

国药股份(600511)/医药商业

业绩略超预期，全年较快增长有望保持

评级：买入(维持)

市场价格：23.56

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)	767
流通股本(百万股)	278
市价(元)	23.46
市值(亿元)	180
流通市值(亿元)	65.1

股价与行业-市场走势对比
相关报告

- 1 经营稳健，各业务线发展趋势良好
- 2 开局良好，期待公司外延取得突破

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	40501.00	45684.0	51532.0
增长率 yoy%	186.55%	4.84%	11.62%	12.80%	12.80%
净利润	990.19	1141.48	1286.28	1445.56	1650.81
增长率 yoy%	93.08%	15.28%	12.68%	12.38%	14.20%
每股收益(元)	1.29	1.49	1.68	1.88	2.15
每股现金流量	1.36	1.40	1.16	0.97	1.04
净资产收益率	16.93%	13.95%	13.59%	13.39%	13.40%
P/E	18.17	15.76	13.99	12.45	10.90
PEG	0.20	1.03	1.10	1.01	0.77
P/B	3.08	2.20	1.90	1.67	1.46

备注：

投资要点

- **事件：**7月6日晚，公司发布2018年半年度业绩预告，预计2018年半年度实现归属于上市公司股东的净利润在6.09亿到6.64亿区间，同比将增加0.55亿元到1.1亿元，同比增长10%到20%。扣非后的净利润同比将增加1.4亿元到2.2亿元，同比增长30%-50%（2017年上半年公司完成重组，同一控制下企业合并同期数为追溯调整，记为非经常性损益）。
- **点评：**业绩略超预期，扣除去年上半年应收账款坏账准备计提标准调整的一次性影响5610万元，公司半年实际利润同比增长22%-33%。根据公司披露情况，公司毛利率半年度整体小幅上升，其中高毛利业态（麻精特药、工业、器械等）销售增长较快，低毛利业态（调拨业务等）销售占比下降；
- 我们预计麻精业务半年度实现了两位数以上收入增长，1季度完成收购兰州盛原开启了公司二级麻精分销网络的扩张步伐，国内约有三分之一的二级麻药配送份额仍由中小麻精商业经营，整合空间大，公司同时计划进军更为广阔的二类精神药品市场，公司麻精业务的成长空间被进一步打开。
- 北京地区业务发展趋势良好，市占率有望持续提升；在完成整合后新股份在北京商业龙头中收入规模最大纯销比例最高，各级终端实现全覆盖，血制品、新特药、麻药等高毛利业务领先优势明显，器械业务是新增长点，公司目标整体医药配送份额要由当前约20%提升至30%以上，北京地区业务的增长空间广阔。
- **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405亿元、456亿元和515亿元，同比分别增长11.6%、12.8%和12.8%；归属于母公司净利润分别为12.9亿元、14.5亿元和16.5亿元，同比分别增长12.7%、12.4%和14.2%；对应EPS分别为1.68元、1.88元和2.15元，我们给与公司2018年18-20倍PE，对应价格区间30.2-33.6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					利润表				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	18317	20050	22861	25505	营业收入	36285	41001	46284	51632
现金	5462	5882	6657	7550	营业成本	33451	38028	42952	47863
应收账款	9087	10022	11453	12699	营业税金及附加	84	88	103	113
其他应收款	206	142	212	207	营业费用	694	791	893	1007
预付账款	200	178	229	240	管理费用	384	428	486	541
存货	2740	3132	3528	3936	财务费用	150	-139	-183	-212
其他流动资产	623	694	783	873	资产减值损失	-47	10	15	15
非流动资产	1849	1536	1654	1782	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	566	600	630	680	投资净收益	146	155	165	165
固定资产	585	661	738	810	营业利润	1770	1950	2183	2471
无形资产	235	237	239	241	营业外收入	6	30	30	30
其他非流动资产	462	37	47	51	营业外支出	35	5	5	5
资产总计	20166	21586	24515	27287	利润总额	1741	1975	2208	2496
流动负债	10465	10356	11707	12691	所得税	401	456	509	576
短期借款	1236	500	500	500	净利润	1339	1519	1699	1920
应付账款	6812	7299	8495	9327	少数股东损益	198	220	238	267
其他流动负债	2416	2558	2711	2864	归属母公司净利润	1141	1299	1460	1653
非流动负债	244	254	251	250	EBITDA	2005	1884	2084	2354
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.49	1.69	1.90	2.16
其他非流动负债	244	254	251	250					
负债合计	10710	10610	11958	12941	主要财务比率				
少数股东权益	1275	1495	1734	2001	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	767	767	767	767	成长能力				
资本公积	2336	2336	2336	2336	营业收入	4.8%	13.0%	12.9%	11.6%
留存收益	5054	6377	7720	9242	营业利润	14.6%	10.2%	12.0%	13.2%
归属母公司股东权益	8181	9480	10824	12345	归属于母公司净利润	15.3%	13.8%	12.4%	13.2%
负债和股东权益	20166	21586	24515	27287	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 (最新摊薄)	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。