

2018年08月27日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元)

34元

国药股份(600511.SH)

Buy 买入

2018H1 净利 YOY+15%, 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 2018H1 实现营业收入 187.7 亿元, 同比增长 6.6%, 录得净利润 6.4 亿元, 同比增长 14.8% (若剔除 2017H1 因调整坏账计提标准导致多增的 0.56 亿元, 公司 2018H1 净利实际同比增长 28%), EPS 为 0.83 元, 公司业绩处在业绩预告的中位, 符合预期。其中公司 Q2 单季度实现营收 96.4 亿元, YOY+9.0%, 录得净利润 3.8 亿元, YOY+21.1%。Q2 业绩增长较快一方面是业绩恢复, 另一方面是去年同期受阳光采购影响, 基期偏低。

■ **营收结构优化提升毛利率, 并入的四家子公司业绩增长明显:** (1) 公司营收稳定增长, 但是结构得到优化, 其中高毛利业态 (麻精特药、工业、器械等) 销售增长较快, 而低毛利业态 (受“两票制”影响的分销业务) 销售占比下降, 使得综合毛利率同比提升 2.2 个百分点至 9.2%, 由于重组后国药一直在积极扩大二类精神药品以及拓展器械等新业态, 我们认为公司综合毛利率未来将会继续上行。(2) 并入的四家子公司业绩增长明显: 国控北京、北京康辰、北京华鸿、天星普信净利分别同比增长 7.1%、66.5%、31.8%、0%, 北京康辰和北京华鸿净利大幅增长主要是由于康辰的血制品销售受两票制政策影响较小, 华鸿的 SPD 及器械增长较为明显, 天星普信 H1 业绩同比持平, 但是预计随着下半年大品种的导入, 业绩将会恢复增长。

■ **费用率略有增加:** 由于医药工业子公司国瑞药业转变营销模式, 销售费用率同比增加 1.3 个百分点至 2.8%, 管理费用率和财务费用率分别微增 0.1 和 0.2 个百分点, 总体来看, 期间费用率同比增加 1.6 个百分点至 4.3%。

■ **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, 并且公司以自有资金收购兰州盛原药业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, 我们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 13.3%、14.1%, EPS 分别为 1.7 元和 1.9 元, 对应 PE 分别为 15 倍/13 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。

■ **风险提示:** 招标降价, 业绩恢复不及预期

公司基本信息

产业别	医药生物		
A 股价(2018/08/24)	25.23		
上证指数(2018/08/24)	2729.43		
股价 12 个月高/低	31.33/22.7		
总发行股数(百万)	766.93		
A 股数(百万)	277.64		
A 市值(亿元)	70.05		
主要股东	国药控股股份有限公司(55.43%)		
每股净值(元)	11.04		
股价/账面净值	2.29		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-8.7	-14.0	-19.2

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2018-07-09	23.46	买入
2018-03-22	29.45	买入

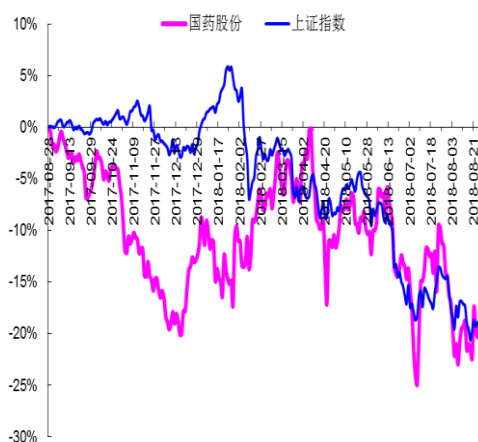
产品组合

商品销售	101.5%
产品销售	2.2%
仓储物流	1.4%

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



年度截止 12 月 31 日		2015	2016	2017	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	13.28	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	35.53	8.78	14.14
市盈率(P/E)	X	23.56	22.06	16.28	14.96	13.11
股利 (DPS)	RMB 元	0.10	0.20	0.45	0.51	0.58
股息率 (Yield)	%	0.40	0.79	1.78	2.00	2.29

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -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

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益证券(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, 不在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。