

2019年08月21日

国药股份 (600511.SH)

半年报业绩显著超预期，转型升级正起航

■事件：公司半年报公布，业绩增速超出预期。2019年H1营收实现210.22亿，同比增长11.99%，归母净利润实现7.55亿元，同比增长18.66%，扣非归母7.28亿元，同比增长14.64%，基本EPS实现0.9872元/股，同比增长19.05%，公司经营活动现金流净额6.91亿元，同比增长34.41%。Q2提速效应明显，收入实现109.73亿元（13.82%+），归母净利润实现4.68亿元（22.85%+），扣非归母4.43亿元（16.09%+），分别较Q1提升3.8pct、10.4pct、3.64pct。

■业务转型正起航，带动公司增速超于预期。(1)商业分销板块：19H1实现收入205.09亿，同比增长12.6%，增速较18年全年提升4.4pct，主要得益于北京地区市占率提升、精麻、器械、社区等板块高速增长及品种结构优化。上半年公司加强进口新品引入，新引入卫材海乐卫（治疗乳腺癌）、华熙肉毒素等，辉瑞任捷、贝赋增加新规格；创新药拓展15个品种；(2)特色药业务：公司麻药业务向“大麻药”模式进军，麻药分销上半年预计实现20%以上增速，一级分销市场始终保持80%以上市场份额；麻药工业方面，参股子公司宜昌人福实现净利润4.99亿元，同比增长21.7%，预计精麻板块（分销+工业）全年贡献利润占比40%；(3)工业板块：加速转型工作。国瑞药业受两票制影响，19H1实现收入4.62亿元，同比下降12.8%，净利润2655万元，同比增长10%；(4)器械业务：加大拓展力度，预计器械板块上半年实现20%+增速；(5)社区医院：直销业务积极发展社区创新型服务，预计社区医院上半年实现20%增速。

■子公司加速业务调整，业绩持续改善。重组并入公司19年H1业绩改善明显，国控北京分别实现收入及净利润58.75亿元（10.3%+）、1.38亿元（37.2%+），主要系社区医院高速增长及“4+7”集采的品种代理授权，进一步扩大其在北京纯销的优势；国控天星分别实现收入及净利润29.19亿元（14.0%+）、9005万元（59.3%+），主要得益于品种结构改善、器械领域的加大发展及政策变动下的积极调整。

■积极应对“4+7”集采，紧抓新药上市的市场机遇。根据半年报披露，目前北京地区集采40个品规中，公司以35个品规配送授权位居第一；与上海安必生、浙江京新两家中标企业深度合作，获得孟鲁司特钠片、瑞舒伐他汀钙片（10mg）北京地区独家配送资格。上半年，已批准上市品规123个（含创新药和仿制药），公司已实现合作42个，为公司

公司快报

证券研究报告

医药流通

投资评级 买入-A

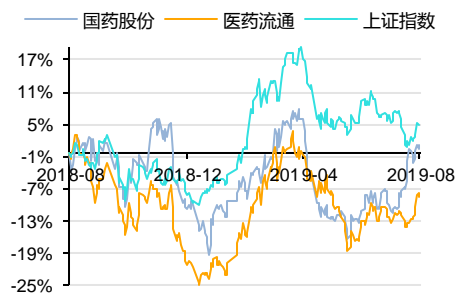
维持评级

6个月目标价：29.25元
股价（2019-08-21）25.72元

交易数据

总市值(百万元)	19,660.48
流通市值(百万元)	7,140.99
总股本(百万股)	764.40
流通股本(百万股)	277.64
12个月价格区	20.91/27.90元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	15.31	14.74	1.27
绝对收益	13.81	15.08	8.0

马帅

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001
mashuai@essence.com.cn

相关报告

■费用控制良好，现金流明显改善，融资利率下行利好商业流通板块。

上半年 H1 销售费用率 2.29%，同比下降 0.49pct，管理费用率 0.87%，同比下降 0.19pct，财务费用率 0.30%，同比下降 0.19pct，财务费用 19H1 为 6249 万元，较上年下降 31.55%，主要系银行贷款规模减少及融资利率下降。应收账款周转天数 86.55 天，相比去年同期缩短 3.84 天，账期缩短及回款管理优化带动现金流明显改善，公司经营活动现金流净额 6.91 亿元，较去年增长 34.41%。

■投资建议：买入-A 投资评级，6 个月目标价 29.25 元。我们预计公司 2019 年-2021 年的收入增速分别为 11.3%、10.7%、10.9%，净利润增速分别为 6.1%、15.4%、10.9%；给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 29.25 元，相当于 2019 年 15 倍的动态市盈率。

■风险提示：融资成本下降不及预期；现金流改善不及预期；子公司业绩完成不及预期

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	36,284.7	38,739.8	43,104.5	47,729.1	52,905.4
净利润	1,141.5	1,404.1	1,489.4	1,718.6	1,905.4
每股收益(元)	1.49	1.84	1.95	2.25	2.49
每股净资产(元)	10.70	12.08	13.65	15.39	17.25

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	17.2	14.0	13.2	11.4	10.3
市净率(倍)	2.4	2.1	1.9	1.7	1.5
净利润率	3.1%	3.6%	3.5%	3.6%	3.6%
净资产收益率	14.0%	15.2%	14.3%	14.6%	14.4%
股息收益率	1.8%	1.6%	1.7%	1.9%	2.4%
ROIC	68.2%	34.7%	28.9%	30.5%	31.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	36,284.7	38,739.8	43,104.5	47,729.1	52,905.4	成长性					
减:营业成本	33,450.7	35,320.7	39,405.1	43,549.4	48,230.9	营业收入增长率	171.1%	6.8%	11.3%	10.7%	10.8%
营业税费	84.3	85.2	94.8	106.9	132.3	营业利润增长率	154.7%	15.2%	6.1%	15.1%	11.2%
销售费用	694.0	1,043.7	1,047.4	1,164.6	1,296.2	净利润增长率	108.4%	23.0%	6.1%	15.4%	10.9%
管理费用	383.8	402.3	448.3	510.7	571.4	EBITDA 增长率	167.1%	16.7%	4.4%	13.3%	10.9%
财务费用	150.3	152.3	118.7	107.6	122.5	EBIT 增长率	174.4%	17.1%	4.4%	13.9%	11.3%
资产减值损失	-47.5	-0.9	-8.0	-10.4	-16.7	NOPLAT 增长率	174.0%	16.7%	4.2%	13.4%	11.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	129.4%	24.9%	7.7%	7.2%	9.9%
投资和汇兑收益	146.3	295.8	165.0	190.0	200.0	净资产增长率	135.4%	12.2%	13.2%	12.9%	12.2%
营业利润	1,769.8	2,038.5	2,163.0	2,490.3	2,768.8	利润率					
加:营业外净收支	-29.1	-15.2	-13.0	-28.0	-38.0	毛利率	7.8%	8.8%	8.6%	8.8%	8.8%
利润总额	1,740.7	2,023.2	2,150.0	2,462.3	2,730.8	营业利润率	4.9%	5.3%	5.0%	5.2%	5.2%
减:所得税	401.5	430.6	457.5	531.4	589.9	净利润率	3.1%	3.6%	3.5%	3.6%	3.6%
净利润	1,141.5	1,404.1	1,489.4	1,718.6	1,905.4	EBITDA/营业收入	5.4%	5.9%	5.5%	5.6%	5.6%
						EBIT/营业收入	5.1%	5.6%	5.3%	5.4%	5.5%
						运营效率					
						固定资产周转天数	6	5	4	3	3
						流动营业资本周转天数	24	38	41	41	42
						流动资产周转天数	121	175	172	174	177
						应收帐款周转天数	59	90	87	87	86
						存货周转天数	19	28	31	31	31
						总资产周转天数	137	194	190	190	190
						投资资本周转天数	35	52	54	52	51
						投资回报率					
						ROE	14.0%	15.2%	14.3%	14.6%	14.4%
						ROA	6.6%	7.4%	7.1%	7.3%	7.3%
						ROIC	68.2%	34.7%	28.9%	30.5%	31.6%
						费用率					
						销售费用率	1.9%	2.7%	2.4%	2.4%	2.5%
						管理费用率	1.1%	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%
						财务费用率	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%
						三费/营业收入	3.4%	4.1%	3.7%	3.7%	3.8%
						偿债能力					
						资产负债率	53.1%	50.7%	49.8%	48.7%	48.4%
						负债权益比	113.3%	102.7%	99.3%	94.8%	93.7%
						流动比率	1.75	1.82	1.87	1.93	1.97
						速动比率	1.49	1.50	1.52	1.61	1.61
						利息保障倍数	12.41	14.35	19.22	24.15	23.60
						分红指标					
						DPS(元)	0.45	0.40	0.43	0.49	0.62
						分红比率	30.2%	21.8%	22.0%	22.0%	25.0%
						股息收益率	1.8%	1.6%	1.7%	1.9%	2.4%

资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,462.0	5,099.1	5,778.8	7,046.6	7,978.6
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	9,293.3	9,978.9	10,854.9	12,081.5	13,195.5
应收票据	613.8	594.5	794.4	770.1	993.4
预付帐款	199.7	275.6	271.7	333.2	336.7
存货	2,739.8	3,343.3	4,099.9	4,126.1	4,984.2
其他流动资产	8.8	31.8	30.0	32.0	33.0
可供出售金融资产	34.4	-	45.8	37.6	29.5
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	566.1	785.6	785.6	785.6	785.6
投资性房地产	4.3	4.0	4.0	4.0	4.0
固定资产	584.8	553.9	487.0	420.0	353.1
在建工程	4.6	74.5	74.5	74.5	74.5
无形资产	278.7	287.3	265.1	243.0	220.9
其他非流动资产	375.7	481.1	456.8	461.8	481.8
资产总额	20,166.0	21,509.8	23,948.7	26,416.1	29,470.8
短期债务	1,236.4	983.5	800.0	1,000.0	1,000.0
应付帐款	7,906.6	8,110.2	9,403.1	9,952.1	11,253.9
应付票据	954.7	1,132.0	947.7	1,229.7	1,181.8
其他流动负债	367.4	399.4	533.4	425.3	559.6
长期借款	-	41.7	-	-	-
其他非流动负债	244.5	233.2	250.0	250.0	260.0
负债总额	10,709.5	10,900.1	11,934.3	12,857.1	14,255.3
少数股东权益	1,275.2	1,377.3	1,580.4	1,792.8	2,028.3
股本	766.9	764.4	764.4	764.4	764.4
留存收益	7,390.6	8,462.0	9,669.6	11,001.8	12,422.8
股东权益	9,456.4	10,609.7	12,014.3	13,559.0	15,215.4

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,339.2	1,592.7	1,489.4	1,718.6	1,905.4
加:折旧和摊销	85.1	104.8	89.1	89.1	89.1
资产减值准备	-47.5	15.8	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	159.3	175.3	118.7	107.6	122.5
投资损失	-146.3	-295.8	-165.0	-190.0	-200.0
少数股东损益	197.7	188.6	203.1	212.4	235.5
营运资金的变动	-139.3	-620.5	-544.0	-574.2	-821.7
经营活动产生现金流量	1,074.5	981.7	1,191.4	1,363.4	1,330.9
投资活动产生现金流量	-102.9	-194.6	119.2	198.2	208.2
融资活动产生现金流量	1,621.7	-1,072.9	-630.8	-293.8	-607.1

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	1.49	1.84	1.95	2.25	2.49
BVPS(元)	10.70	12.08	13.65	15.39	17.25
PE(X)	17.2	14.0	13.2	11.4	10.3
PB(X)	2.4	2.1	1.9	1.7	1.5
P/FCF	-46.1	-442.2	25.0	13.7	16.5
P/S	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	9.3	6.5	6.7	5.6	4.8
CAGR(%)	13.0%	10.4%	44.2%	13.0%	10.4%
PEG	1.3	1.4	0.3	0.9	1.0
ROIC/WACC	6.5	3.3	2.7	2.9	3.0
REP	0.6	0.7	0.9	0.7	0.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

马帅声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034