2018 年 03 月 23 日

王睿哲
C0062@capital.com.tw

目标价(元) 33.9 元

公司基本信息

产业别	医药生物
A 股价(2018/03/23)	29.45
上证指数(2018/03/23)	3152.76
股价 12 个月高/低	36.9/25.21
总发行股数(百万)	766.93
A 股数(百万)	277.64
A 市值(亿元)	81.77
主要股东	国药控股股份有限公司(55.43%)
每股净值(元)	10.67
股价/账面净值	2.76

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-1.5	7.3	-12.4

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2017-10-26	30.51	买入
2017-08-23	32.16	买入

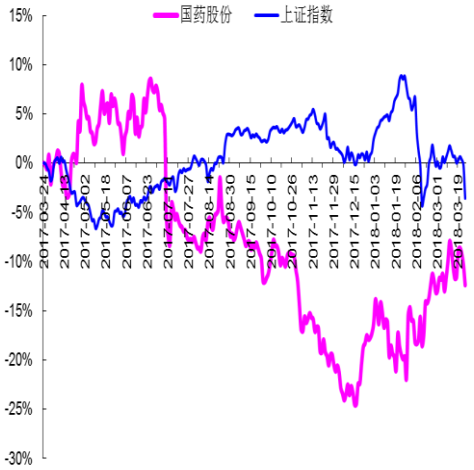
产品组合

商品销售	102.7%
产品销售	1.8%
仓储物流	0.5%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	21.4%
一般法人	8.4%

股价相对大盘走势



国药股份(600511.SH) Buy 买入

业绩符合预期，看好公司长期发展

结论与建议：

- **公司业绩：**公司 2017 年共实现营业收入 362.8 亿元，同比增长 4.8%，录得归母净利润 11.4 亿元，同比增长 15.3%,EPS 为 1.55 元，公司业绩处于业绩预告范围的中位，符合我们的预期。其中公司 Q4 单季度实现营收 92.2 亿元，YOY+2.4%,录得净利润 3.1 亿元，YOY+36.2%。公司拟每 10 股派发现金红利 4.5 元（含税）。
- **阳光采购影响消除：**从单季度来看，公司 Q4 净利润快速增长主要得益于 Q4 毛利率同比增加 2.8 个百分点至 9.7%，达到了近 8 年的单季度历史最高。参考公司 Q4 单季度经营活动净现金流为 16.5 亿元，也较去年同比增长 158%,我们预计 Q4 毛利率的快速提升主要是由于公司在年底集中获得了上游医药工业对“阳光采购”政策影响的差价补偿所致。从全年来看：（1）公司医药商品销售实现营收 372.0 亿元，YOY+4.1%（其中麻精业务 YOY+17.4%），毛利率同比小幅增加 0.3 个百分点至 7.1%，阳光采购政策的降价影响已在年内消除。重组的四家流通企业中，国控北京，国控华鸿，国控康辰均完成业绩承诺，国控天星由于分销产品中降价幅度较大的国产产品占比较多，仅完成业绩承诺的 80%，根据补偿协议，大股东国药控股将以 1 元回购注销 253 万股（占目前总股本的 0.33%）。(2) 产品销售业务实现营收 6.4 亿元，YOY+120.5%,主要是国瑞药业实行精细化营销，实现恢复性增长，在优势品种销售的带动下，毛利率也同比提升 21.2 个百分点至 42.4%。整体来看，公司综合毛利率同比提升 0.8 个百分点至 7.8%，由于医药工业销售力度增加，销售费用率同比增加 0.2 个百分点至 1.9%，资金成本上升使得财务费用率同比增加 0.5 个百分点至 0.4%，管理费用同比下降 0.3 个百分点至 1.1%。综合来看，期间费用率同比增加 0.3 个百分点至 3.4%。
- **看好公司长期发展：**（1）重组融资后公司资金充裕，我们预计公司未来将会加速外延扩展战略，快速确立“麻药一张网”的目标。目前公司已出资 1.5 亿认购国控中金医药产业基金，并且公司拟以自有资金 1468 万收购兰州盛原药业来完善麻药产业链结构。（2）重组后，公司积极推进新业态的发展，我么预计公司主推的自办 SPS+专业药房、DTP 药房、医院周边药房和合作医院自费药房等专业化零售药房以及器械/诊断试剂 SPD 合作项目将会为公司打开新的增长点。（3）公司作为国药集团发展混合所有制经济的首批试点单位之一，改革进程预计将会加速推进，重组完成后，公司也制定了新国药股份的发展战略，我们预计公司在国企改革后将会释放更大的活力。
- **盈利预测及投资建议：**我们预计公司 2018 年、2019 年净利分别 12.9 亿元、14.8 亿元，YOY 分别同比增长 13.2%、14.1%，EPS 分别为 1.7 元和 1.92 元，对应 PE 分别为 17 倍/15 倍，公司业绩已有所恢复，长期又将在两票制中受益，外延扩张以及新业态的发展打开新的空间，国企改革政策也仍在推进中，我们看好公司的长期发展，目前估值合理，维持“买入”建议。

年度截止 12 月 31 日		2015	2016	2017E	2018E	2018E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	513	548	1141	1293	1476
同比增减	%	6.26	6.78	108.45	13.29	14.14
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.07	1.14	1.55	1.69	1.92
同比增减	%	6.26	6.78	35.56	8.76	14.14
市盈率(P/E)	X	27.33	25.59	18.88	17.36	15.21
股利 (DPS)	RMB 元	0.10	0.20	0.45	0.51	0.58
股息率 (Yield)	%	0.34	0.68	1.54	1.73	1.97

预期报酬(Expected Return；ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≧ 30%)；买入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
卖出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

附一：合并损益表

人民币百万元	2015	2016	2017	2018F	2019F
营业收入	12078	13386	36285	40746	46514
经营成本	11118	12393	33451	37509	42793
营业税金及附加	18	28	84	94	107
销售费用	229	215	694	766	870
管理费用	168	187	384	429	479
财务费用	15	-15	150	171	195
资产减值损失	2	15	-47	-45	-45
投资收益	104	132	146	165	160
营业利润	633	695	1770	1987	2275
营业外收入	35	17	6	10	10
营业外支出	1	1	35	30	40
利润总额	668	711	1741	1967	2245
所得税	135	147	401	452	516
少数股东损益	19	16	198	221	252
归母公司净利润	513	548	1141	1293	1476

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2015	2016	2017	2018F	2019F
货币资金	1474	1677	5462	6281	7224
应收账款	2226	2595	9087	10904	13085
存货	1158	1170	2740	2603	2473
流动资产合计	5306	6099	18317	21981	26377
长期股权投资	402	482	566	736	957
固定资产	567	538	585	643	708
在建工程	10	11	5	6	7
非流动资产合计	1250	1303	1849	2126	2445
资产总计	6556	7401	20166	24107	28822
流动负债合计	2887	3238	10465	12558	15070
非流动负债合计	155	147	244	254	264
负债合计	3042	3385	10710	12812	15334
少数股东权益	485	495	1275	1658	2155
股东权益合计	3030	3522	8181	9637	11333
负债及股东权益合计	6556	7401	20166	24107	28822

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2015	2016	2017	2018F	2019F
经营活动所得现金净额	440	591	1074	1,182	1,300
投资活动所用现金净额	-53	-41	-103	-100	-100
融资活动所得现金净额	356	-435	1622	-200	-200
现金及现金等价物净增加额	743	115	2593	882	1000

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其

分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。