

国药股份 (600511)

业绩略超预期，现金流改善明显

业绩稳步增长，现金流情况明显改善

公司发布 2019 年中报,2019 年上半年,公司实现营业收入 210.22 亿元,同比增长 11.99%,归母净利润 7.55 亿元,同比增长 18.66%,扣非后归母净利润 7.28 亿元,同比增长 14.64%, 业绩略超市场预期。公司 2019 年上半年实现经营活动产生的现金净流量 6.91 亿元,同比增长 34.41%。公司销售规模持续扩大,同时加强下游回款管理,使得经营活动产生的现金净流量净额明显上升。报告期内,国控天星收购北京慧鑫清源科技发展有限公司 70%股权,该收购事项拓展国控天星在器官移植专业领域的销售路径,进一步丰富公司产品线,挖掘新的利润增长点。同时为提高募集资金使用效率,公司实施启动使用部分闲置募集资金暂时性补充流动资金的项目,暂时性补充总金额不超过 8.54 亿元。截至目前,公司已使用 7.75 亿元募集资金暂时补充流动资金。2019 年上半年公司在工业领域进一步发展,新药已批准上市品规 123 个(含创新药和仿制药),已实现合作 42 个。

核心战略升级,业务转型正式启航

根据行业现状及医药政策变化,公司管理层及相关部门逐步完善国药股份战略定位,积极创新转型、提升公司格局,打造公司多元化核心竞争力,实现国药股份核心战略升级。2019 年上半年,公司业务依然以医药流通为主,药品分销占 90%以上份额,且在北京地区医药商业保持龙头地位。目前公司是国药集团旗下北京地区唯一的医药分销平台,整合后,公司实现北京地区二、三级医院的 100%覆盖,并覆盖超过 4500 家基层医疗机构;二、三级医院销售稳居区域首位,具有强大的北京医疗终端覆盖及服务能力,北京市场份额得到持续提升。麻精特药销售作为公司的特色业务以及最具核心竞争力的业务,始终保持 80%以上的市场份额,龙头地位稳固。血液制品业务在北京乃至全国医药市场一级商中销售产品最全、份额最大、信誉最好,覆盖北京市全部二三级医院,并承担北京市储备任务。零售渠道方面,公司零售直销业务已覆盖全国 500 强连锁与众多单体药店,直接渠道覆盖超 3 万家门店,渠道延伸共覆盖超过 8 万家门店。随着“两票制”、“药品零加成”、“分级诊疗”等医疗政策的不断推行,基层医疗机构与零售终端渠道越来越重要,公司有望借助在北京地区的物流配送能力、品种优势以及品牌优势,继续维持稳步快速增长。

盈利能力提升,回款周期缩短

2019 年上半年,公司销售毛利率与销售净利率分别为 8.5%、4.14%,毛利率同比下降 0.65%,净利率同比增长 0.28%,整体看来盈利能力得到提升。2019 年上半年公司销售费用率、管理费用率与财务费用率分别为 2.29%、0.87%与 0.3%,整体来看公司三项费用率均略有下降,其中财务费用率下降 0.19%,主要是银行贷款规模减少,2019 年融资利率下降所致。报告期内公司应收账款为 103.8 亿元,应收账款周转天数为 86.55 天,较去年同期减少 3.84 天,回款周期进一步缩短。

估值与评级

公司作为北京地区医药商业龙头未来有望持续行业的整合,市场份额有望持续提升,预计 2019-2021 年公司利润为 16.18/18.65/21.90 亿元,对应 EPS 为 2.12/2.44/2.86 元/股,维持“增持”评级。

风险提示: 政策风险、市场竞争加剧、应收账款坏账风险、市场开拓不及预期、工业品种推广不及预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	36,284.75	38,739.83	44,163.40	50,346.28	57,394.76
增长率(%)	171.06	6.77	14.00	14.00	14.00
EBITDA(百万元)	1,946.31	2,271.72	2,385.07	2,714.57	3,137.44
净利润(百万元)	1,141.48	1,404.10	1,618.19	1,864.71	2,189.91
增长率(%)	108.45	23.01	15.25	15.23	17.44
EPS(元/股)	1.49	1.84	2.12	2.44	2.86
市盈率(P/E)	17.22	14.00	12.15	10.54	8.98
市净率(P/B)	2.40	2.13	1.88	1.66	1.45
市销率(P/S)	0.54	0.51	0.45	0.39	0.34
EV/EBITDA	9.31	6.49	5.87	4.56	3.46

资料来源:wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医药商业
6 个月评级	增持(维持评级)
当前价格	25.72 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	764.40
流通 A 股股本(百万股)	277.64
A 股总市值(百万元)	19,660.48
流通 A 股市值(百万元)	7,140.99
每股净资产(元)	12.46
资产负债率(%)	47.81
一年内最高/最低(元)	28.29/20.71

作者

郑薇 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《国药股份-年报点评报告:经营规模稳中有,业务结构优化推动利润增长》2019-03-22
- 《国药股份-半年报点评:北京地区医药商业龙头,业绩稳步增长》2018-08-24
- 《国药股份-年报点评报告:北京地区商业龙头地位稳固,新国药、新看点》2018-03-23

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,462.04	5,099.13	6,993.22	8,835.34	10,615.54	营业收入	36,284.75	38,739.83	44,163.40	50,346.28	57,394.76
应收票据及应收账款	9,700.85	10,430.09	8,846.68	10,366.86	11,536.57	营业成本	33,450.72	35,320.73	40,265.63	45,902.82	52,329.22
预付账款	199.69	275.60	82.06	369.71	191.62	营业税金及附加	84.34	85.15	97.57	112.97	127.25
存货	2,739.76	3,343.30	3,058.90	3,797.70	4,421.85	营业费用	694.01	1,043.66	1,194.62	1,305.29	1,431.58
其他	214.94	175.17	104.78	268.08	174.43	管理费用	383.83	402.25	441.63	528.64	573.95
流动资产合计	18,317.27	19,323.29	19,085.64	23,637.69	26,940.01	研发费用	40.50	30.44	35.33	50.35	57.39
长期股权投资	566.06	785.59	785.59	785.59	785.59	财务费用	150.34	152.26	22.24	(74.76)	(91.87)
固定资产	584.83	553.93	575.81	604.95	625.45	资产减值损失	(47.49)	(0.93)	(11.18)	(19.86)	(10.66)
在建工程	4.61	74.53	80.72	96.43	87.86	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	278.74	287.28	265.14	243.00	220.86	投资净收益	146.30	295.77	191.20	191.20	191.20
其他	414.44	485.14	360.16	397.36	408.01	其他	(387.59)	(627.97)	(382.40)	(382.40)	(382.40)
非流动资产合计	1,848.68	2,186.48	2,067.42	2,127.33	2,127.77	营业利润	1,769.79	2,038.46	2,308.75	2,732.04	3,169.10
资产总计	20,165.95	21,509.77	21,153.06	25,765.02	29,067.78	营业外收入	5.64	0.53	28.85	11.67	13.68
短期借款	1,236.37	983.55	950.00	930.00	900.00	营业外支出	34.73	15.78	17.18	22.56	18.51
应付票据及应付账款	7,767.16	8,157.25	7,608.56	10,131.37	11,303.79	利润总额	1,740.70	2,023.21	2,320.43	2,721.15	3,164.28
其他	1,461.52	1,484.38	1,321.71	1,739.48	1,924.13	所得税	401.50	430.56	525.76	598.65	696.14
流动负债合计	10,465.06	10,625.17	9,880.26	12,800.85	14,127.92	净利润	1,339.20	1,592.66	1,794.66	2,122.50	2,468.14
长期借款	0.00	41.71	35.00	33.00	30.00	少数股东损益	197.71	188.56	176.47	257.79	278.23
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	1,141.48	1,404.10	1,618.19	1,864.71	2,189.91
其他	244.46	233.23	173.16	195.62	193.34	每股收益(元)	1.49	1.84	2.12	2.44	2.86
非流动负债合计	244.46	274.94	208.16	228.62	223.34						
负债合计	10,709.51	10,900.12	9,138.43	12,099.47	13,451.26						
少数股东权益	1,275.25	1,377.26	1,544.91	1,798.40	2,070.44	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	766.93	764.40	764.40	764.40	764.40	成长能力					
资本公积	2,336.48	2,348.95	2,348.95	2,348.95	2,348.95	营业收入	171.06%	6.77%	14.00%	14.00%	14.00%
留存收益	7,390.55	8,462.00	9,705.32	11,102.75	12,781.68	营业利润	154.68%	15.18%	13.26%	18.33%	16.00%
其他	(2,312.77)	(2,342.96)	(2,348.95)	(2,348.95)	(2,348.95)	归属于母公司净利润	108.45%	23.01%	15.25%	15.23%	17.44%
股东权益合计	9,456.44	10,609.65	12,014.63	13,665.56	15,616.52	获利能力					
负债和股东权益总	20,165.95	21,509.77	21,153.06	25,765.02	29,067.78	毛利率	7.81%	8.83%	8.83%	8.83%	8.83%
						净利率	3.15%	3.62%	3.66%	3.70%	3.82%
						ROE	13.95%	15.21%	15.46%	15.71%	16.17%
						ROIC	68.18%	34.69%	29.04%	43.01%	52.28%
						偿债能力					
						资产负债率	53.11%	50.68%	43.20%	46.96%	46.28%
						净负债率	-44.69%	-38.40%	-58.21%	-64.65%	-67.98%
						流动比率	1.75	1.82	2.14	1.99	2.04
						速动比率	1.49	1.50	1.79	1.67	1.70
						营运能力					
						应收账款周转率	5.63	3.85	4.58	5.24	5.24
						存货周转率	18.56	12.74	13.80	14.69	13.97
						总资产周转率	2.63	1.86	2.07	2.15	2.09
						每股指标(元)					
						每股收益	1.49	1.84	2.12	2.44	2.86
						每股经营现金流	1.41	1.28	4.19	2.78	2.70
						每股净资产	10.70	12.08	13.70	15.52	17.72
						估值比率					
						市盈率	17.22	14.00	12.15	10.54	8.98
						市净率	2.40	2.13	1.88	1.66	1.45
						EV/EBITDA	9.31	6.49	5.87	4.56	3.46
						EV/EBIT	9.71	6.75	6.01	4.66	3.53

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,339.20	1,592.66	1,618.19	1,864.71	2,189.91
折旧摊销	85.12	104.77	54.07	57.29	60.22
财务费用	159.27	175.32	22.24	(74.76)	(91.87)
投资损失	(146.30)	(295.77)	(191.20)	(191.20)	(191.20)
营运资金变动	(159.77)	(623.34)	1,520.30	213.90	(180.98)
其它	(203.02)	28.02	(723.61)	257.79	278.23
经营活动现金流	1,074.49	981.65	2,300.00	2,127.73	2,064.30
资本支出	442.33	368.45	85.07	59.55	55.28
长期投资	83.80	219.53	0.00	0.00	0.00
其他	(629.03)	(782.57)	46.13	51.65	85.92
投资活动现金流	(102.90)	(194.59)	131.20	111.20	141.20
债权融资	1,236.37	1,025.26	0.00	0.00	0.00
股权融资	2,359.15	(159.26)	(27.47)	75.53	92.64
其他	(1,973.82)	(1,938.90)	(1,409.72)	(472.34)	(517.94)
筹资活动现金流	1,621.71	(1,072.91)	(1,437.19)	(396.81)	(425.30)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2,593.30	(285.84)	994.01	1,842.12	1,780.20

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com