

对委合同滚动落地，优势板块再发力

2016 年 12 月 22 日

投资要点

- ❖ **国际贸易订单滚动落地，对委项目运行成熟。**公司公告与委内瑞拉国家外贸公司签署医疗产品一般贸易合同，总金额约 1.1 亿美元，折合人民币约 7.6 亿元。公司对委项目的运行机制已非常成熟，此次合同签订是在公司原有委内瑞拉业务基础上的持续滚动发展。根据合同规定，公司将在收到预付款后 90-720 日内执行，预计将对公司 2017-2018 年业绩带来积极影响。
- ❖ **贸易板块为引领，转型综合供应链服务提供商。**公司是外资药品和器械进入中国市场的天然门户，目前营销网络已覆盖全球 80 多个国家和地区，在亚非拉等新兴医疗市场通过承接各类大型政府医疗供应项目积累了丰富经验。2011 年公司获得委内瑞拉 61 亿元出口订单，目前已收款完毕，2015 年双方又进一步签署了全额 1700 万美元的新合同，此次 1.1 亿美元合同的落地将进一步保障公司贸易板块的稳健增长。我们认为，公司贸易板块的平台优势和资源壁垒极强，未来有望通过发挥该优势板块的引领，加速转型综合供应链服务提供商。
- ❖ **商业崛起，“点强网通”全国布局加速。**目前公司已布局了北京、广东、河南、黑龙江等省市，且依托控股公司中国医药黑龙江有限公司进行东北地区的高端医疗器械销售平台搭建，在两票制、营改增背景下，有望通过资源整合、营销转型形成覆盖全国的营销网络体系。目前医药商业已成为主要的业绩增长引擎，未来通过搭建更具推广特色的全国性流通网络，公司有望成为教科书式的行业典范。
- ❖ **集团战略地位逐渐凸显，业绩快速增长可期。**公司是央企通用技术集团旗下唯一的医药上市平台，2011-2015 年公司收入和资产规模占比集团公司分别提升了 6.25PCTs 和 4.88PCTs，且公司资本运作成熟、改革方案明晰，在通用技术集团旗下的战略发展地位将达到新的高度。此外，公司财务指标稳健，前三季度扣非净利润增速已达 48.15%，在整体费用管控下盈利水平稳中有升，全年业绩快速增长确定性高。
- ❖ **风险因素。**招标采购不达预期，资产注入进程不达预期。
- ❖ **盈利预测、估值及评级。**此次对委项目 1.1 亿美元合同的落地是公司原有委内瑞拉业务的持续滚动发展，预计将对 2017-2018 年业绩产生积极影响。整体来看，公司医药商业“点强网通”全国布局加速，在通用技术集团的战略地位将达到新的高度，未来上海新兴等资产注入将提供确定性催化，维持公司 2016-2018 年 EPS 预测 0.81/1.05/1.29 元，给予公司 2017 年 25 倍 PE，对应目标价 26.15 元，维持“买入”评级。

项目/年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	17857	20570	26405	32215	38660
增长率 YoY%	20	15	28	22	20
净利润（百万元）	550	614	868	1117	1379
增长率 YoY%	13	12	41	29	23
每股收益 EPS（基本）（元）	0.54	0.61	0.81	1.05	1.29
净资产收益率 ROE%	10.0	10.2	11.5	13.1	14.1
PE	36	32	24	19	15
PB	4	3	3	2	2
EV/EBITDA	25	21	17	15	13

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2016 年 12 月 21 日收盘价



买入（维持）

当前价：19.58 元

目标价：26.15 元

中信证券研究部

田加强

电话：021-20262115

邮件：tianjiaqiang@citics.com

执业证书编号：S1010515070002

陈竹

电话：021-20262139

邮件：czhu@citics.com

执业证书编号：S1010516100003

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

沪深 300 指数	3338.54 点
总股本/流通股本	1068.5/1012.1 百万股
近 12 月最高/最低价	21.07 元/11.47 元
近 1 月绝对涨幅	-2%
近 6 月绝对涨幅	25.83%
今年以来绝对涨幅	19.17%
12 个月日均成交额	158.41 百万元

相关研究

1. 中国医药（600056）重大事项点评——搭建东北高端器械流通平台，具备长期战略意义(2016-12-09)
2. 中国医药（600056）2016 年三季度报点评——业绩略超预期，“点强网通”商业全国布局加速(2016-10-31)
3. 中国医药（600056）重大事项点评——定增已获批准，发展再上新台阶(2016-09-14)

利润表 (百万元)

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	17,857	20,570	26,405	32,215	38,660
营业成本	15,790	18,051	23,235	28,383	34,135
毛利率	11.6%	12.2%	12.0%	11.9%	11.7%
营业税金及附加	43	50	65	74	89
营业费用	688	824	1,030	1,192	1,353
营业费用率	3.85%	4.00%	3.90%	3.70%	3.50%
管理费用	420	506	634	709	773
管理费用率	2.35%	2.46%	2.40%	2.20%	2.00%
财务费用	105	68	35	89	113
财务费用率	0.59%	0.33%	0.13%	0.27%	0.29%
投资收益	12	18	18	18	18
营业利润	777	915	1,336	1,726	2,134
营业利润率	4.35%	4.45%	5.06%	5.36%	5.52%
营业外收入	24	29	29	29	29
营业外支出	5	12	12	12	12
利润总额	796	932	1,353	1,743	2,151
所得税	182	213	338	436	538
所得税率	22.9%	22.9%	25.0%	25.0%	25.0%
少数股东损益	64	104	147	190	234
归属于母公司股东的净利润	550	614	868	1,117	1,379
净利率	3.08%	2.99%	3.29%	3.47%	3.57%
每股收益(元)(摊薄)	0.54	0.61	0.81	1.05	1.29

现金流量表 (百万元)

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	550	614	868	1,117	1,379
少数股东损益	64	104	147	190	234
折旧和摊销	152	175	285	310	334
营运资金变动	60	-111	-2,359	-896	-1,088
其他	170	240	106	131	176
经营现金流	995	1,022	-953	853	1,035
资本支出	-97	-128	-453	-362	-326
投资收益	11	18	18	18	18
资产变卖	315	0	0	0	0
其他	-300	64	0	0	0
投资现金流	-71	-46	-434	-344	-308
发行股票	969	49	777	0	0
负债变化	-1,467	104	1,764	782	762
股息支出	-165	-182	-257	-331	-409
其他	155	-76	-35	-89	-113
融资现金流	-508	-105	2,249	362	240
现金净增加额	416	872	861	871	967

资产负债表 (百万元)

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	2,133	3,100	3,961	4,832	5,799
存货	4,037	4,170	5,302	6,479	7,792
应收账款	4,101	4,615	7,329	8,637	9,995
其他流动资产	1,071	1,436	1,735	1,951	2,288
流动资产	11,342	13,321	18,327	21,900	25,874
固定资产	1,526	1,453	1,550	1,523	1,447
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	232	234	233	233	232
其他长期资产	1,104	1,151	1,234	1,329	1,415
非流动资产	2,862	2,838	3,018	3,084	3,094
资产总计	14,204	16,158	21,345	24,984	28,968
短期借款	893	995	2,759	3,541	4,303
应付账款	3,346	3,946	5,079	6,141	7,436
其他流动负债	2,550	3,181	3,936	4,755	5,478
流动负债	6,788	8,122	11,774	14,437	17,217
长期负债	1	1	1	1	1
其他长期负债	1,932	1,996	1,996	1,996	1,996
非流动性负债	1,934	1,997	1,997	1,997	1,997
负债合计	8,722	10,119	13,772	16,435	19,215
股本	1,013	1,013	1,068	1,068	1,068
资本公积	1,729	1,729	2,450	2,450	2,450
股东权益合计	5,482	6,039	7,574	8,549	9,754
少数股东权益	506	639	786	976	1,210
负债股东权益总计	14,204	16,158	21,345	24,984	28,968

主要财务指标

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
增长率 (%)					
营业收入	20.42	15.19	28.37	22.00	20.01
营业利润	9.54	17.65	46.09	29.15	23.66
净利润	13.48	11.68	41.22	28.78	23.43
利润率 (%)					
毛利率	11.58	12.25	12.01	11.89	11.70
EBIT Margin	5.14	5.54	5.46	5.76	5.97
EBITDA Margin	5.99	6.39	6.54	6.73	6.84
净利率	3.08	2.99	3.29	3.47	3.57
回报率 (%)					
净资产收益率	10.04	10.17	11.46	13.07	14.14
总资产收益率	4.02	3.96	4.22	4.65	4.97
其他 (%)					
资产负债率	61.41	62.63	64.52	65.78	66.33
所得税率	22.88	22.87	25.00	25.00	25.00
股利支付率	30.00	29.66	29.66	29.66	29.66

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
股票评级	报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级		强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSA Singapore Pte Ltd 仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 033 11 2016。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CL Securities Taiwan Co., Ltd 的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2016 版权所有。保留一切权利。