



分析师：金鑫

Tel: 021-53686163

E-mail: jinxin1@shzq.com

SAC 证书编号：S0870518030001

基本数据 (2018Q2)

报告日股价 (元)	17.21
12mth A 股价格区间 (元)	15.7-28.42
总股本 (百万股)	1,068.49
无限售 A 股/总股本	95%
流通市值 (亿元)	175.61
每股净资产 (元)	7.47
PBR (X)	2.32
DPS (Y2017, 元)	10 派 3.65

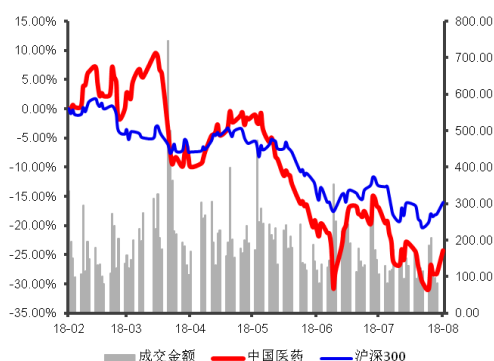
主要股东 (2018Q2)

中国通用技术(集团)控股有限责任公司	41.27%
通用天方药业集团有限公司	10.09%
上海汽车集团股权投资有限公司	4.0%

收入结构 (2018H1)

医药商业	61.63%
国际贸易	22.58%
医药工业	19.63%
内部抵消	-3.57%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



工业板块持续发力 商业板块推进区域扩张

■ 公司动态事项

公司发布2018年半年度报告。

■ 事项点评

利润端持续较快增长，销售费用率小幅上升

公司2018H1实现营业收入145.29亿元，同比增长0.41%，收入增速放缓的主要原因是“两票制”等相关医改政策导致医药商业板块调拨业务同比大幅减少等；实现归母净利润8.40亿元，同比增长26.41%；实现扣非归母净利润7.71亿元，同比增长20.52%，归母净利润增速较高的主要原因是公司处置子公司上海普康取得投资收益5,122.55万元。

公司2018H1销售毛利率为22.31%，同比上升9.07个百分点，主要受益于工业板块制剂业务收入高增速且调整产品结构和产品销售策略，加大高毛利产品的销售力度，带动公司整体毛利率水平上升。公司2017年期间费用率为13.52%，同比上升8.09个百分点，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为11.12%、2.19%、0.21%，同比分别上升7.71个百分点、上升0.37个百分点、下降0.01个百分点，销售费用率同比上升的主要原因是受工业板块销售规模高速增长、医疗政策改革等因素影响，公司加大精细化招商力度，销售服务与宣传费用同比增长较大。

工业板块优化产品结构、加强营销，收入增速、毛利率水平均呈同比显著提升

公司2018H1医药工业板块实现收入28.35亿元，同比增长70.03%，销售毛利率为67.15%，同比上升21.89个百分点，其中原料药业务实现收入5.82亿元，同比下降11.11%，销售毛利率为16.95%，同比下降0.85个百分点，制剂业务实现收入20.41亿元，同比增长124.09%，销售毛利率为83.12%，同比上升18.56个百分点。

分产品来看，阿托伐他汀钙胶囊2018H1销量同比增长21.54%，保持较快增长；乙酰螺旋霉素片、尼麦角林胶囊销量分别同比增长43.55%、31.74%，呈高速增长的态势；瑞舒伐他汀钙胶囊销量同比增长6.98%，增速有所放缓。

公司2018H1研发投入总额为7,401.18万元，同比增长109.69%，公司拥有在研项目68项，其中一类新药3个。此外，公司正在进行30余个口服固体制剂的一致性评价工作，且正式启动近10个注射剂品种的一致性评价工作。

商业板块收入增速放缓，纯销业务占比提升

公司2018H1医药商业板块实现收入88.61亿元，同比下降7.24%，销售毛利率为8.67%，同比上升2.00个百分点。公司医药商业板块受调拨业务同比大幅减少影响，收入增速有所下降，公司加速转型创新，调整业务结构，扩大医疗终端渠道资源，纯销业务占比提高导致毛利率水平提高。此外，公司继续推进区域扩张，通过收购齐齐哈尔中瑞、沈阳铸盈和金仑医药，进一步丰富公司产品线并强化商业网络渠道，在辽宁、河北两省的布局取得新的突破。

■ 风险提示

两票制等行业政策风险；海外贸易合同不及预期风险；资产注入低于预期风险。

■ 投资建议

未来六个月，维持“谨慎增持”评级

预计公司18、19年EPS为1.44、1.72元，以8月27日收盘价17.21元计算，动态PE分别为11.92倍和10.01倍。我们认为，公司作为通用技术集团旗下唯一的医药产业平台，推动工商贸三大业务整合，一方面工业板块通过优化产品结构、强化营销等方式有望保持较快的业绩增速，另一方面商业板块在“两票制”背景下公司通过强化商业网络布局、拓展纯销业务等方式，内生性增长能力较强。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	30,102.34	34,635.16	39,789.14	45,265.80
年增长率	16.96%	15.06%	14.88%	13.76%
归属于母公司的净利润	1,298.52	1,542.98	1,836.69	2,217.87
年增长率	36.96%	18.83%	19.03%	20.75%
每股收益 (元)	1.22	1.44	1.72	2.08
PER (X)	14.16	11.92	10.01	8.29

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)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	3,338	4,156	4,616	5,839
存货	4,468	6,034	6,005	7,572
应收账款及票据	8,803	9,963	11,595	12,931
其他	746	922	927	1,085
流动资产合计	17,354	21,076	23,143	27,426
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,623	1,480	1,380	1,308
在建工程	196	196	196	196
无形资产	403	386	369	352
其他	1,610	1,458	1,475	1,497
非流动资产合计	3,832	3,520	3,420	3,352
资产总计	21,186	24,596	26,564	30,778
短期借款	670	676	463	108
应付账款及票据	7,838	9,170	10,328	11,659
其他	1,883	2,835	2,248	3,525
流动负债合计	10,391	12,681	13,039	15,292
长期借款和应付债券	0	0	0	0
其他	1,911	1,941	1,923	1,925
非流动负债合计	1,911	1,941	1,923	1,925
负债合计	12,302	14,623	14,962	17,217
少数股东权益	1,124	1,408	1,746	2,157
股东权益合计	8,884	9,973	11,602	13,561
负债和股东权益总计	21,186	24,596	26,564	30,778

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	1,543	1,543	1,837	2,218
折旧和摊销	190	170	177	187
营运资本变动	(807)	(436)	(1,067)	(475)
经营活动现金流	509	1,676	1,376	2,366
资本支出	(4)	(10)	(60)	(97)
投资收益	205	0	0	0
投资活动现金流	121	(11)	(65)	(94)
股权融资	0	0	0	0
负债变化	(0)	0	0	0
股息支出	(390)	(463)	(551)	(665)
融资活动现金流	(504)	(846)	(852)	(1,048)
净现金流	126	819	459	1,224

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	30,102	34,635	39,789	45,266
营业成本	25,791	29,596	33,930	38,262
营业税金及附加	102	100	121	140
营业费用	1,591	1,472	1,763	2,218
管理费用	642	811	916	1,022
财务费用	93	116	92	24
资产减值损失	114	170	148	188
投资收益	205	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	2,005	2,370	2,820	3,411
营业外收支净额	(7)	(12)	(13)	(15)
利润总额	1,998	2,358	2,806	3,397
所得税	455	531	632	768
净利润	1,543	1,827	2,174	2,629
少数股东损益	244	284	338	411
归属母公司股东净利润	1,299	1,543	1,837	2,218

财务比率分析

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
总收入增长率	16.96%	15.06%	14.88%	13.76%
EBITDA 增长率	43.21%	18.12%	16.30%	17.31%
EBIT 增长率	44.64%	20.23%	17.15%	18.00%
净利润增长率	36.96%	18.83%	19.04%	20.75%
毛利率	14.32%	14.55%	14.73%	15.47%
EBITDA/总收入	7.47%	7.67%	7.76%	8.00%
EBIT/总收入	6.87%	7.18%	7.32%	7.59%
净利润率	4.31%	4.45%	4.62%	4.90%
资产负债率	58.07%	59.45%	56.33%	55.94%
流动比率	1.67	1.66	1.77	1.79
速动比率	1.24	1.19	1.31	1.30
总资产回报率 (ROA)	7.28%	7.43%	8.19%	8.54%
净资产收益率 (ROE)	16.73%	18.01%	18.64%	19.45%
EV/营业收入	0.7	0.8	0.4	0.4
EV/EBITDA	10.7	5.8	4.9	3.8
PE	14.2	11.9	10.0	8.3
PB	2.4	2.1	1.9	1.6

分析师承诺

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。