

中国医药（600056）重大事项点评

设立广东通用血透中心，“点强”区域的创新业务延伸

2017年12月15日

投资要点

- 重大事件：**公司下属控股公司广东通用拟与广州亿德医疗合资设立广东通用血液透析中心，新公司将以建立血液透析中心的形式从事血透相关业务，其中广东通用将以货币形式出资 510 万元占新公司 51% 股权。
- 设立广东通用血透中心，期待模板打造后的复制效应。**公司长期深耕广东市场，与当地医院的粘性明显，此次合作项目有望通过与三甲综合医院的互动进入血透的蓝海市场。从设置进程角度，预计在工商注册登记完成后：①2 个月内可完成医疗机构设置申报并取得血液透析的医疗资质；②6 个月内达到运营条件（完成物业租赁、场地设计与装修，并保证通过卫计、消防、环保等各部门的审核验收）。同时，广州亿德将同步确定聘任医生、招聘护士及完成岗前培训，保障自运营第一天起能顺利上岗开展工作。此外，在相关部门审核验收前一个月内，广州亿德及公司将与一家三甲医院（通用血透中心 10 公里范围以内）签订医疗服务协议，建立转诊绿色通道，保障血液透析急性并发症患者救治和血液透析慢性并发症患者诊治转诊至该三甲医院的流程畅通。
- 广东省透析政策到位，市场需求有望快速释放。**2016 年 1 月广东卫计委印发《广东省血液透析所（中心）基本标准（2016 年版）》和《广东省血液透析所（中心）管理规范（2016 年版）》两项文件，为第三方的血透中心建设提供了指引。从市场角度，广东是我国血透市场规模最大的省份之一，预计全省有 13 万终末期肾病（ESRD）患者，其中约 3 万左右患者会接受透析治疗，假设每个血透患者的年均直接治疗费为 7.51 万元，则直接的透析需求已超过 20 亿市场规模。且广东省相较其他省份医保对血透治疗的支持能力相对较高，未来随着治疗渗透率的提升和血透中心建设的加快，市场需求将进一步释放。未来公司有望以此为模板通过连锁模式进一步打开血透市场，成长空间广阔。
- 定位全国的药品专业化推广服务平台。**在两票制的推动下公司积极布局药品推广服务平台，截至 2017 年前三季度已经成立了六个省份办事处，计划 2017 年底有望完成超过 20 个省份的布局，2018 年底完成全国的代理销售网点的布局。且今年三季度公司与全资子公司中国医保合资设立西藏中健，主营商业推广类销售业务，未来意图将上千人的代理销售团队注入其中，形成公司最核心的代理销售公司实体。
- 风险因素。**招标采购不达预期，资产注入进程不达预期。
- 盈利预测、估值及评级。**此次广东血透中心建设为公司“点强”区域的创新业务延伸，模板打造后有望在区域形成连锁效应进一步打开增量市场。公司目前主力打造的全国药品专业化推广服务平台在两票制下极具生命力，未来成长潜力巨大，维持公司 2017-2019 年 EPS 预测 1.15/1.44/1.75 元，当前估值仅 22/17/14 倍，给予公司 2018 年 25 倍 PE，对应目标价 35.98 元，维持“买入”评级。

项目/年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	20570	25738	29640	34500	39654
增长率 YoY %	15	25	15	16	15
净利润（百万元）	614	948	1231	1538	1871
增长率 YoY%	12	54	30	25	22
每股收益（元）	0.61	0.89	1.15	1.44	1.75
毛利率%	12.2	11.8	13.2	13.6	14.0
净资产收益率%	10.2	12.3	14.1	15.2	15.9
市盈率 PE (x)	41	28	22	17	14
市净率 PB (x)	4	3	3	3	2
EV/EBITDA	26	22	19	16	13

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2017 年 12 月 14 日收盘价


买入（维持）

当前价：25.12 元

目标价：35.98 元

中信证券研究部

田加强

电话：021-20262115

邮件：tianjiaqiang@citics.com

执业证书编号：S1010515070002

陈竹

电话：021-20622139

邮件：czhu@citics.com

执业证书编号：S1010516100003

联系人：孙晓晖

电话：021-20262246

邮件：sunxiaohui@citics.com

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

沪深 300 指数	4026.15 点
总股本/流通股本	1068.5/1012.1 百万股
近 12 月最高/最低价	28.42 元/18.65 元
近 1 月绝对涨幅	-8.52%
近 6 月绝对涨幅	-2.07%
今年以来绝对涨幅	33.4%
12 个月日均成交额	139.57 百万元

相关研究

- 中国医药（600056）2017 年三季报点评—盈利水平提升明显，商业推广体系值得期待(2017-10-29)
- 中国医药（600056）2017 年中报点评—业绩快速增长，工业、商业增速亮眼(2017-08-28)

利润表

(百万元)

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	20,570	25,738	29,640	34,500	39,654
营业成本	18,051	22,703	25,741	29,804	34,098
毛利率	12.2%	11.8%	13.2%	13.6%	14.0%
营业税金及附加	50	73	95	107	123
营业费用	824	858	1,245	1,449	1,665
营业费用率	4.00%	3.33%	4.20%	4.20%	4.20%
管理费用	506	627	578	673	769
管理费用率	2.46%	2.44%	1.95%	1.95%	1.94%
财务费用	68	42	25	82	77
财务费用率	0.33%	0.16%	0.09%	0.24%	0.19%
投资收益	18	15	16	16	16
营业利润	915	1,388	1,876	2,353	2,878
营业利润率	4.45%	5.39%	6.33%	6.82%	7.26%
营业外收入	29	58	68	73	73
营业外支出	12	7	7	7	7
利润总额	932	1,439	1,937	2,419	2,944
所得税	213	320	484	605	736
所得税率	22.9%	22.2%	25.0%	25.0%	25.0%
少数股东损益	104	171	221	277	337
归属于母公司股东的净利润	614	948	1,231	1,538	1,871
净利率	2.99%	3.68%	4.15%	4.46%	4.72%
每股收益(元)(摊薄)	0.61	0.89	1.15	1.44	1.75

现金流量表

(百万元)

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	614	948	1,231	1,538	1,871
少数股东损益	104	171	221	277	337
折旧和摊销	175	146	14	22	30
营运资金变动	-111	-361	-1,930	-1,038	-659
其他	240	100	105	114	121
经营现金流	1,022	1,004	-358	912	1,700
资本支出	-128	-154	-161	-160	-139
投资收益	18	15	16	16	16
资产变卖	0	0	0	0	0
其他	64	-278	0	0	0
投资现金流	-46	-416	-144	-143	-122
发行股票	49	751	0	0	0
负债变化	104	414	2,259	510	-159
股息支出	-184	-288	-375	-468	-569
其他	-74	-1,457	-25	-82	-77
融资现金流	-105	-581	1,859	-40	-805
现金净增加额	872	6	1,357	729	773

资产负债表

(百万元)

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	3,100	3,089	4,446	5,175	5,948
存货	4,170	4,684	5,212	6,095	6,938
应收账款	4,615	6,528	9,134	10,299	11,456
其他流动资产	1,436	1,759	1,909	2,086	2,353
流动资产	13,321	16,061	20,701	23,655	26,695
固定资产	1,453	1,401	1,537	1,614	1,673
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	234	262	261	261	260
其他长期资产	1,151	1,799	1,828	1,908	1,976
非流动资产	2,838	3,462	3,625	3,782	3,909
资产总计	16,158	19,523	24,326	27,437	30,604
短期借款	995	668	2,927	3,437	3,278
应付账款	3,946	5,574	6,320	7,050	8,270
其他流动负债	3,181	3,681	4,401	4,926	5,393
流动负债	8,122	9,923	13,648	15,413	16,940
长期负债	1	0	0	0	0
其他长期负债	1,996	1,916	1,916	1,916	1,916
非流动性负债	1,997	1,917	1,917	1,917	1,917
负债合计	10,119	11,839	15,565	17,329	18,857
股本	1,013	1,068	1,068	1,068	1,068
资本公积	1,729	2,427	2,427	2,427	2,427
股东权益合计	6,039	7,683	8,761	10,108	11,747
少数股东权益	639	804	1,026	1,302	1,639
负债股东权益总计	16,158	19,523	24,326	27,437	30,604

主要财务指标

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
增长率(%)					
营业收入	15.19	25.12	15.16	16.40	14.94
营业利润	17.65	51.72	35.21	25.43	22.29
净利润	11.68	54.31	29.88	24.89	21.68
利润率(%)					
毛利率	12.25	11.79	13.15	13.61	14.01
EBIT Margin	5.54	5.74	6.68	7.15	7.56
EBITDA Margin	6.39	6.31	6.73	7.22	7.64
净利率	2.99	3.68	4.15	4.46	4.72
回报率(%)					
净资产收益率	10.17	12.34	14.06	15.22	15.93
总资产收益率	3.96	5.07	5.29	5.88	6.46
其他(%)					
资产负债率	62.63	60.64	63.98	63.16	61.62
所得税率	22.87	22.25	25.00	25.00	25.00
股利支付率	30.00	30.43	30.43	30.43	30.43

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSA Singapore Pte Ltd 仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 033 11 2016。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CL Securities Taiwan Co., Ltd 的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2017 版权所有。保留一切权利。