

国药股份(600511)/医药商业

经营稳健, 3季报复合预期

评级: 买入(维持)

市场价格: 25.23

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

研究助理: 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) | 25.23 |
| 市值(亿元) | 193 |
| 流通市值(亿元) | 70.1 |

股价与行业-市场走势对比
相关报告

- 1 业绩略超预期, 全年较快增长有望保持
- 2 经营稳健, 各业务线发展趋势良好
- 3 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 | 38925.10 | 43184.0 | 48132.0 |
| 增长率 yoy% | 186.55% | 4.84% | 7.28% | 10.94% | 11.46% |
| 净利润 | 990.19 | 1141.48 | 1296.47 | 1427.94 | 1580.43 |
| 增长率 yoy% | 93.08% | 15.28% | 13.58% | 10.14% | 10.68% |
| 每股收益(元) | 1.29 | 1.49 | 1.69 | 1.86 | 2.06 |
| 每股现金流量 | 1.36 | 1.40 | 1.58 | 1.35 | 1.35 |
| 净资产收益率 | 16.93% | 13.95% | 13.68% | 13.24% | 12.91% |
| P/E | 19.60 | 17.00 | 14.97 | 13.59 | 12.28 |
| PEG | 0.21 | 1.11 | 1.10 | 1.34 | 1.15 |
| P/B | 3.32 | 2.37 | 2.05 | 1.80 | 1.59 |

备注:

投资要点

- **事件:** 公司发布 2018 年 3 季报, 报告期内公司实现营业收入 287.77 亿元, 归母净利润 9.50 亿元, 分别同比增长 6.32% 和 13.73%; 3 季度单季收入 100.06 亿元, 净利润 3.15 亿元, 分别同比增长 5.73% 和 11.3%。
- **点评:** 公司业绩符合我们预期, 经营性现金流表现优异。公司收入高于利润增速, 我们认为公司纯销比例提升和器械等新业务占比提升所致, Q3 毛利率 8.1%, 较去年同比提高 0.6pct, 销售费用和管理费用率分别为 2.77% 和 0.73%, 分别较去年变化提高 +1.22pct 和 -0.3pct; 2018 年公司经营性现金流持续净流入, Q3 单季度流入 4.1 亿元, Q1-Q3 的累计值达 9.25 亿元, 是商业公司中现金流表现最好的企业。
- **各项业务发展稳健, 麻精业务和器械业务预计表现良好。** 公司是国内最大的麻精药品分销商, 市场份额超 80%, 完成收购兰州盛源渠道进一步完善; 去年至今公司相继成立了医疗科技公司和天星普信旗下的独立器械子公司, IVD 和高值耗材配送是主要发展方向, 公司整体器械业务占比持续提升, 我们预计器械收入同比实现 20% 以上增长。
- **公司计划剥离青海制药, 有望产生良好投资收益。** 公司的参股公司青海制药(集团)有限责任公司拟通过挂牌的方式转让参股公司青海制药厂 45.16% 股权, 挂牌价不低于 4.23 亿元。剥离青海制药须经现代制药股东大会通过, 若顺利转让, 预计将给公司带来投资收益约 1.2 亿元。
- **盈利预测和投资建议:** 我们预计 2018-2020 年公司收入分别为 389.3 亿元、431.8 亿元和 481.3 亿元, 同比分别增长 7.28%、10.9% 和 11.5%; 归属于母公司净利润分别为 12.96 亿元、14.28 亿元和 15.80 亿元, 同比分别增长 13.58%、10.14% 和 10.68%; 对应 EPS 分别为 1.69 元、1.86 元和 2.06 元, 我们给与公司 2019 年 16-18 倍 PE, 对应价格区间 29.8-33.4 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: 国药股份分季度财务数据情况

| | 2017-1Q | 2017-2Q | 2017-3Q | 2017-4Q | 2018-1Q | 2018-2Q | 2018-3Q |
|--------|----------|-----------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 营业收入 | 3,568.00 | 14,036.08 | 9,463.58 | 9,217.09 | 9,129.92 | 9,641.17 | 10,006.03 |
| 营收同比增长 | 9.14% | 331.16% | 178.86% | 165.77% | 155.88% | -31.31% | 5.73% |
| 营收环比增长 | 2.88% | 293.39% | -32.58% | -2.60% | -0.95% | 5.60% | 3.78% |
| 营业成本 | 3,301.88 | 13,074.35 | 8,752.97 | 8,321.53 | 8,358.79 | 8,694.91 | 9,199.90 |
| 营业费用 | 58.01 | 197.41 | 146.29 | 292.30 | 276.16 | 246.59 | 276.89 |
| 管理费用 | 37.52 | 131.73 | 97.58 | 116.99 | 100.19 | 97.95 | 72.33 |
| 财务费用 | -3.84 | 62.97 | 60.47 | 30.74 | 50.74 | 40.56 | 35.66 |
| 营业利润 | 191.36 | 634.77 | 443.96 | 499.70 | 355.66 | 579.63 | 458.37 |
| 利润总额 | 192.68 | 631.60 | 436.55 | 479.87 | 354.57 | 578.32 | 453.47 |
| 所得税 | 39.70 | 135.82 | 112.31 | 113.67 | 73.13 | 135.25 | 103.36 |
| 归母净利润 | 141.42 | 412.47 | 281.87 | 305.73 | 254.83 | 381.10 | 314.56 |
| 毛利率 | 7.5% | 6.9% | 7.5% | 9.7% | 8.4% | 9.8% | 8.1% |
| 销售费用率 | 1.6% | 1.4% | 1.5% | 3.2% | 3.0% | 2.6% | 2.8% |
| 管理费用率 | 1.1% | 0.9% | 1.0% | 1.3% | 1.1% | 1.0% | 0.7% |
| 财务费用率 | -0.1% | 0.4% | 0.6% | 0.3% | 0.6% | 0.4% | 0.4% |

来源: 中泰证券研究所

图表 2: 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 | 21502 | 23537 | 26037 | 营业收入 | 36285 | 38925 | 43184 | 48132 |
| 现金 | 5462 | 8097 | 8468 | 9345 | 营业成本 | 33451 | 35578 | 39513 | 44089 |
| 应收账款 | 9087 | 9515 | 10685 | 11838 | 营业税金及附加 | 84 | 83 | 96 | 105 |
| 其他应收款 | 206 | 135 | 197 | 193 | 营业费用 | 694 | 1074 | 1183 | 1314 |
| 预付账款 | 200 | 167 | 210 | 221 | 管理费用 | 384 | 366 | 397 | 438 |
| 存货 | 2740 | 2930 | 3245 | 3626 | 财务费用 | 150 | 23 | 26 | 1 |
| 其他流动资产 | 623 | 658 | 730 | 814 | 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 | 185 | 195 |
| 固定资产 | 585 | 661 | 738 | 810 | 营业利润 | 1770 | 1946 | 2138 | 2365 |
| 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 | 23038 | 25192 | 27819 | 利润总额 | 1741 | 1971 | 2163 | 2390 |
| 流动负债 | 10465 | 11811 | 12421 | 13339 | 所得税 | 401 | 455 | 499 | 551 |
| 短期借款 | 1236 | 2500 | 2000 | 2000 | 净利润 | 1339 | 1516 | 1664 | 1839 |
| 应付账款 | 6812 | 6828 | 7815 | 8591 | 少数股东损益 | 198 | 220 | 236 | 258 |
| 其他流动负债 | 2416 | 2483 | 2606 | 2748 | 归属母公司净利润 | 1141 | 1296 | 1428 | 1580 |
| 非流动负债 | 244 | 254 | 251 | 250 | EBITDA | 2005 | 2043 | 2248 | 2461 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS (元) | 1.49 | 1.69 | 1.86 | 2.06 |
| 其他非流动负债 | 244 | 254 | 251 | 250 | | | | | |
| 负债合计 | 10710 | 12065 | 12672 | 13589 | 主要财务比率 | | | | |
| 少数股东权益 | 1275 | 1495 | 1731 | 1989 | 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% | 7.3% | 10.9% | 11.5% |
| 留存收益 | 5054 | 6374 | 7685 | 9137 | 营业利润 | 14.6% | 10.0% | 9.8% | 10.6% |
| 归属母公司股东权益 | 8181 | 9478 | 10789 | 12241 | 归属于母公司净利润 | 15.3% | 13.6% | 10.1% | 10.7% |
| 负债和股东权益 | 20166 | 23038 | 25192 | 27819 | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率(%) | 7.8% | 8.6% | 8.5% | 8.4% |
| | | | | | 净利率(%) | 3.1% | 3.3% | 3.3% | 3.3% |
| | | | | | ROE(%) | 14.0% | 13.7% | 13.2% | 12.9% |
| | | | | | ROIC(%) | 31.5% | 29.9% | 29.2% | 28.1% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率(%) | 53.1% | 52.4% | 50.3% | 48.8% |
| | | | | | 净负债比率(%) | 11.54% | 20.72% | 15.78% | 14.72% |
| | | | | | 流动比率 | 1.75 | 1.82 | 1.89 | 1.95 |
| | | | | | 速动比率 | 1.49 | 1.57 | 1.63 | 1.68 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 1.97 | 1.80 | 1.79 | 1.82 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 5.31 | 5.22 | 5.40 | 5.37 |
| | | | | | 每股指标(元) | | | | |
| | | | | | 每股收益(最新摊薄) | 1.49 | 1.69 | 1.86 | 2.06 |
| | | | | | 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.40 | 1.58 | 1.35 | 1.35 |
| | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 10.67 | 12.36 | 14.07 | 15.96 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 17.00 | 14.97 | 13.59 | 12.28 |
| | | | | | P/B | 2.37 | 2.05 | 1.80 | 1.59 |
| | | | | | EV/EBITDA | 4 | 4 | 4 | 3 |
| | | | | | | | | | |

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。