

审慎推荐-A (维持)

中国医药 600056.SH

目标估值: N/A  
 当前股价: 13.14 元  
 2019 年 08 月 31 日

积极应对行业挑战, 继续推进工商一体化

基础数据

上证综指	2886
总股本(万股)	106849
已上市流通股(万股)	101214
总市值(亿元)	140
流通市值(亿元)	133
每股净资产(MRQ)	8.1
ROE(TTM)	16.1
资产负债率	60.4%
主要股东	中国通用技术(集团)控
主要股东持股比例	41.27%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《中国医药(600056)——业绩完全符合我们预期, 二季度恢复较快增长》2018-08-28
- 2、《中国医药(600056)——商业并购再下一省, 全国布局进一步完善》2018-06-14
- 3、《中国医药(600056)——加强河南省内网络布局, “点强网通” 大力推进》2018-05-03

李点典

lidiandian@cmschina.com.cn  
 S1090518100001

近期我们对公司进行了调研, 公司核心工业品种受到 4+7 带量采购的影响, 导致利润增速出现波动, 但公司积极应对: 在推进自有品种仿制药一致性评价的同时, 积极推进标外终端的开发, 我们估计核心品种收入在边际上已经有改善的迹象。商业上, 两票制(具体是调拨业务的剥离)对公司商业收入影响逐渐消除, 我们预计 19H2 商业内生收入将回升。中健布局基本完成, 在经历了政策动荡后, 对现有品种进行了梳理和调整, 后期在精细化招商等方面将着重发力。公司积极应对行业变化, 期待业绩企稳后的增长, 维持推荐。

- 工业营业利润降幅明显大于收入主要是收入结构的变化。19H1 公司医药工业 26.47 亿元, 同比-7%, 营业利润同比下降 47%; 其中工业制剂收入 20.06 亿元, 同比-1.69%。高盈利能力的品种阿托胶囊、血制品(停产)的收入下降, 普药类收入上升, 所以收入下降不明显, 但是利润下降比较明显。预计随着阿托胶囊收入的改善和血制品事件影响的消除, 利润端也会逐渐企稳。另外, 由于营销体系调整改革还在推进过程中, 还未能成熟产出, 对利润也有一定影响。19H1 原料药收入 5.17 亿元, 同比-11%, 主要是“限抗”等政策及竞争加剧导致原料需求减少。
- 4+7 带量采购影响工业核心品种, 积极应对下我们估计边际上已经有改善的迹象。我们估计占 18 年制剂收入 30% 以上的核心品种阿托伐他汀钙胶囊收入同比下降 30% 左右, 且主要是销量的下降。公司积极应对: 增加胶囊标外市场的终端开发, 积极推进阿托伐他汀钙片的研发。积极应对下我们估计阿托伐他汀钙胶囊的收入边际上已经有改善的迹象, 降幅开始收窄。
- 工业产品端应对: 1、目前公司已启动包含注射剂在内的 44 个品规的一致性评价工作, 其中口服制剂 32 个, 盐酸二甲双胍缓释片已经通过一致性评价, 预计瑞舒年内可以通过一致性评价; 2、一类新药 YPS345 已经进入临床试验, 一类新药 TPN729 II 期临床试验已开始招募受试者; 3、我们预计公司在肿瘤药品、基因药品等方面也将有所布局。
- 工业销售端应对: 1、梳理产品线, 以突出临床疗效为重点来定位标内市场,

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	30102	31006	35973	41094	46505
同比增长	17%	3%	16%	14%	13%
营业利润(百万元)	2005	2291	2210	2412	2626
同比增长	45%	14%	-4%	9%	9%
净利润(百万元)	1299	1545	1406	1535	1671
同比增长	37%	19%	-9%	9%	9%
每股收益(元)	1.22	1.45	1.32	1.44	1.56
PE	10.8	9.1	10.0	9.1	8.4
PB	1.8	1.7	1.5	1.3	1.2

资料来源: 公司数据、招商证券

并对现有产品线进行补充和完善；2、利用口服制剂的基础，加强 2、3 终场等标外市场的开发，规避政策风险；3、建立完善精细化招商的体系，增强对终端的掌控力。

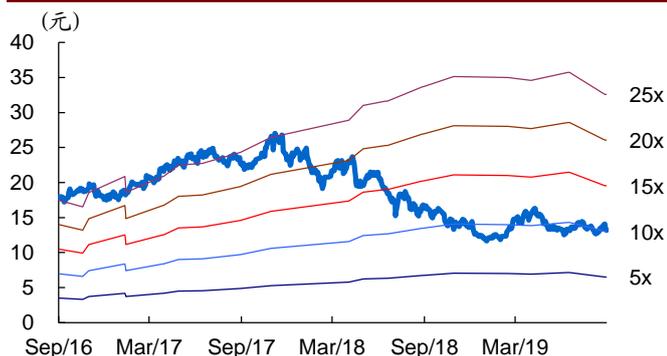
**两票制（具体是调拨业务）对公司商业收入影响逐渐消除，我们预计 19H2 内生商业收入将回升。**19H1 公司医药商业收入 108 亿元，同比+22%。我们估计公司商业增长主要来自新增子公司并表驱动，内生仍然受调拨业务（18H2 开始剥离）的影响。预计到 19H2 该影响将逐渐消除，商业内生收入将重回快速增长的状态。此外，公司融资成本有所下降，利于盈利能力的提升和业务的拓张。

**盈利预测：**我们预计公司 19-21 年归母净利润分别同比-9%/+9%/+9%，对应 EPS 分别为 1.32/1.44/1.56 元，对应 19 年 pe 估值 10x。

**给予“审慎推荐-A”评级。**公司目前受政策影响，工业业绩出现波动，但公司在产品端和销售端积极进行调整，部分品种收入在边际上已经有所改善，期待后续整体工业业绩企稳回升。公司作为国内工商一体化走在前沿的企业，后续市场空间广阔，给予“审慎推荐-A”评级。

**风险提示：**产品销售不达预期，研发进度不达预期，产品质量和监管风险。

图 1：中国医药历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：中国医药历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	17354	20752	25550	28186	29861
现金	3338	3730	3385	3666	4399
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	561	813	944	1078	1220
应收款项	7558	9464	13282	14353	13922
其它应收款	684	640	742	848	960
存货	4468	5181	6112	7000	7951
其他	746	923	1085	1242	1409
<b>非流动资产</b>	3832	4592	4446	4284	4156
长期股权投资	0	4	21	4	4
固定资产	1623	1839	1688	1552	1432
无形资产	285	331	328	325	323
其他	1925	2418	2409	2403	2397
<b>资产总计</b>	<b>21186</b>	<b>25344</b>	<b>29996</b>	<b>32470</b>	<b>34017</b>
<b>流动负债</b>	10391	12807	16188	17204	17165
短期借款	670	814	2796	2490	1034
应付账款	6016	5436	6422	7354	8354
预收账款	1264	1466	1733	1984	2254
其他	2441	5091	5237	5375	5523
<b>长期负债</b>	1911	2400	2400	2400	2400
长期借款	0	554	554	554	554
其他	1911	1847	1847	1847	1847
<b>负债合计</b>	<b>12302</b>	<b>15207</b>	<b>18588</b>	<b>19604</b>	<b>19565</b>
股本	1068	1068	1069	1069	1069
资本公积金	2554	2045	2045	2045	2045
留存收益	4137	5338	6357	7541	8827
少数股东权益	1124	1685	1937	2211	2510
归属于母公司所有者权益	7760	8452	9471	10655	11941
<b>负债及权益合计</b>	<b>21186</b>	<b>25344</b>	<b>29996</b>	<b>32470</b>	<b>34017</b>

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	509	0	(1819)	1067	2652
净利润	1299	1545	1406	1535	1671
折旧摊销	190	223	245	226	209
财务费用	38	114	113	164	107
投资收益	(205)	(576)	(88)	(98)	(108)
营运资金变动	(804)	(1611)	(3755)	(1036)	475
其它	(8)	306	260	277	298
<b>投资活动现金流</b>	121	(759)	(9)	35	28
资本支出	(109)	(262)	(80)	(80)	(80)
其他投资	229	(497)	71	115	108
<b>筹资活动现金流</b>	(504)	562	1484	(821)	(1947)
借款变动	59	1607	1983	(306)	(1456)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(143)	(509)	0	0	0
股利分配	(321)	(429)	(386)	(351)	(384)
其他	(100)	(108)	(113)	(164)	(107)
<b>现金净增加额</b>	<b>126</b>	<b>(197)</b>	<b>(345)</b>	<b>280</b>	<b>733</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	30102	31006	35973	41094	46505
营业成本	25791	24511	28958	33163	37669
营业税金及附加	102	134	156	178	201
营业费用	1591	3514	3597	4109	4697
管理费用	642	756	877	1002	1134
财务费用	93	135	113	164	107
资产减值损失	114	217	50	50	50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	205	576	15	15	15
<b>营业利润</b>	2005	2291	2210	2412	2626
营业外收入	5	108	5	5	5
营业外支出	13	66	10	10	10
<b>利润总额</b>	1998	2333	2205	2407	2621
所得税	455	512	547	598	651
<b>净利润</b>	1543	1821	1657	1809	1969
少数股东损益	244	276	251	275	299
<b>归属于母公司净利润</b>	1299	1545	1406	1535	1671
<b>EPS (元)</b>	1.22	1.45	1.32	1.44	1.56

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>年成长率</b>					
营业收入	17%	3%	16%	14%	13%
营业利润	45%	14%	-4%	9%	9%
净利润	37%	19%	-9%	9%	9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	14.3%	20.9%	19.5%	19.3%	19.0%
净利率	4.3%	5.0%	3.9%	3.7%	3.6%
ROE	16.7%	18.3%	14.8%	14.4%	14.0%
ROIC	16.4%	14.9%	11.8%	12.1%	12.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	58.1%	60.0%	62.0%	60.4%	57.5%
净负债比率	3.2%	5.4%	11.2%	9.4%	4.7%
流动比率	1.7	1.6	1.6	1.6	1.7
速动比率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.4	1.2	1.2	1.3	1.4
存货周转率	5.6	5.1	5.1	5.1	5.0
应收帐款周转率	4.3	3.6	3.2	3.0	3.3
应付帐款周转率	4.5	4.3	4.9	4.8	4.8
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	1.22	1.45	1.32	1.44	1.56
每股经营现金	0.48	0.00	-1.70	1.00	2.48
每股净资产	7.26	7.91	8.86	9.97	11.18
每股股利	0.40	0.36	0.33	0.36	0.39
<b>估值比率</b>					
PE	10.8	9.1	10.0	9.1	8.4
PB	1.8	1.7	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	5.5	4.8	4.9	4.5	4.2

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**吴斌**，中科院大学管理科学与工程硕士，武汉大学生物技术学士，8年证券从业经验，2017年加入招商证券，任医药行业首席分析师。

**李勇剑**，北京大学医学部药物化学系硕士，1年医药行业经验，2013年7月加入招商证券，任医药行业分析师。

**李点典**，香港科技大学生化系硕士，2016年加入招商证券，任医药行业分析师。

**漆经纬**，美国乔治华盛顿大学硕士，1年美国私募对冲基金研究经验，1年国内证券从业经验，2018年3月加入招商证券，任医药行业分析师。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

**强烈推荐：**公司股价涨幅超基准指数20%以上

**审慎推荐：**公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

**中性：**公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

**回避：**公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

**A：**公司长期竞争力高于行业平均水平

**B：**公司长期竞争力与行业平均水平一致

**C：**公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

**推荐：**行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

**中性：**行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

**回避：**行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。