

**国药股份(600511)/医药商业**
**业绩略超预期, 2 季度经营数据靓丽**
**评级: 买入(维持)**

市场价格: 25.72

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

分析师: 王超

执业证书编号: S0740519060001

Email: wangchao@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	764
流通股本(百万股)	278
市价(元)	25.72
市值(亿元)	197
流通市值(亿元)	71.4

**股价与行业-市场走势对比**
**相关报告**

- 1 国药股份(600511)-公司点评: 1 季报符合预期, 器械业务继续拓展- (中泰证券\_江琦、王超)20190423
- 2 国药股份(600511)-公司点评: 业绩符合预期, 精麻业务与潜力业务表现良好- (中泰证券\_江琦、王超)20190322
- 3 经营稳健, 3 季报复合预期

**公司盈利预测及估值**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	36284.75	38739.83	43084.00	46844.0	50332.0
增长率 yoy%	4.84%	6.77%	11.21%	8.73%	7.45%
净利润	1141.48	1404.10	1484.51	1633.48	1749.16
增长率 yoy%	15.28%	23.01%	5.73%	10.03%	7.08%
每股收益(元)	1.49	1.84	1.94	2.14	2.29
每股现金流量	1.41	1.28	1.92	1.47	2.01
净资产收益率	13.95%	15.21%	13.84%	13.36%	12.65%
P/E	17.94	14.58	13.79	12.54	11.71
PEG	1.17	0.63	2.41	1.25	1.65
P/B	2.50	2.22	1.91	1.67	1.48

备注:

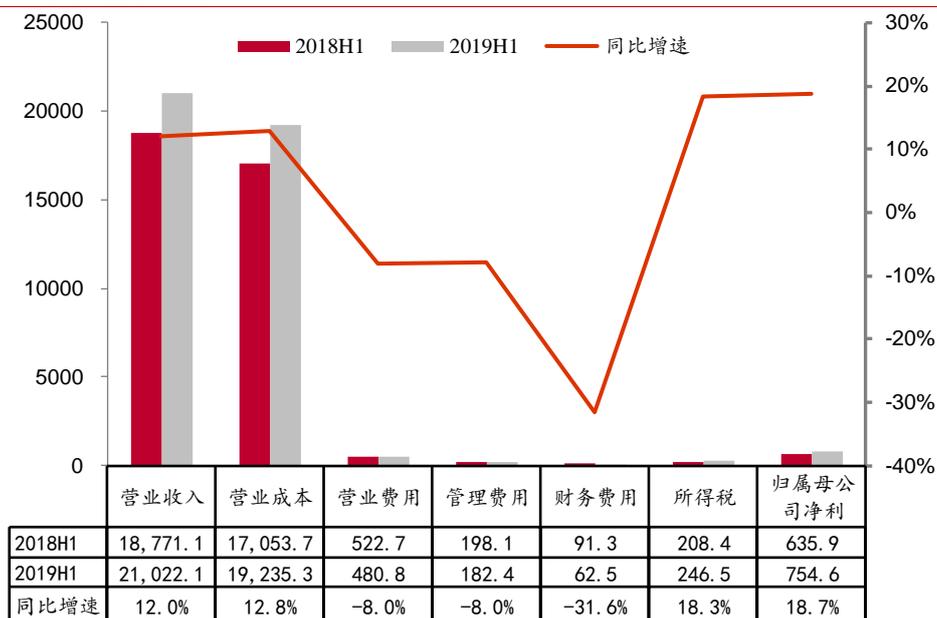
**投资要点**

- **事件: 公司发布 2019 年中报, 报告期内, 公司实现营业收入 210.2 亿元, 同比增长 12.0%; 实现归母净利润 7.55 亿元, 同比增长 18.7%, 实现归母扣非净利润 7.28 亿元, 同比增长 14.6%; 实现经营性现金流 6.91 亿元, 同比增长 34.4%。**
- **点评: 公司半年度业绩略超市场预期, 尤其在经营性现金流方面表现出色。二季度公司财务数据表现靓丽, 二季度收入同比增长 14.8%, 净利润同比增长 22.8%, 扣非增速 16.1%, 均实现环比显著提速(Q1: 10.0%、12.4%、12.5%); 二季度单季度实现经营性现金流 15.4 亿元。**
- **三项费用率下降明显, 规模效应明显: 2019H1 公司营业费用、管理费用和财务费用均实现明显下降, 分别下降 8%、8%和 32%, 于此同时也带来三项费用率的明显下降。全行业于 2018 年整体完成了两票制的调整, 行业集中度提升后, 头部企业的费用率普遍呈下降趋势, 受益于经营规模和行业地位的提升, 我们认为费用率下降这一趋势有望全年保持。**
- **麻精业务依然是公司的强劲驱动引擎: 核心参股公司宜昌人福在收入端和利润端均实现了 20%以上增长; 公司母公司收入 83.8 亿, 同比增长约 13%, 考虑到其中北京地区业务相对平稳, 以此推测半年度精麻药分销业务实现了 15% 或更高的增长; 整体我们认为麻精业务整体半年的业绩增长在 15%以上, 对公司的利润贡献在 40-45%区间。**
- **分销业务产业地位稳步提升, 核心子公司半年经营业绩良好; 受益于零加成、两票制及带量采购等外在政策推动, 及公司重组后内部几家公司的有效协同, 公司在北京地区的市占率稳步提升, 我们预计已由 2016 年底的 15-17%提升至目前的约 20-22%; 于此同时, 国控北京、天星普信、华鸿、康辰 4 家后注入的核心商业公司的半年业绩表现良好, 分别实现了 37%、59%、12%和 9%的增速, 预计全年业绩对赌完成情况将较去年大幅好转。**
- **践行“3+2”新战略, 潜力业务开拓情况良好: 1) 麻药业务向“大麻药”模式进军, 上半年, 公司引进了多个一类、二类精神药品, 拓宽麻精药领域, 深化绝对优势, 引进萌蒂临床新品, 与合作方探讨新领域的合作。2) 器械业务是营收的重要贡献增长点, 华鸿、天星、国药科技的器械收入均取得同比大幅增长; 3) 进口产品引进取得丰富成果, 半年内新引入卫材海乐卫(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。

- **盈利预测和投资建议：**我们预计 2019-2021 年公司收入分别为 430.8 亿元、468.4 亿元和 503.3 亿元，同比分别增长 11.2%、8.7%和 7.5%；归属于母公司净利润分别为 14.8 亿元、16.3 亿元和 17.5 亿元，同比分别增长 5.7%、10.0%和 7.1%；对应 EPS 分别为 1.94 元、2.14 元和 2.29 元，我们给予公司 2019 年 16-18 倍 PE，对应价格区间 31.0-34.9 元，维持“买入”评级。
- **风险提示事件：**重组公司不能完成利润承诺的风险；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: 国药股份主要财务数据情况



来源: 中泰证券研究所, WIND

图表 2: 国药股份分季度财务数据情况

	2017-4Q	2018-1Q	2018-2Q	2018-3Q	2018-4Q	2019-1Q	2019-2Q
营业收入	9,217.1	9,129.9	9,641.2	10,006.0	9,962.7	10,048.9	10,973.2
营收同比增长	165.8%	155.9%	-31.3%	5.7%	8.1%	10.1%	13.8%
营收环比增长	-2.6%	-0.9%	5.6%	3.8%	-0.4%	0.9%	9.2%
营业成本	8,321.5	8,358.8	8,694.9	9,199.9	9,067.1	9,272.8	9,962.5
营业费用	292.3	276.2	246.6	276.9	244.0	247.2	233.5
管理费用	117.0	100.2	97.9	72.3	138.9	87.9	94.5
财务费用	30.7	50.7	40.6	35.7	25.3	32.3	30.2
营业利润	499.7	355.7	579.6	458.4	644.8	411.6	709.8
利润总额	479.9	354.6	578.3	453.5	636.9	411.7	705.0
所得税	113.7	73.1	135.3	103.4	118.8	87.6	158.9
归母净利润	305.7	254.8	381.1	314.6	453.6	286.4	468.2
经营性现金流	1,651.6	29.8	484.4	410.4	57.0	-849.2	1,540.5
毛利率	9.72%	8.45%	9.81%	8.06%	8.99%	7.72%	9.21%
销售费用率	3.17%	3.02%	2.56%	2.77%	2.45%	2.46%	2.13%
管理费用率	1.27%	1.10%	1.02%	0.75%	1.60%	0.93%	0.92%
财务费用率	0.3%	0.6%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%

来源: 中泰证券研究所, WIND

**图表 3: 国药股份核心子公司和参股共公司的业绩表现情况**

核心公司	持股比例	2019H1		2018H1		19/18H1yoy	
		收入	净利润	收入	净利润	收入增速	利润增速
国药国瑞	61.10%	46,234	2,655	53,051	2,411	-13%	10%
国药物流	56.30%	10,179	1,641	9,327	1,490	9%	10%
国药空港	100%	1,491	261	2,274	506.4	-34%	-49%
国药健坤	51%	18,741	467	26,382	515.4	-29%	-9%
前景口腔	51%	4,919	1,289	3,901	680	26%	90%
医疗科技	50%	5,743	8	2,910.70	-74	97%	-111%
国控北京	100%	587,497	13,787	532,531	10,048	10%	37%
北京华鸿	60%	293,514	11,786	124,126	10,512	136%	12%
北京康辰	100%	141,684	5,272	124,126	4,840	14%	9%
天星普信	51%	291,914	9,005	256,089	5,653	14%	59%
兰州盛原	70%	4,510	280	945.7	35.7	377%	683%
青海制药	47.10%	4,742	776	4,466	1,516	6%	-49%
宜昌人福	20%	196,483	49,918	157,859	41,022	24%	22%

来源: 中泰证券研究所

**图表 4: 国药股份财务预测模型**

资产负债表					利润表				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	19323	24559	26516	28556	<b>营业收入</b>	38740	43084	46844	50332
现金	5099	8917	9327	10169	营业成本	35321	39336	42862	46154
应收账款	9836	11020	12023	12896	营业税金及附加	85	97	104	113
其他应收款	143	205	198	226	营业费用	1044	1120	1171	1208
预付账款	276	271	315	328	管理费用	402	409	426	448
存货	3343	3486	3934	4163	财务费用	152	45	50	23
其他流动资产	626	661	719	772	资产减值损失	-1	30	15	15
<b>非流动资产</b>	2186	1613	1726	1853	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	786	600	630	680	投资净收益	296	155	185	205
固定资产	554	663	752	824	<b>营业利润</b>	2038	2201	2400	2576
无形资产	243	243	242	241	营业外收入	1	30	30	30
其他非流动资产	604	108	103	108	营业外支出	16	5	5	5
<b>资产总计</b>	21510	26173	28242	30409	<b>利润总额</b>	2023	2226	2425	2601
<b>流动负债</b>	10625	13535	13844	14128	所得税	431	494	527	571
短期借款	984	3000	2500	2000	<b>净利润</b>	1593	1733	1898	2030
应付账款	8157	9109	9912	10681	少数股东损益	189	248	264	281
其他流动负债	1484	1426	1432	1448	<b>归属母公司净利润</b>	1404	1485	1633	1749
<b>非流动负债</b>	275	285	282	281	EBITDA	2295	2331	2552	2712
长期借款	42	42	42	42	EPS (元)	1.84	1.94	2.14	2.29
其他非流动负债	233	244	240	239					
<b>负债合计</b>	10900	13820	14125	14409	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	1377	1626	1890	2171	<b>会计年度</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
股本	764	764	764	764	<b>成长能力</b>				
资本公积	2349	2349	2349	2349	营业收入	6.8%	11.2%	8.7%	7.4%
留存收益	6113	7613	9113	10715	营业利润	15.2%	8.0%	9.0%	7.4%
归属母公司股东权益	9232	10727	12227	13829	归属于母公司净利润	23.0%	5.7%	10.0%	7.1%
<b>负债和股东权益</b>	21510	26173	28242	30409	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	8.8%	8.7%	8.5%	8.3%
					净利率(%)	3.6%	3.4%	3.5%	3.5%
					ROE(%)	15.2%	13.8%	13.4%	12.6%
					ROIC(%)	30.2%	28.6%	27.8%	27.6%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	50.7%	52.8%	50.0%	47.4%
					净负债比率(%)	9.41%	22.01%	17.99%	14.17%
					流动比率	1.82	1.81	1.92	2.02
					速动比率	1.50	1.56	1.63	1.73
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.86	1.81	1.72	1.72
					应收账款周转率	4	4	4	4
					应付账款周转率	4.44	4.56	4.51	4.48
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	1.84	1.94	2.14	2.29
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.28	1.92	1.47	2.01
					每股净资产(最新摊薄)	12.08	14.03	16.00	18.09
					<b>估值比率</b>				
					P/E	14.58	13.79	12.54	11.71
					P/B	2.22	1.91	1.67	1.48
					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。