

2019年03月22日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元)

31 元

公司基本信息

产业别	医药生物
A 股价(2019/03/21)	25.79
上证指数(2019/03/21)	3101.46
股价 12 个月高/低	31.3/20.71
总发行股数(百万)	764.40
A 股数(百万)	277.64
A 市值(亿元)	71.60
主要股东	国药控股股份有限公司(55.29%)
每股净值(元)	12.08
股价/账面净值	2.14
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	7.7 11.6 -14.1

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2018-10-30	25.48	买入
2018-08-24	25.23	买入

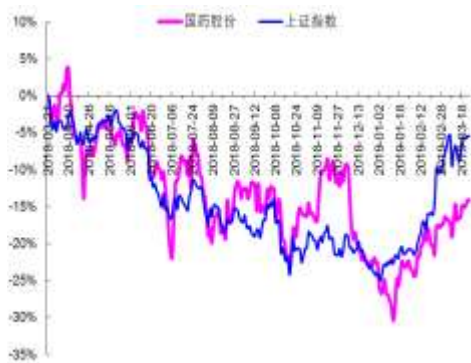
产品组合

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



国药股份(600511.SH)

Buy 买入

业绩改善, 投资收益增厚净利润

结论与建议:

- **公司业绩:** 公司发布年报, 2018 年实现营业收入 387.4 亿元, 同比增长 6.8%, 录得净利润 14.0 亿元, 同比增长 23.0% (扣非后净利为 12.6 亿元, YOY+24.4%), EPS 为 1.83 元, 公司业绩好于预期。其中公司 Q4 单季度实现营收 99.6 亿元, YOY+8.1%, 录得净利润 4.5 亿元, YOY+48.4% (扣非后净利为 3.2 亿元, YOY+15.9%)。公司分红预案为每 10 股分红 4 元 (含税)。
- **业绩改善, 投资收益增厚净利润:** 公司 Q4 净利高速增长主要是参股公司青海制药处置其子公司青海制药厂 45.15% 股权, 录得投资收益 2.46 亿元, 公司按持股比例 (47.1%) 计入投资收益 1.16 亿元, 剔除各非经常性损益后公司 Q4 净利实际 YOY+15.9%。从全年来看, 若剔除上述投资收益以及考虑 2017 因坏账计提比例调整增加了 2017H1 净利 5610 万元, 我们测算公司 2018 实际净利同比增长 18.7%, 增速实质上也是有所提升。
- **营收改善, 结构优化提升毛利率:** 公司全年营收 YOY+6.8%, 虽尚未达到两位数增长, 但增速较 2017 年已有 2 个点的提升, 已在改善中。分业务来看: 1) 公司商品销售业务 YOY+8.2%, 整体处于恢复中, 其中基层销售增长较好, YOY+23.5%, 重组并入的国控北京、国控天星因政策、品种以及军队改革等原因未完成业绩承诺, 将退赔 253 万股, 公司回购注销后股本将由 7.67 亿变为 7.64 亿; 2) 公司产品销售业务 YOY+48.5%, 主要是受益于国瑞药业销售变革以及公司发力器械及耗材销售所致。随着直销占比增加以及高毛利业态营收快速增长, 公司 2018 年综合毛利率同比提升 1 个百分点至 8.8%, 我们预计随着公司业态的进一步优化, 毛利率将继续上行。
- **费用率增加:** 公司 2018 年销售费用率为 2.7%, 同比增加 0.8 个百分点, 主要是由于医药工业子公司国瑞药业加大市场开发力度所致; 管理+研发费用率为 1.1%, 同比增加 0.1 个百分点; 财务费用率为 0.4%, 同比持平。总体来看, 公司期间费用率同比增加 0.8 个百分点至 4.2%。
- **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。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 2019 年、2020 年净利分别 14.8 亿元、16.9 亿元, YOY 分别同比增长 5.2%、14.7%, EPS 分别为 1.9 元和 2.2 元, 对应 PE 分别为 13 倍/12 倍。公司业绩不断恢复, 外延扩张以及新业态的发展将为公司打开新的空间, 国企改革政策也仍在推进中, 我们看好公司的长期发展。目前估值也处于历史低位, 我们维持“买入”的投资建议。
- **风险提示:** 集采影响, 重组公司业绩恢复不及预期



年度截止 12 月 31 日		2016	2017	2018	2019E	2020E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	548	1141	1404	1477	1694
同比增减	%	6.78	108.45	23.01	5.20	14.70
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.14	1.55	1.83	1.93	2.22
同比增减	%	6.78	35.53	18.15	5.52	14.70
市盈率(P/E)	X	22.55	16.64	14.08	13.35	11.64
股利 (DPS)	RMB 元	0.20	0.45	0.40	0.58	0.66
股息率 (Yield)	%	0.78	1.74	1.55	2.25	2.58

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	2016	2017	2018	2019F	2020F
营业收入	13386	36285	38740	42616	46819
经营成本	12393	33451	35321	38801	42519
营业税金及附加	28	84	85	94	103
销售费用	215	694	1044	1087	1161
管理费用	187	384	402	447	478
财务费用	-15	150	152	149	164
资产减值损失	15	-47	-1	0	10
投资收益	132	146	296	150	150
营业利润	695	1770	2038	2146	2488
营业外收入	17	6	1	6	6
营业外支出	1	35	16	15	43
利润总额	711	1741	2023	2137	2451
所得税	147	401	431	449	515
少数股东损益	16	198	189	211	242
归母公司净利润	548	1141	1404	1477	1694

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2016	2017	2018	2019F	2020F
货币资金	1677	5462	5099	5864	6744
应收账款	2595	9087	9836	11803	14163
存货	1170	2740	3343	3176	3017
流动资产合计	6099	18317	19323	23188	27826
长期股权投资	482	566	786	1021	1328
固定资产	538	585	554	609	670
在建工程	11	5	75	89	107
非流动资产合计	1303	1849	2186	2514	2892
资产总计	7401	20166	21510	25702	30717
流动负债合计	3238	10465	10625	12750	15300
非流动负债合计	147	244	275	286	297
负债合计	3385	10710	10900	13036	15598
少数股东权益	495	1275	1377	1790	4118
股东权益合计	3522	8181	9232	10876	11002
负债及股东权益合计	7401	20166	21510	25702	30717

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2016	2017	2018	2019F	2020F
经营活动所得现金净额	591	1074	982	1,080	1,188
投资活动所用现金净额	-41	-103	-195	-100	-100
融资活动所得现金净额	-435	1622	-1073	-200	-200
现金及现金等价物净增加额	115	2593	-286	780	888

1

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)有限公司不对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)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券持意见或立场，或买入，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券。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。