



东兴证券
DONGXING SECURITIES

商业布局再下一城，点强网通战略加速落地

——中国医药（600056）事件点评

2017 年 03 月 10 日

推荐/首次

中国医药

事件点评

事件：

公司于 3 月 9 日晚间发布公告：公司控股子公司湖北通用拟在湖北襄阳地区设立全资子公司湖北通用襄阳医药。新公司注册资本 1,000 万元。

主要观点：

1. 商业布局再下一城，点强网通战略加速落地

根据公司 2015 年 12 月公告，此前湖北通用以现金收购博鸿康经营性有形资产，博鸿康在约定时间内将现有全部经营业务、供应渠道、客户资源等整体无偿纳入湖北通用药业有限公司，并负责协助有效衔接现有上游供应商及下游客户各项业务。此次湖北通用在湖北主要的几个地级市之一襄阳设立全资商业子公司，以整合襄阳当地的商业公司资源，逐步实现襄阳市及其下辖县域药品的集中配送，全面拓展二级及以上医院的纯销业务，同时利用襄阳市丰富的中药材资源，开拓中药材和中药饮片业务，我们认为此次通过新设公司整合当地商业资源正是公司商业网络从主要省会城市全面扩张到主要地级市、县级城市的点强网通政策加速落地标志，事实上公司从 2016 年下半年已经通过新设公司方式陆续完成在广东佛山、湖北十堰、广东汕头、东北地区（黑龙江）等地的布局，此次在湖北襄阳再下一城，预计公司未来在其他省份如河南、新疆等省份也将如法炮制（公司一直在积极寻求地方商业龙头企业），加速推进点强网通战略。

2. 两票制政策推行带来并购契机，商业有望借助外延迅速做大规模

目前两票制已经在 11 个省份开始执行。2017 年有望推广到 15 个省份，而在 2018 年大概率会向全国其他省份全面铺开，两票制更广范围的推行无疑将会带来流通领域的并购契机，而公司凭借自身的品牌、产品以及资金优势（公司作为大型央企，其融资的财务成本显著低于其他一般企业）在外延并购上更具竞争力。且公司已建立起了以北京、广东、河南、河北、湖北、新疆、江西为核心的医药商业纯销网络体系及以总代理、总经销品种为载体的覆盖全国的医药商业分销网络体系，在此基础上结合公司丰富资源来巩固和强化现有的商业布局，提高商业网络覆盖的广度和深度。在两票制带

张金洋

010-66554035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516080001

联系人：陈顺

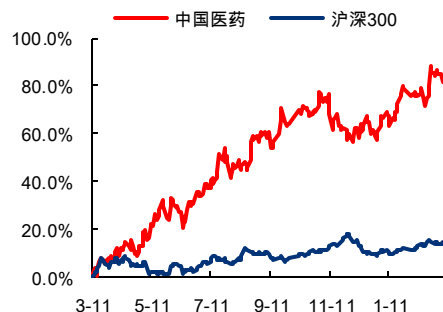
010-66554087

chenshun@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	21.4-12.07
总市值（亿元）	228.66
流通市值（亿元）	216.6
总股本/流通 A 股（万股）	106849/101214
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.87

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

来商业领域重新整合的契机下，公司商业外延有望加速推进，在北京、广东、河南等优势区域进一步扩大领先优势，并逐渐向全国其他省份布局扩大商业版图，在深度上实现点强，在广度上实现网通。公司设立专门的项目团队开展外延并购，且通过并购来迅速做大商业规模的决心坚决，17 年相关的储备项目有望加速落地。

3.管理层执行力强，效率不断提升

公司管理层具有很强的执行力，且通过精细化管理，管理效率得以提升：具体体现在财务方面的全面预算管理和投融资管理（总公司统一进行资金调度，借款成本低），内部深化人事制度改革，对总公司 100 多位管理人员、二级子公司的经营班子团队实行比较市场化的激励，实现绩效导向，员工积极性得以调动，执行力及管理效率都得以提升。此外，公司总裁为医药行业资深并购专家，在医药并购方面有丰富的经验，也深知资本运作、市值管理对公司未来发展的重要意义。我们认为在公司管理层自上而下的强力推动下，公司统筹工、商、贸，布局医药健康产业关键领域，沿着全产业链构建产业群组合优势的战略将加速落地。

结论：

暂不考虑公司在未来可能会有外延并表的影响，预计公司 2016 年-2018 年的营业收入分别为 260.04 亿元、324.32 亿元和 401.01 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 9.30 亿元、11.43 亿元和 14.09 亿元，每股收益分别为 0.87 元、1.07 元和 1.32 元，对应 PE 分别为 25X、20X、16X。公司内生增长与并购整合并重，产业经营与资本经营双轮承载，管理层执行力强，管理效率高，在公司管理层自上而下的强力推动下，公司统筹工、商、贸，布局医药健康产业关键领域，沿着全产业链构建产业群组合优势的战略将加速落地。我们看好公司长期发展，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：收购整合不及预期

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	17,857.37	20,570.23	26,004.83	32,432.44	40,101.45
增长率（%）	20.42%	15.19%	26.42%	24.72%	23.65%
净利润（百万元）	550.18	614.45	930.49	1,143.25	1,409.24
增长率（%）	13.48%	11.68%	51.43%	22.86%	23.27%
净资产收益率（%）	11.06%	11.38%	16.31%	17.89%	19.47%
每股收益（元，摊薄）	0.51	0.58	0.87	1.07	1.32
PE	41.56	37.21	24.57	20.00	16.23
PB	4.35	4.01	4.01	3.58	3.16

公司盈利预测表

资产负债表			单位: 百万元			利润表			单位: 百万元		
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	11342	13321	16453	20455	25232	营业收入	17857	20570	26005	32432	40101
货币资金	2133	3100	3919	4887	6043	营业成本	15790	18051	22916	28648	35487
应收账款	4101	4615	5842	7286	9009	营业税金及附加	43	50	64	79	98
其他应收款	217	313	396	494	611	营业费用	688	824	936	1135	1363
预付款项	361	377	398	424	456	管理费用	420	506	572	714	882
存货	4037	4170	5274	6593	8167	财务费用	105	68	70	100	120
其他流动资产	0	274	28	28	28	资产减值损失	46.77	174.99	70.00	80.00	90.00
非流动资产合计	2862	2838	2147	2150	2092	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	11.57	17.99	0.00	0.00	0.00
固定资产	1526	1453	1466	1492	1518	营业利润	777	915	1377	1677	2060
无形资产	232	234	211	187	164	营业外收入	23.66	29.09	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0	53	53	53	53	营业外支出	5.27	11.75	15.00	0.00	0.00
资产总计	14204	16158	18600	22605	27325	利润总额	796	932	1362	1677	2060
流动负债合计	6788	8122	11670	14839	18533	所得税	182	213	311	383	471
短期借款	893	995	3298	4886	6684	净利润	614	719	1050	1293	1589
应付账款	3346	3946	4897	6122	7584	少数股东损益	64	104	120	150	180
预收款项	1854	2000	2184	2415	2699	归属母公司净利润	550	614	930	1143	1409
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	1250	1373	1577	1924	2338
非流动负债合计	1934	1997	1997	1997	1997	EPS (元)	0.51	0.58	0.87	1.07	1.32
长期借款	1	1	1	1	1	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	8722	10119	13667	16836	20530	成长能力					
少数股东权益	506	639	759	909	1089						
实收资本 (或股	1013	1013	1068	1068	1068	营业收入增长	20.42%	15.19%	26.42%	24.72%	23.65%
资本公积	1729	1729	1729	1729	1729	营业利润增长	9.54%	17.65%	50.56%	21.77%	22.89%
未分配利润	1633	2038	2141	2267	2422	归属于母公司净利润	51.43%	22.86%	51.43%	22.86%	23.27%
归属母公司股东	4976	5400	5706	6392	7237	获利能力					
负债和所有者权	14204	16158	20132	24137	28856						
现金流量表						毛利率 (%)	11.58%	12.25%	11.88%	11.67%	11.51%
						净利率 (%)	3.44%	3.49%	4.04%	3.99%	3.96%
			单位: 百万元			总资产净利润 (%)	3.87%	3.80%	5.00%	5.06%	5.16%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE (%)	11.06%	11.38%	16.31%	17.89%	19.47%
经营活动现金流	995	1022	257	168	231	偿债能力					
净利润	614	719	1050	1293	1589						
折旧摊销	367	391	0	148	157	资产负债率 (%)	61%	63%	68%	70%	71%
财务费用	105	68	70	100	120	流动比率	1.67	1.64	1.41	1.38	1.36
应收账款减少	0	0	-1228	-1444	-1723	速动比率	1.08	1.13	0.96	0.93	0.92
预收帐款增加	0	0	185	230	285	营运能力					
投资活动现金流	-71	-46	490	-230	-190						
公允价值变动收	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.32	1.36	1.43	1.47	1.51
长期股权投资减	0	0	545	0	0	应收账款周转率	5	5	5	5	5
投资收益	12	18	0	0	0	应付账款周转率	5.79	5.64	5.88	5.89	5.85
筹资活动现金流	-508	-105	72	1031	1114	每股指标 (元)					
应付债券增加	0	0	0	0	0						
长期借款增加	0	0	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.51	0.58	0.87	1.07	1.32
普通股增加	555	0	56	0	0	每股净现金流 (最新	0.41	0.86	0.77	0.91	1.08
资本公积增加	751	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	4.91	5.33	5.34	5.98	6.77
现金净增加额	416	872	819	969	1156	估值比率					
						P/E	41.56	37.21	24.57	20.00	16.23
						P/B	4.35	4.01	4.01	3.58	3.16
						EV/EBITDA	16.35	14.25	14.11	11.88	10.06

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3 年证券行业研究经验，3 年医药行业实业工作经验。2015 年新财富第七名团队核心成员，2015 年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016 年 7 月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

联系人简介

陈顺

2016 年水晶球第一名团队核心成员，公募榜单第一名，非公募榜单第二名。西南财经大学金融学硕士，理工金融复合背景，1 年券商资管实习经验，2 年卖方研究所工作经验。2016 年 8 月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于中药、血制品等细分领域，关注跨界转型大健康带来的投资机会。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。