

医药：国药一致（000028）中报点评

2014年08月18日

## 进一步完善分销网络，业绩超预期

推荐

市场表现 截至 2014.08.15



### ⑤ 2014年中报业绩超预期

2014年上半年实现营业收入116.13亿元，同比增长14.62%；归属上市公司净利润为3.49亿元，同比增长33.9%；扣非后归属上市公司净利润为3.27亿元，同比增长25.5%；每股收益1.07元，业绩超预期。

报告期非经常性损益主要有两项，分别为：第一，政府补贴收入为1457.5万元；第二，其他营业外收入冲回上年计提项目诉讼补偿金1186万元。

### ⑤ 进一步完善分销网络，医药商业保持高增长

上半年医药商业实现收入106.61亿元，同比增长16.01%；医药制造实现收入为8.95亿元，同比增长3.88%。公司在两广拥有完善的分销网络，报告期继续加快网络下沉，并打造智慧型供应链，全面覆盖两广二甲以上医疗机构和大型连锁药店，并为众多单体药店、新农合为代表的第三终端提供药品配送服务，分销网络进一步下沉到基层，同时在药房托管方面实现创新突破，有力的保障了医药商业高增长。

### ⑤ 新药研发有序进行

报告期新产品申报生产批件有2个，申报临床批件有8个，新产品立项有12个。目前有6个产业化项目顺利推进，其中头孢硫脒粉针和头孢克洛干混悬剂已实现正常生产供货，达力新、达力芬颗粒有望实现较快增长，阿奇霉素分散片、达美清、达力罗等新品陆续进入导入期，为公司后续发展奠定基础。

### ⑤ 单季度来看，第二季度盈利能力大幅改善

单季度来看，第一季度实现归属上市公司净利润为1.68亿元，同比增长16.82%；第二季度实现归属上市公司净利润为1.81亿元，同比增长54.85%，增速远远高于第一季度。主要是由于第二季度医药商业产业链进一步完善，毛利率提升0.39个百分点；完成定增，财务费用大幅改善所致。

### ⑤ 2014年下半年重点工作

分销事业部继续加大在两广区域的供应链建设，不断下沉分销网络，树立在两广区域的医药商业标杆地位；医药制造继续以扁平化、专业化、一体化为核心，调整产品结构，提升盈利能力。

### ⑤ 盈利预测及投资建议

我们预测2014-2016年公司营业收入分别为252.7亿元、302.23亿元和361.46亿元，归属上市公司净利润分别为6.56亿元、8.21亿元和

市场数据 2014-08-15

A股收盘价(元)	48.32
A股一年内最高价(元)	57.92
A股一年内最低价(元)	34.64
上证指数	2,226.73
市净率	3.9
总股本(万股)	36,263
实际流通A股(万股)	23,326
限售的流通A股(万股)	7,448

分析师：张科然

执业编号：S1490513050001

电话：010-58565075

邮箱：[zhangkeran@hrsec.com.cn](mailto:zhangkeran@hrsec.com.cn)

证券研究报告

9.66 亿元，每股收益分别为 1.81 元、2.26 元和 2.66 元，对应 PE 分别为 27 倍、21 倍和 18 倍。公司作为医药商业的代表，在两广领域深耕细作，同时不断完善医药工业产品线，未来医药工业盈利能力有望显著提升，鉴于此我们继续给予公司“推荐”评级。

#### Ⓢ 风险提示

内部结构调整慢于预期；产品安全事件；医药商业渠道下沉低于预期；新产品获批进度慢于预期等。

#### 财务数据与估值

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入（百万元）	18,011.8	21,199.5	25,269.8	30,222.6	36,146.3
同比增长(+/-%)	19.0%	17.7%	19.2%	19.6%	19.6%
归属净利润（百万元）	475.8	520.5	656.3	821.1	965.7
同比增长(+/-%)	47.5%	10.4%	24.8%	25.1%	17.6%
每股收益（元）	1.31	1.44	1.81	2.26	2.66
PE	36.83	33.67	26.70	21.34	18.14
PB	9.87	7.81	3.68	3.18	2.74

附表：

**资产负债表**

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	<b>7,863.4</b>	<b>9,465.7</b>	<b>13,260.8</b>	<b>16,000.2</b>	<b>19,267.2</b>
现金	954.0	1,113.6	3,790.5	4,533.4	5,421.9
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	650.9	739.1	909.7	1,075.6	1,288.5
应收款项	4,393.3	5,675.7	6,108.7	7,475.5	9,042.9
其他应收款	33.0	29.6	54.0	64.7	77.9
存货	1,734.7	1,831.3	2,253.1	2,701.7	3,257.5
其他	97.6	76.6	144.9	149.4	178.5
<b>非流动资产</b>	<b>1,432.4</b>	<b>1,592.2</b>	<b>1,714.9</b>	<b>1,863.1</b>	<b>1,980.1</b>
长期股权投资	121.0	135.3	135.3	135.3	135.3
固定资产	690.5	766.7	788.5	814.2	836.1
无形资产	155.2	150.6	156.4	152.8	154.2
其他	465.7	539.5	634.6	760.8	854.5
<b>资产总计</b>	<b>9,295.8</b>	<b>11,057.9</b>	<b>14,975.7</b>	<b>17,863.4</b>	<b>21,247.3</b>
<b>流动负债</b>	<b>7,129.8</b>	<b>8,490.4</b>	<b>9,858.2</b>	<b>11,909.6</b>	<b>14,354.2</b>
短期负债	1,687.8	2,744.9	2,675.5	3,541.2	4,360.0
应付账款	3,197.4	3,436.9	4,140.3	5,034.6	6,042.4
预收账款	35.0	38.6	96.8	86.6	94.5
其他	2,209.7	2,269.9	2,945.6	3,247.1	3,857.3
<b>长期负债</b>	<b>327.0</b>	<b>250.9</b>	<b>269.3</b>	<b>349.5</b>	<b>397.2</b>
长期借款	82.2	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	244.7	250.9	269.3	349.5	397.2
<b>负债合计</b>	<b>7,456.8</b>	<b>8,741.3</b>	<b>10,127.5</b>	<b>12,259.1</b>	<b>14,751.4</b>
股本	288.1	288.1	362.6	362.6	362.6
资本公积金	5.6	5.8	1,860.4	1,860.4	1,860.4
留存收益	1,482.2	1,950.9	2,542.6	3,285.3	4,161.2
少数股东权益	63.1	71.9	82.6	95.9	111.6
母公司所有者权益	1,775.9	2,244.8	4,765.6	5,508.4	6,384.3
<b>负债及权益合计</b>	<b>9,295.8</b>	<b>11,057.9</b>	<b>14,975.7</b>	<b>17,863.4</b>	<b>21,247.3</b>

**利润表**

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>18,011.8</b>	<b>21,199.5</b>	<b>25,269.8</b>	<b>30,222.6</b>	<b>36,146.3</b>
营业成本	16,408.7	19,436.1	22,995.5	27,502.6	32,893.1
营业税金及附加	46.2	45.7	75.8	90.7	108.4

营业费用	448.6	486.4	758.1	906.7	1,084.4
管理费用	392.2	422.4	555.9	664.9	795.2
财务费用	162.1	164.4	70.6	58.7	79.3
资产减值损失	21.2	42.0	35.6	14.3	19.2
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	38.7	42.5	34.1	35.9	37.8
<b>营业利润</b>	<b>571.5</b>	<b>645.0</b>	<b>812.4</b>	<b>1,020.7</b>	<b>1,204.4</b>
营业外收入	60.0	37.0	35.3	39.1	42.8
营业外支出	28.2	22.9	14.0	16.7	20.5
<b>利润总额</b>	<b>603.3</b>	<b>659.1</b>	<b>833.7</b>	<b>1,043.0</b>	<b>1,226.8</b>
所得税	119.6	124.9	166.7	208.6	245.4
<b>净利润</b>	<b>483.7</b>	<b>534.2</b>	<b>666.9</b>	<b>834.4</b>	<b>981.4</b>
少数股东权益	7.9	13.7	10.7	13.4	15.7
归属母公司所有者净利润	475.8	520.5	656.3	821.1	965.7
EPS (元)	1.31	1.44	1.81	2.26	2.66

**现金流量表**

单位：百万元

<b>经营活动现金流</b>	<b>284.2</b>	<b>405.4</b>	<b>1,151.7</b>	<b>189.0</b>	<b>425.8</b>
净利润	483.7	534.2	666.9	834.4	981.4
折旧摊销	<b>99.7</b>	<b>104.7</b>	<b>139.0</b>	<b>151.5</b>	<b>165.1</b>
财务费用	157.2	182.3	70.6	58.7	79.3
投资收益	<b>-30.4</b>	<b>-45.5</b>	<b>-33.7</b>	<b>-34.8</b>	<b>-36.1</b>
营运资金变动	-419.4	-348.9	285.9	-822.6	-768.4
其他	-6.6	-21.4	23.0	1.9	4.4
<b>投资活动现金流</b>	<b>-189.8</b>	<b>-131.2</b>	<b>-217.8</b>	<b>-255.0</b>	<b>-234.6</b>
资本支出	-86.5	-146.9	-251.5	-289.9	-270.7
其他投资	-103.4	15.7	33.7	34.8	36.1
<b>筹资活动现金流</b>	<b>76.4</b>	<b>1,113.7</b>	<b>1,743.0</b>	<b>808.9</b>	<b>697.3</b>
借款变动	-162.9	974.9	-69.4	865.7	818.7
普通股增加	0.0	0.0	74.5	0.0	0.0
资本公积增加	0.2	0.2	1,854.7	0.0	0.0
股利分配	-37.5	-51.9	-64.5	-78.3	-89.8
其他	276.5	190.4	-52.2	21.5	-31.6

**主要财务比率**

单位：百万元	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
同比增长率					

营业收入	19.0%	17.7%	19.2%	19.6%	19.6%
营业利润	47.6%	12.9%	25.9%	25.6%	18.0%
净利润	47.5%	10.4%	24.8%	25.1%	17.6%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	8.9%	8.3%	9.0%	9.0%	9.0%
净利率	2.7%	2.5%	2.6%	2.8%	2.7%
ROE	26.8%	23.2%	13.8%	14.9%	15.1%
ROIC	20.8%	16.2%	12.0%	12.0%	12.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	80.2%	79.0%	67.6%	68.6%	69.4%
流动比率	1.10	1.11	1.35	1.34	1.34
速动比率	0.86	0.90	1.12	1.12	1.11
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.94	1.92	1.69	1.69	1.70
存货周转率	9.46	10.61	10.21	10.18	10.10
应收账款周转率	3.57	3.30	3.60	3.53	3.50
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	1.31	1.44	1.81	2.26	2.66
每股经营现金	1.12	1.61	3.18	0.52	1.17
每股净资产	4.90	6.19	13.14	15.19	17.61
每股股利	0.10	0.14	0.18	0.20	0.21
<b>估值比率</b>					
PE	36.83	33.67	26.70	21.34	18.14
PB	9.87	7.81	3.68	3.18	2.74

## 投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推 荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖 出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

## 免责声明

张科然，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券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和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、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，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

### 华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街8号A座5层（100033）

传真：010-58568159

网址：[www.hrsec.com.cn](http://www.hrsec.com.cn)