

## 中国医药(600056)/

## 商业、国贸回暖,工业迎接挑战

**评级: 增持(下调)**

市场价格: 14.56

分析师: 池陈森

执业证书编号: S0740517020003

电话:

Email: chics@r.qizq.com.cn

分析师: 江琦

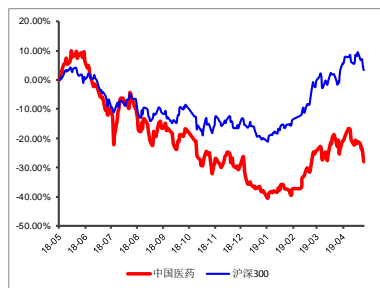
执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qizq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1068
流通股本(百万股)	1012
市价(元)	14.56
市值(百万元)	15557
流通市值(百万元)	22634

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 中国医药(600056)-公司点评: 工业尚在营销整合阵痛期, 商业走出底部-买入-(中泰证券\_池陈森\_江琦)-20181028
- 2 中国医药(600056)-公司点评: 二季度扣非净利润增长 26%, 业绩拐点出现-买入-(中泰证券\_池陈森\_江琦)-20180828
- 3 中国医药(600056)-公司点评: 跨省扩张再下一城, 商业全国布局在加速-买入-(中泰证券\_池陈森\_江琦)-20180614

**公司盈利预测及估值**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	30357.02	31006.04	32035.12	33024.57	34103.21
增长率 yoy%	17.00%	2.14%	3.32%	3.09%	3.27%
净利润	1313.41	1544.52	1278.19	1414.43	1550.78
增长率 yoy%	38.30%	17.60%	-17.24%	10.66%	9.64%
每股收益(元)	1.23	1.45	1.20	1.32	1.45
每股现金流量	0.49	0.00	1.88	1.25	1.58
净资产收益率	16.73%	18.27%	12.90%	12.52%	12.11%
P/E	11.84	10.07	12.17	11.00	10.03
PEG	0.31	0.57	-0.71	1.03	1.04
P/B	1.98	1.84	1.57	1.38	1.21

备注:

**投资要点**

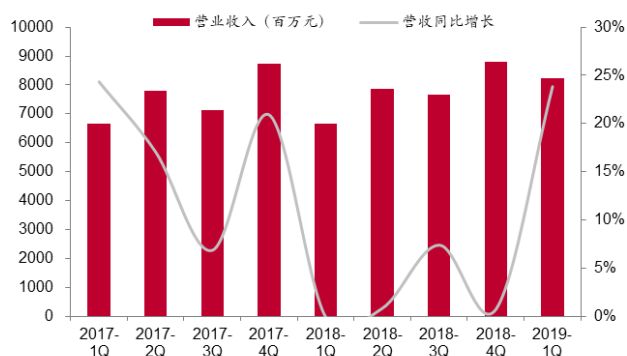
- **事件:** 公司发布 2019 年一季报, 实现营业总收入 82.45 亿元, 同比增长 23.84%; 归母净利润 4.09 亿元, 同比减少 6.46%; 扣非净利润 4.09 亿元, 同比增长 7.55%。
- **点评:**
  - 一季度增速显著提升, 扣非净利润增长回暖。2019 年一季度营业收入同比增长了 23.84%, 扣非净利润同比增长 7.55%, 收入增速与 2018 年各季度有显著提升, 扣非净利润增速与 2018 年下半年比出现回暖。扣非净利润增速快于归母净利润增速是由于去年同期有出售上海普康产生的 5 千多万投资收益。
  - 分板块看, 我们预计商业收入增长约 30%, 主要由于两票制因素消除, 公司点通网强战略推进, 通过并购、开拓扩大商业规模; 国际贸易收入增长约 30%, 主要由于海外项目滚动开发、医疗器械、天然药物出口等各板块较快发展。工业收入基本持平, 扣除去年同期出售上海普康的投资收益, 实际利润增长约 15%。工业领域阿托伐他汀、瑞舒伐他汀等受到带量采购等政策影响, 销售有所下滑, 原料药板块收入有所下滑, 上海新兴停产导致血制品收入下滑。
  - 2019 年一季度公司毛利率 20.93%, 同比下降 2.4 个百分点; 销售费用率 10.50% 同比下降 0.93 个百分点。毛利率和销售费用率同步下降, 主要由于工业板块增速慢于商业、国际贸易, 导致毛利率、销售费用率下降。管理及研发费用率 2.48%, 同比上升 0.24 个百分点; 管理费用较上年同期增长 44.82%, 主要由于新并入企业和上海新兴停产费用增加。财务费用率 0.45%, 同比上升 0.22 个百分点, 财务费用同比增长 142.16%, 主要由于一季度借款利息较去年同期增加。经营性现金流净流入-13.94 亿元, 与去年同期相近, 主要与公司现金管理政策相关, 每年一季度都是现金大幅流出。
  - 受“带量采购”等医改政策影响, 公司积极推进转型。公司工业板块受带量采购等政策影响较大, 公司围绕“一体两翼”战略调整布局结构, 结合各个板块资源, 完善产品群, 增强营销能力。公司一贯走“内生外延”的双轮驱动模式。内生上, 持续推进销售体制改革, 优化业务流程, 调整业务结构, 同时加大国际业务的推广与开发。外延上, 通过并购提升盈利能力和研发能力。未来, 重点观察公司产品线的改变、研发能力的补强。
  - **盈利预测与估值:** 我们预计 2019-2021 年, 公司营业收入分别为 320.35、330.25 和 341.03 亿元, 同比增长 3.32%、3.09% 和 3.27%; 归母净利润为 12.78、14.14 和 15.51 亿元, 同比增长-17.24%、10.66% 和 9.64%。目前公司股价对应 2019-2021 年 PE 为 12 倍、11 倍和 10 倍。由于公司短期受带量采购等政策影响, 盈利能力有所受损, 调整转型正在进行中, 因此下调评级为增持。
  - **风险提示:** 带量采购等政策风险; 产品不能通过一致性评价的风险

图表 1: 中国医药分季度财务指标 (百万元)

	2017-1Q	2017-2Q	2017-3Q	2017-4Q	2018-1Q	2018-2Q	2018-3Q	2018-4Q	2019-1Q
营业收入 (百万元)	6664.24	7806.29	7140.23	8746.26	6657.47	7871.81	7667.95	8808.80	8244.79
营收同比增长	24.34%	17.04%	6.85%	20.91%	-0.10%	0.84%	7.39%	0.72%	23.84%
营收环比增长	-	17.14%	-8.53%	22.49%	-23.88%	18.24%	-2.59%	14.88%	-6.40%
营业成本	5765.03	6765.29	5977.26	7398.07	5104.43	6144.57	6062.71	7198.84	6519.01
毛利率	13.49%	13.34%	16.29%	15.41%	23.33%	21.94%	20.93%	18.28%	20.93%
销售费用	227.04	278.66	430.01	675.15	760.86	855.03	821.67	1076.68	865.65
管理及研发费用	129.73	158.63	163.75	242.31	149.55	168.26	240.56	283.52	204.83
财务费用	12.65	13.57	21.78	43.15	15.25	15.26	24.24	80.46	36.92
利润总额	493.30	543.67	524.53	490.04	647.12	621.80	596.93	467.36	680.46
所得税	107.76	135.61	117.28	104.96	135.01	134.07	121.65	121.65	167.31
归母净利润(百万元)	330.14	334.00	343.57	305.69	437.59	401.98	400.70	304.26	409.30
归母净利润同比增长	29.21%	31.39%	37.40%	60.94%	32.55%	20.35%	16.63%	-0.47%	-6.46%
扣非净利润 (百万元)	329.60	310.37	316.76	184.63	380.12	391.15	320.63	(75.93)	408.83
扣非净利润同比增长	29.03%	24.49%	34.20%	22.49%	15.33%	26.03%	1.22%	-141.13%	7.55%

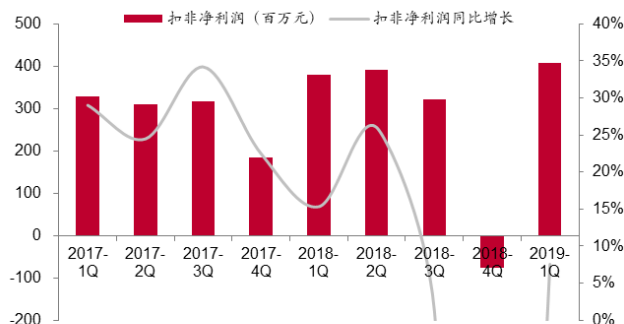
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 中国医药分季度营业收入 (百万元)



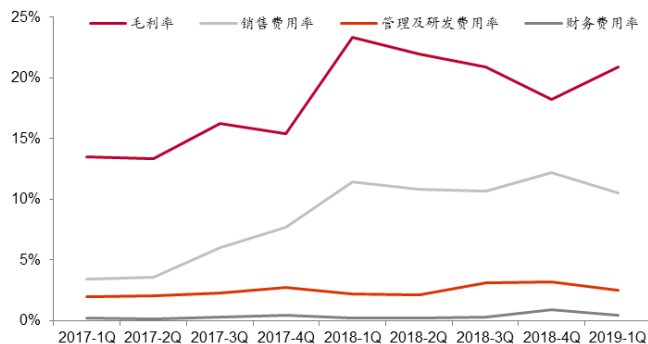
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 中国医药分季度扣非净利润 (百万元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 中国医药分季度毛利率、费用率情况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 中国医药财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	20752	22563	24205	26249	<b>营业收入</b>	31006	32035	33025	34103
现金	3730	5377	6414	7801	营业成本	24511	25342	26317	27302
应收账款	9464	9823	10122	10452	营业税金及附加	134	122	129	135
其他应收款	641	630	668	686	营业费用	3514	3809	3732	3581
预付账款	684	610	646	681	管理费用	756	782	660	682
存货	5181	5052	5258	5504	财务费用	135	37	21	12
其他流动资产	1050	1071	1096	1124	资产减值损失	217	80	80	80
<b>非流动资产</b>	4592	4696	4765	4801	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	4	4	4	4	投资净收益	576	50	50	50
固定资产	1839	2009	2110	2163	<b>营业利润</b>	2291	1860	2060	2261
无形资产	331	331	331	331	营业外收入	108	30	30	30
其他非流动资产	2418	2352	2319	2303	营业外支出	66	10	10	10
<b>资产总计</b>	25344	27259	28969	31050	<b>利润总额</b>	2333	1880	2080	2281
<b>流动负债</b>	12807	13040	13164	13508	所得税	512	414	458	502
短期借款	814	600	600	600	<b>净利润</b>	1821	1466	1622	1779
应付账款	6226	6437	6685	6935	少数股东损益	276	188	208	228
其他流动负债	5767	6003	5879	5973	<b>归属母公司净利润</b>	1545	1278	1414	1551
<b>非流动负债</b>	2400	2434	2427	2427	EBITDA	2649	2094	2313	2536
长期借款	554	554	554	554	EPS (元)	1.45	1.20	1.32	1.45
其他非流动负债	1847	1880	1873	1873					
<b>负债合计</b>	15207	15474	15592	15934	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	1685	1873	2081	2309	<b>会计年度</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
股本	1068	1068	1068	1068	<b>成长能力</b>				
资本公积	2045	2045	2045	2045	营业收入	2.1%	3.3%	3.1%	3.3%
留存收益	5338	6616	8030	9581	营业利润	11.4%	-18.8%	10.8%	9.7%
归属母公司股东权益	8452	9912	11297	12807	归属于母公司净利润	17.6%	-17.2%	10.7%	9.6%
<b>负债和股东权益</b>	25344	27259	28969	31050	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	20.9%	20.9%	20.3%	19.9%
					净利率(%)	5.0%	4.0%	4.3%	4.5%
					ROE(%)	18.3%	12.9%	12.5%	12.1%
					ROIC(%)	25.3%	20.4%	20.8%	21.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	60.0%	56.8%	53.8%	51.3%
					净负债比率(%)	8.99%	7.46%	7.40%	7.24%
					流动比率	1.62	1.73	1.84	1.94
					速动比率	1.21	1.34	1.43	1.53
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.32	1.22	1.17	1.14
					应收账款周转率	3	3	3	3
					应付账款周转率	3.86	4.00	4.01	4.01
					) ) ) )				
					每股收益(最新摊薄)	1.45	1.20	1.32	1.45
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.00	1.88	1.25	1.58
					每股净资产(最新摊薄)	7.91	9.28	10.57	11.99
					<b>估值比率</b>				
					P/E	10.07	12.17	11.00	10.03
					P/B	1.84	1.57	1.38	1.21
					EV/EBITDA	6	7	6	6

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	0	2010	1337	1690
净利润	1821	1466	1622	1779
折旧摊销	223	197	231	263
财务费用	135	37	21	12
投资损失	-576	-50	-50	-50
营运资金变动	-1872	344	-524	-342
其他经营现金流	270	15	36	29
<b>投资活动现金流</b>	-759	-250	-250	-250
资本支出	262	300	300	300
长期投资	-659	0	0	0
其他投资现金流	-1156	50	50	50
<b>筹资活动现金流</b>	562	-113	-50	-53
短期借款	144	-214	0	0
长期借款	554	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-277	0	0	0
其他筹资现金流	141	100	-50	-53
<b>现金净增加额</b>	-187	1647	1037	1388

来源: WIND, 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。