

国药股份 (600511)

证券研究报告

2018年08月24日

北京地区医药商业龙头,业绩稳步增长

业绩稳步增长,北京地区医药商业龙头地位稳固

公司发布 2018 年中报,2018 年上半年,公司实现营业收入 187.71 亿元,同比增长 6.63%,归母净利润 6.36 亿元,同比增长 14.81%,扣非后归母净利润 6.35 亿元,同比增长 39.71%,实现了较快的发展。2017 年公司完成重组,国控北京、国控康辰、国控华鸿、国控天星加入国药股份,公司成为国药集团旗下北京地区唯一医药分销平台,重组四家标的公司 2017 年 1-5 月份的净利润属于公司的非经常性损益,该期间累计净利润为 1.48 亿元,其中少数股东净利润为 0.47 亿元,影响 2017 年上半年归属于母公司非经常性损益 1.0 亿元。报告期内公司进一步细化了公司应收款项的信用风险特征组合类别及相应的坏账准备计提比例,增加公司 2017 年上半年的税前利润约 0.75 亿元,税后归属于母公司净利润 0.56 亿元,计入经常性损益科目。因此,本报告期内,公司扣非后归母净利润增长较快。

渠道进一步完善,北京地区市场份额持续提升

2018 年上半年,医药商业收入仍为公司主要经营业务,药品销售占比 90%以上份额。目前公司是国药集团旗下北京地区唯一的医药分销平台,整合后,公司实现北京地区二、三级医院的 100%覆盖,并覆盖超过 3000 家基层医疗机构;二、三级医院销售稳居区域首位,具有强大的北京医疗终端覆盖及服务能力,北京市场份额得到持续提升。麻精特药销售作为公司的特色业务以及最具核心竞争力的业务,始终保持 80%以上的市场份额,龙头地位稳固。零售渠道方面,公司零售直销业务已覆盖全国 500 强连锁与众多单体药店,直接渠道覆盖超 3 万家门店,渠道延伸共覆盖超过 8 万家门店。随着“两票制”、“药品零加成”、“分级诊疗”等医疗政策的不断推行、基层医疗机构与零售终端渠道越来越重要,公司有望借助在北京地区的物流配送能力、品种优势以及品牌优势,在这部分渠道实现收入的提升。上半年,公司医疗直销(含社区)实现销售收入同比增长 37.72%,区域零售业务实现销售收入同比增长 9.79%。

盈利能力增强,三项费用率略有提升

2018 年上半年,公司销售毛利率与销售净利率分别为 9.15%、3.86%,分别同比提升 2.18%、0.17%,盈利能力得到提升。2018 年上半年公司销售费用率、管理费用率与财务费用率分别为 2.78%、1.06%与 0.49%,整体来看公司三项费用率均有所提升,其中销售费用率提升 1.33%,主要是系政策影响,子公司国瑞药业营销模式转型,市场投入增长所致。报告期内公司应收账款为 97.66 亿元,随着营业收入规模的增加与业务结构的变化,应收账款略有提升。

估值与评级

公司作为北京地区医药商业龙头未来有望持续行业的整合,市场份额有望持续提升,预计 2018-2020 年公司利润为 13.51/16.01/17.94 亿元,对应 EPS 为 1.76/2.09/2.34 元/股,维持“增持”评级。

风险提示: 政策风险、市场竞争加剧、应收账款坏账风险、市场开拓不及预期、工业品种产品推广不及预期。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	13,386.42	36,284.75	40,610.56	45,662.07	51,447.88
增长率(%)	10.83	171.06	11.92	12.44	12.67
EBITDA(百万元)	728.71	1,946.31	2,006.27	2,250.44	2,553.28
净利润(百万元)	547.61	1,141.48	1,351.32	1,601.47	1,794.01
增长率(%)	6.78	108.45	18.38	18.51	12.02
EPS(元/股)	0.71	1.49	1.76	2.09	2.34
市盈率(P/E)	47.98	23.02	19.44	16.41	14.65
市净率(P/B)	7.46	3.21	2.84	2.50	2.21
市销率(P/S)	1.96	0.72	0.65	0.58	0.51
EV/EBITDA	17.92	9.31	9.28	9.93	7.06

资料来源:wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医药商业
6 个月评级	增持(维持评级)
当前价格	24.89 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	766.93
流通 A 股股本(百万股)	277.64
A 股总市值(百万元)	19,088.98
流通 A 股市值(百万元)	6,910.54
每股净资产(元)	11.04
资产负债率(%)	52.17
一年内最高/最低(元)	32.20/22.70

作者

郑薇 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《国药股份-年报点评报告:北京地区商业龙头地位稳固,新国药、新看点》2018-03-23
- 《国药股份-公司点评:新股份、新战略,内生加外延成为发展新思路》2017-03-24
- 《国药股份-首次覆盖报告:重组获批,再融资、混改、员工激励成为确定趋势》2017-01-19

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,677.34	5,462.04	8,803.14	5,187.58	9,695.59
应收账款	2,599.55	9,293.25	4,416.71	11,461.08	6,965.27
预付账款	40.73	199.69	78.56	243.57	130.12
存货	1,170.41	2,739.76	1,785.81	3,453.44	2,624.35
其他	610.86	622.54	854.48	903.32	1,113.63
流动资产合计	6,098.90	18,317.27	15,938.71	21,248.99	20,528.96
长期股权投资	482.26	566.06	566.06	566.06	566.06
固定资产	537.60	584.83	582.51	599.47	615.00
在建工程	11.05	4.61	38.77	71.26	72.76
无形资产	96.46	278.74	251.21	223.69	196.17
其他	175.19	414.44	328.66	337.60	354.70
非流动资产合计	1,302.57	1,848.68	1,767.21	1,798.09	1,804.68
资产总计	7,401.46	20,165.95	17,705.92	23,047.08	22,333.65
短期借款	0.00	1,236.37	0.00	0.00	0.00
应付账款	2,243.32	7,906.57	5,038.44	9,130.12	6,587.15
其他	994.53	1,322.11	1,860.15	1,718.52	1,976.60
流动负债合计	3,237.86	10,465.06	6,898.59	10,848.63	8,563.75
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	146.80	244.46	182.09	191.11	205.89
非流动负债合计	146.80	244.46	182.09	191.11	205.89
负债合计	3,384.66	10,709.51	7,080.68	11,039.74	8,769.63
少数股东权益	494.93	1,275.25	1,373.45	1,510.34	1,700.59
股本	478.80	766.93	766.93	766.93	766.93
资本公积	89.39	2,336.48	2,336.48	2,336.48	2,336.48
留存收益	2,992.86	7,390.55	8,484.86	9,730.06	11,096.49
其他	(39.17)	(2,312.77)	(2,336.48)	(2,336.48)	(2,336.48)
股东权益合计	4,016.81	9,456.44	10,625.24	12,007.33	13,564.01
负债和股东权益总	7,401.46	20,165.95	17,705.92	23,047.08	22,333.65

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	563.94	1,339.20	1,351.32	1,601.47	1,794.01
折旧摊销	50.37	85.12	55.69	58.07	60.49
财务费用	12.09	159.27	82.02	(76.95)	(81.86)
投资损失	(131.52)	(146.30)	(158.01)	(170.65)	(184.30)
营运资金变动	109.26	(139.31)	3,471.80	(4,975.91)	2,940.73
其它	(12.89)	(223.48)	103.36	144.10	200.26
经营活动现金流	591.25	1,074.49	4,906.19	(3,419.86)	4,729.34
资本支出	111.82	442.33	122.37	70.97	35.23
长期投资	80.75	83.80	0.00	0.00	0.00
其他	(233.94)	(629.03)	(82.48)	19.67	99.07
投资活动现金流	(41.37)	(102.90)	39.89	90.65	134.30
债权融资	0.00	1,236.37	0.00	0.00	0.00
股权融资	8.57	2,360.39	(104.42)	78.45	83.47
其他	(443.74)	(1,975.05)	(1,500.56)	(364.80)	(439.09)
筹资活动现金流	(435.16)	1,621.71	(1,604.97)	(286.35)	(355.62)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	114.71	2,593.30	3,341.11	(3,615.57)	4,508.01

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	13,386.42	36,284.75	40,610.56	45,662.07	51,447.88
营业成本	12,392.55	33,450.72	37,587.68	42,247.87	47,582.18
营业税金及附加	28.18	84.34	60.17	77.63	81.84
营业费用	215.47	694.01	653.83	737.60	818.31
管理费用	186.95	383.83	568.55	634.70	720.27
财务费用	(15.01)	150.34	82.02	(76.95)	(81.86)
资产减值损失	14.88	(47.49)	(52.23)	(57.46)	(63.20)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	131.52	146.30	158.01	170.65	184.30
其他	(263.05)	(347.09)	(316.01)	(341.29)	(368.60)
营业利润	694.92	1,769.79	1,868.55	2,269.33	2,574.64
营业外收入	17.19	5.64	11.41	8.53	9.97
营业外支出	1.02	34.73	17.88	26.31	22.09
利润总额	711.09	1,740.70	1,862.09	2,251.54	2,562.52
所得税	147.14	401.50	407.41	505.97	568.25
净利润	563.94	1,339.20	1,454.68	1,745.58	1,994.27
少数股东损益	16.34	197.71	103.36	144.10	200.26
归属于母公司净利润	547.61	1,141.48	1,351.32	1,601.47	1,794.01
每股收益(元)	0.71	1.49	1.76	2.09	2.34

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	10.83%	171.06%	11.92%	12.44%	12.67%
营业利润	9.74%	154.68%	5.58%	21.45%	13.45%
归属于母公司净利润	6.78%	108.45%	18.38%	18.51%	12.02%
获利能力					
毛利率	7.42%	7.81%	7.44%	7.48%	7.51%
净利率	4.09%	3.15%	3.33%	3.51%	3.49%
ROE	15.55%	13.95%	14.61%	15.26%	15.12%
ROIC	24.90%	68.18%	30.65%	106.88%	29.49%
偿债能力					
资产负债率	45.73%	53.11%	39.99%	47.90%	39.27%
净负债率	31.55%	18.05%	37.75%	-14.35%	43.14%
流动比率	1.88	1.75	2.31	1.96	2.40
速动比率	1.52	1.49	2.05	1.64	2.09
营运能力					
应收账款周转率	5.54	6.10	5.92	5.75	5.58
存货周转率	11.50	18.56	17.95	17.43	16.93
总资产周转率	1.92	2.63	2.14	2.24	2.27
每股指标(元)					
每股收益	0.71	1.49	1.76	2.09	2.34
每股经营现金流	0.77	1.40	6.40	-4.46	6.17
每股净资产	4.59	10.67	12.06	13.69	15.47
估值比率					
市盈率	47.98	23.02	19.44	16.41	14.65
市净率	7.46	3.21	2.84	2.50	2.21
EV/EBITDA	17.92	9.31	9.28	9.93	7.06
EV/EBIT	19.20	9.71	9.54	10.20	7.23

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com