A 股/总股本	36%
流通市值 (亿元)	81.77
每股净资产 (元)	10.67
PBR (X)	2.76
DPS (Y2016, 元)	10 派 4.5

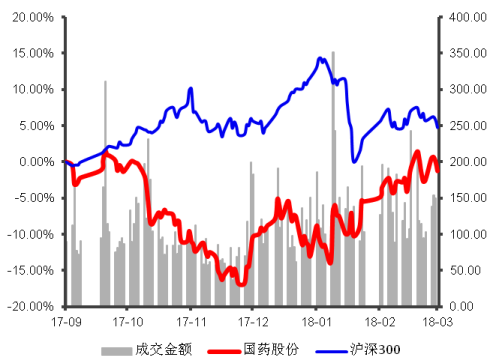
主要股东 (2017Q4)

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	1.83%

收入结构 (2017Y)

商品销售	102.67%
产品销售	1.76%
仓储物流	0.54%
内部抵消	-4.98%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号：JX18-CT06

首次报告日期：

相关报告：

《国药股份 (600511) 2017 年中报点评：短期受医改政策影响业绩增速放缓，静待重组资产

业绩增长稳健 拓展麻精特药等优势业务布局

■ 公司动态事项

公司发布2017年度报告，利润分配预案为每10股派4.5元（含税）。

■ 事项点评

业绩符合预期，利润增速高于收入增速

公司2017年实现营业收入362.85亿元，同比增长4.84%；实现归母净利润11.41亿元，同比增长15.28%，业绩基本符合市场预期，利润增速高于收入增速的主要原因是销售毛利率上升、应收账款会计估计变更等因素。公司2017年销售毛利率为7.81%，同比上升0.39个百分点，主要原因是公司工业业务毛利率水平较高且收入增速较快，带动公司整体毛利率水平上升。

医药商业板块受“阳光采购”等政策影响业绩增速放缓

公司于2017年6月完成重组且合并报表，收购国控北京、国控康辰、国控华鸿、国控天星等四家标的公司，公司成为国药集团旗下北京地区唯一医药分销平台，进一步巩固公司在北京区域医药商业的龙头地位。公司已实现北京地区二三级医院的100%覆盖，包括111家三级医院和135家二级医院，公司在北京共覆盖超过3000家基层医疗机构。

四家标的公司2017年合计实现归母净利润7.05亿元，占公司整体归母净利润的61.79%。重组四家标的公司中，国控北京、国控华鸿和国控康辰均达成业绩承诺目标，国控天星未达成绩承诺，达成比例为80.03%。国控天星未能完成盈利预测的主要原因是国控天星代理销售产品以国产品种为主（约占70%），2017年受北京执行“阳光采购”等政策影响导致国产品种降价幅度较大，带动国控天星毛利率水平下降。

我们认为，公司2017年受北京“阳光采购”等政策影响调拨业务规模缩小导致公司医药商业板块业绩增速放缓，整合标的公司后巩固公司北京区域医药流通的龙头地位，凭借终端医院覆盖面全、基层医疗机构配送能力强等竞争优势，积极拓展直销业务，“两票制”、分级诊疗等政策背景下有望提高公司在北京区域的市场占有率，带动医药商业业务回暖。

拓展优势业务和创新业务，培育新的利润增长点

公司积极拓展优势业务和创新业务。麻精药方面，公司积极与上游客户开展战略合作，麻精业态同比增长17.36%。公司公告披露拟以

整合后逐步释放业绩》

——2017年08月25日

《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

1,467.6万元收购兰州盛原70%股权，同时与原股东按股权转让后的比例进行同比例增资，共计出资2,167.6万元。我们认为，公司通过收购兰州盛原，向麻精药二级药品扩张业务，有利于公司强化在甘肃省内跨区域经营麻醉药品的优势，巩固公司在麻精药品市场龙头地位。

控股子公司国瑞药业2017年实现收入6.39亿元，同比增长118.17%，实现净利润3,355.49万元，同比增长39.11%，国瑞药业通过精细化营销策略，优势品种依达拉奉成为首个过亿品种；国控前景2017年实现收入2.03亿元，同比增长16.67%，实现净利润1,442.14万元，同比增长28.85%，国控前景深耕口腔器械耗材市场增长潜力，扩充产品线，2017年，新增客户1800余家，终端客户覆盖超15000家。

■ 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；业绩承诺不及预期风险

■ 投资建议

未来六个月，维持“谨慎增持”评级

结合2017年报我们调整公司18、19年EPS至1.68、1.94元，以3月22日收盘价30.12元计算，动态PE分别为17.98倍和15.53倍。同类型可比上市公司18年市盈率中位值为20.81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）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	36,284.75	39,221.64	43,029.52	47,225.93
年增长率	171.06%	8.09%	9.71%	9.75%
归属于母公司的净利润	1,141.48	1,284.80	1,487.92	1,679.68
年增长率	108.45%	12.56%	15.81%	12.89%
每股收益（元）	1.49	1.68	1.94	2.19
PER（X）	20.24	17.98	15.53	13.75

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)

资产负債表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	5,462	7,452	8,391	10,744
存貨	2,740	3,312	2,947	3,479
应收账款及票据	9,907	6,082	11,189	7,233
其他	208	81	214	120
流动资产合计	18,317	16,927	22,741	21,576
长期股权投资	566	566	566	566
固定资产	585	554	506	470
在建工程	5	5	5	5
无形资产	279	251	224	196
其他	414	355	359	371
非流动资产合计	1,849	1,732	1,659	1,607
资产总计	20,166	18,659	24,400	23,183
短期借款	1,236	930	1,166	1,430
应付账款及票据	8,861	6,124	10,149	7,051
其他	367	200	260	267
流动负债合计	10,465	7,255	11,575	8,749
长期借款和应付债券	0	0	0	0
其他	244	182	191	206
非流动负债合计	244	182	191	206
负债合计	10,710	7,437	11,766	8,954
少数股东权益	1,275	1,338	1,417	1,505
股东权益合计	9,456	10,760	12,172	13,767
负债和股东权益总计	20,166	18,197	23,938	22,721

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	1,339	1,285	1,488	1,680
折旧和摊销	85	91	93	96
营运资本变动	(139)	500	(790)	425
经营活动现金流	1,074	1,971	711	2,054
资本支出	(182)	(33)	(17)	(32)
投资收益	146	161	177	195
投资活动现金流	(103)	102	166	168
股权融资	288	462	0	0
负债变化	0	0	0	0
股息支出	0	(128)	(149)	(168)
融资活动现金流	1,622	(83)	61	132
净现金流	2,593	1,990	939	2,353

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	36,285	39,222	43,030	47,226
营业成本	33,451	36,112	39,750	43,623
营业税金及附加	84	77	92	101
营业费用	694	708	764	865
管理费用	384	503	536	564
财务费用	150	98	20	(40)
资产减值损失	(47)	8	9	9
投资收益	146	161	177	195
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	1,770	1,876	2,036	2,298
营业外收支净额	(29)	0	0	0
利润总额	1,741	1,876	2,036	2,298
所得税	401	433	470	530
净利润	1,339	1,444	1,566	1,768
少数股东损益	198	159	78	88
归属母公司股东净利润	1,141	1,285	1,488	1,680

财务比率分析

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
总收入增长率	171.0%	8.09%	9.71%	9.75%
EBITDA 增长率	167.0%	6.10%	4.02%	9.58%
EBIT 增长率	174.4%	5.83%	4.11%	9.84%
净利润增长率	108.4%	12.56%	15.81%	12.89%
毛利率	22.02%	28.27%	28.50%	29.06%
EBITDA/总收入	5.36%	5.26%	4.99%	4.98%
EBIT/总收入	5.14%	5.03%	4.78%	4.78%
净利润率	3.15%	3.28%	3.46%	3.56%
资产负债率	53.11%	40.87%	49.15%	39.41%
流动比率	1.75	2.33	1.96	2.47
速动比率	1.49	1.88	1.71	2.07
总资产回报率 (ROA)	6.64%	7.74%	6.42%	7.63%
净资产收益率 (ROE)	13.95%	13.64%	13.83%	13.70%
EV/营业收入	1.0	0.5	0.8	0.7
EV/EBITDA	9.3	15.3	14.4	12.3
PE	20.2	28.8	24.9	22.0
PB	2.8	3.9	3.4	3.0

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。