

## 路在脚下：医药国企改革全景梳理

证券研究报告——医药行业国企改革专题报告

证券分析师：江维娜 证券投资咨询执业证书编码：S0980515060001

联系人：徐衍鹏、谢长雁

2017年1月25日



国信证券经济研究所

GUOSEN

Guosen Securities Economic Research Institute

# 投资要点

## ✓ 国企改革稳步推进，2017进入落地年

- 2016年7月国务院印发《关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》明确了下一阶段推进中央企业结构调整和重组的重点工作，即“巩固加强一批、创新发展一批、重组整合一批、清理退出一批”
- 2016年8月国资委印发《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》支持国有企业开展员工持股
- 中央与地方国企改革陆续推进，2017年将进入落地年

## ✓ 混合所有制是改革核心，医药国企有望率先受益

- 混合所有制是国改的核心，也是最值得期待的制度红利，按国企功能分类看将最先从竞争类国企开展
- 国企改革将主要从混合所有制、资产注入/整体上市、股权激励、私有化、MBO等几大方面展开
- 医药行业属竞争性行业，国资可以放弃控股、甚至全退，交给民营资本运作，医药国企迎来巨大制度红利

## ✓ 医药国企经营效率低，“资源+品牌”潜力待释放

- 2015年中国医药工业规模企业前20位中有5家是国企，像石药集团、齐鲁制药等也带有国资背景，从规模角度看国有医药类企业占据一定优势。虽然医药国企经营效率远不如民企，但医药国企上市公司普遍具有很好的“资源+品牌”优势，若能通过国企改革释放制度红利，则改善空间巨大。
- 目前A股医药上市公司中有47家国企性质的公司，其中央企系（国药系、华润系、通用系）10家、地方国企（上药系、天药系、太极系、哈药系等）33家、及校办企业（清华、北大、中大等）4家。本文对这些潜力国企进行了全面梳理。

## ✓ 重点关注资源丰富、品牌力强、改善空间大的医药国企；强调“改革并无时间表”的风险因素

- 根据资源禀赋、品牌力、改善空间及资产整合空间大小等综合因素，建议重点关注国药系（国药股份、国药一致、现代制药、天坛生物）、华润系（东阿阿胶、华润三九、华润双鹤）、同仁堂、中新药业、白云山、千金药业、上海医药、海正药业。

# 国信医药重点标的估值表

	2017-1-23		预测来源	EPS			PE			投资评级
	股价	市值(亿)		16	17	18	16	17	18	
国药系										
国药股份	31.93	153	国信	0.74	0.90	1.15	43.1	35.5	27.8	增持
国药一致	68.45	277	Wind一致	2.23	2.60	2.99	30.8	26.3	22.9	买入
现代制药	31.24	90	Wind一致	0.70	0.80	0.94	44.5	39.3	33.3	无评级
天坛生物	39.40	203	国信	0.39	1.14	1.32	101.0	34.6	29.8	增持
华润系										
东阿阿胶	53.85	352	国信	2.89	3.40	4.14	18.6	15.8	13.0	买入
华润三九	24.81	243	国信	1.30	1.53	1.74	19.1	16.2	14.3	买入
华润双鹤	24.09	175	Wind一致	1.17	1.41	1.75	20.6	17.1	13.7	无评级
其他										
同仁堂	30.31	416	Wind一致	0.74	0.84	0.97	41.1	36.1	31.4	买入
中新药业	18.06	115	Wind一致	0.61	0.75	0.97	29.4	24.0	18.6	无评级
白云山	24.24	378	国信	0.90	1.09	1.29	26.9	22.2	18.8	买入
千金药业	15.47	54	国信	0.49	0.66	--	31.6	23.4	--	增持
上海医药	21.17	546	国信	1.22	1.40	1.60	17.4	15.1	13.2	买入
海正药业	13.59	131	Wind一致	0.01	0.05	0.27	1359.0	291.6	50.9	无评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

# 医药国企： 已实施员工持股计划或重要股东增持计划标的一览

公司名称	当前 股价	市值 (亿)	激励性质	激励 价格	EPS			PE		
					16E	17E	18E	16E	17E	18E
南京医药	7.98	71.6	员工持股	6.75	0.18	0.26	0.32	44.5	30.1	25.1
白云山	24.14	377.0	员工持股	23.84	0.90	1.05	1.24	26.9	22.9	19.5
新华制药	12.60	46.2	员工持股	9.34	0.25	0.31	0.39	49.8	40.3	32.4
中国中药	3.60	159.5	股东认购	3.10	0.23	0.27	0.32	15.7	13.2	11.3
广济药业	20.71	52.1	股东增持	19.7	0.81	1.05	1.31	25.7	19.7	15.8
山东药玻	19.40	58.9	股东增持	16.46	0.59	0.75	0.93	33.1	26.0	20.9

资料来源：Wind、EPS为Wind一致预期，国信证券经济研究所整理

- ✓ **白云山**：员工持股计划价格为23.84元/股，但是港股白云山价格1月23日收盘价仅相当于人民币17.09元，因此若仅从分红角度考虑A股价格未必合算。
- ✓ **中国中药**：国控旗下香港上市的中药平台，2013年11月上市公司名称由“盈天医药”蜕变为“中国中药”过程中现实混合所有制，国药基金。
- ✓ 已公布即将实施管理层持股（参与定增）的公司：**海正药业、新华制药**

# 目 录

- ✓ 国企改革稳步推进，2017进入落地年
- ✓ 医药国企经营效率低，“资源+品牌”潜力待释放
- ✓ 医药国企改革全景梳理和重点标的分析
- ✓ 附录：国企改革重大政策一览

# 国企改革稳步推进，2017进入落地年



## 新一轮国企改革稳步推进

2013年11月15日，十八届三中全会《决定》提出要深化国资国企改革，完善国有资产管理体制，组建若干国有资本运营公司，以管资本为主，按照行业分类管理国有企业，继续控股垄断行业，放开竞争性业务，有进有退推进公共资源配置市场化。2014年7月15日，国资委推出央企国资改革试点，发布第一批央企“四项改革”试点名单，**中国医药集团**、**中粮集团**、**中国建材**等6家央企入围。



## 央企改革发力，提出2020年战略目标

►2015年9月国务院印发《关于深化国有企业改革的指导意见》从改革的总体要求到分类推进国有企业改革、完善现代企业制度和国有资产管理体制、发展混合所有制经济、强化监督防止国有资产流失、加强和改进党对国有企业的领导、为国有企业改革创造良好环境条件等方面，全面提出了新时期国有企业改革的目标任务和重大举措。

►2016年7月国务院印发《关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》提出坚持服务国家战略、尊重市场规律、与改革相结合、严格依法规范、统筹协调推进的基本原则。

►提出到2020年，中央企业战略定位更加准确，功能作用有效发挥；总体结构更趋合理，国有资本配置效率显著提高；发展质量明显提升，形成一批具有创新能力和国际竞争力的世界一流跨国公司。

►明确了下一阶段推进中央企业结构调整和重组的重点工作，即“巩固加强一批、创新发展一批、重组整合一批、清理退出一批”



## 近期医药类国企改革动作频繁，2017年进入落地年

2016年以来，多家医药类国企陆续公布了改革计划，内容包括：混合所有制改革，资产重组，员工激励计划等。如：

►国药集团整合工业、商业资源，将现代制药作为化药平台，将国药股份作为北京地区医药商业平台及精麻药全国批发龙头。将国药一致作为全国性批发和零售平台。相关重组方案已经获批，等待落地。

►云南某龙头国企控股股东引入新华都投资，其股权结构将变更为云南省国资委和新华都各占50%。

预期进入2017年国企改革将进一步稳步推进，重点关注央企及改革空间较大企业，同时注意防范改革不达预期风险。

# 国企改革主要方式



## 国企改革主要方式

- 国企改革主要是在资产整合、资本运作、效率和机制改善三个维度上进行展开，建立完善的现代企业制度和市场化经营机制，最终达到提高国有资本运营效率和国有企业活力的目标。
- 目前国企改革的主要方式有如下几种：
  - 混合所有制：引入民营资本/战投，优化股权结构，打造现代企业治理制度
  - 资产注入/整体上市、资产整合：通过资产注入或整体上市方式提升国企的整体竞争力，解决同业竞争问题。从改制方式来看，对于股东大公司小的企业，资产注入可能是主要改制手段；股东与公司均较小的企业更可能采取引进战略投资者的方式
  - 员工持股/股权激励：绑定管理层、员工利益，增强企业经营动力
  - 兼并重组：加快行业兼并重组，淘汰落后产能，提升产业集中度
  - 管理层MBO
  - 私有化
  - 其他



# 混合所有制是改革核心，医药国企有望率先受益



## 医药行业属竞争性行业，混合所有制有望先行

- 国家强调要准确界定不同国有企业功能，主要分竞争类、保障类、功能类等几类国企，分类推进改革，有序实施混合所有制改革；混合所有制是国改的核心，也是最值得期待的制度红利，将首先从竞争类国企开始。
  - 竞争类国企作为市场参与主体，通过市场化改革激发竞争活力，以经济效益最大化为主要目标并兼顾社会效益，而资本市场是混合所有制的最优载体。
  - 混合所有制作用主要包括完善公司治理结构、实现产权多元化、完善内部激励约束机制、引入外部竞争打破垄断等。
  - 混合所有制首先是资本的融合，市值管理是实现资本共赢的重要手段。进行市值管理的前提是建立现代企业制度，提升国企经营效率，围绕公司治理结构建设和激励约束机制设计，推进董事会职权试点和员工持股计划等是重要手段。
- 医药行业是典型的竞争性行业，市场化竞争较充分，医药类国企有望率先从混合所有制中受益。



## 混合所有制试点6方面探索

- 探索建立混合所有制企业有效制衡、平等保护的治理结构
- 探索职业经理人制度和市场化劳动用工制度
- 探索市场化激励和约束机制
- 探索混合所有制企业员工持股
- 探索对混合所有制企业的有效监管机制
- 探索混合所有制企业 ze 党建工作的有效机制



# 各地混合所有制改革方案

多省市在改革方案中明确定义了混合所有制企业，提出混改方案及目标。国有股本低于50%的企业不再简单套用国有及国有控股企业的监管制度，实行更加市场化的监管机制。

省市	混合所有制具体改革方案
上海	提出积极发展混合所有制经济，加快企业制股份制改革，实现整体上市或核心业务资产上市。推进企业上市发展规范运营。
湖南	1) 发展混合所有制经济，国有资产证券化率达到80%左右。2) 多方式实现国有企业投资主体多元化、经营机制市场化。3) 利用多层次资本市场，推动国有企业整体上市或核心业务资产上市。4) 探索混合所有制企业员工持股的有效途径。
天津	1) 分类分层推进股份制改革，到2017年底，核心骨干企业80%以上实现股权多元化。2) 优化国有股权结构，除核心骨干企业以外，其他企业国有股权可全部放开。3) 重点引进外资、民营、机构投资者等各类社会资本发展混合所有制企业。4) 加快推进国有资产证券化，利用境内外多层次资本市场推进企业上市。
四川	1) 3年内全面完成全省国有企业的公司制改造，大力推进股份制改革，二、三级国有企业原则上都实行股权多元化，促进混合所有制经济发展。2) 加快国有资产证券化，鼓励国有企业利用多层次资本市场上市挂牌，已上市公司通过分布注入优质资产的方式实现整体上市。
重庆	1) 未来3-5年内2/3左右的国有企业发展成为混合所有制企业，适宜上市的企业和资产力争全部上市，80%以上的竞争类国有企业国有资本实现证券化。2) 鼓励国有资本与集体资本、非公有资本等交叉持
广东	提出到2020年省属企业资产证券化率由现在的20%上升到60%，2017年混合所有制企业户数比重超过70%
江西	1) 基本完成公司制股份制改革，70%左右的国企发展成为混合所有制经济，80%左右国有资本集中到关键领域和优势；2) 将通过增资扩股引进战略投资者，坚持国有控股的原则下，鼓励集团经营层及重要骨干参股，将公司改造为包括国有、民营等多元投资主体的混合所有制企业。
陕西	1) 推进改制上市做强一批混合所有制企业。2) 充分利用国内外多层次资本市场，积极推动有条件的集团公司实现整体上市或主营业务上市，实现投资主体多元化、经营机制市场化。3) 加强后备上市资源培育，对暂不具备上市条件的国有企业，要比照上市的要求，合理设置股本规模，优化股权结构。

# 目 录

- ✓ 国企改革稳步推进，2017进入落地年
- ✓ 医药国企经营效率低，“资源+品牌”潜力待释放
- ✓ 医药国企改革全景梳理和重点标的分析
- ✓ 附录：国企改革重大政策一览

# 医药行业国有企业梳理

- 医药行业属市场化程度较高、竞争较激烈的领域，混合所有制有望率先实施；从本次国企改革的功能分类来看，国资可以放弃控股、甚至全退，交给民营社会资本运作，所以医药国企的混合所有制非常值得期待。
- 据我们统计，目前A股中医药行业国企性质共49家，包含央企（国药系、华润系）10家、地方国企（上药系、天药系、太极系、广药等）35家、及校办企业（清华、北大、中大等）4家。

集团	上市公司	国资持股比例 (%)	总市值 (亿元)	国企改革进展
中国医药集团	国药股份	44.01	152.35	国药股份与国药一致发展混合所有制
	国药一致	56.06	275.24	发行股份及现金收购南方医贸51%股权、出让化药工业予现代制药，向平安资管增发股份。
	天坛生物	53.30	203.09	中生集团血制品注入，剥离疫苗业务给中生集团，并购重组审核委员会审核中
	现代制药	41.62	89.89	成为国药系化药平台，增发股份获得国药集团工业公司、威奇达药业、汕头金石制药、新疆制药（55%）、青海制药（52.92%）、一心制药（51%）、三益药业（51%）、致君（深圳）制药（51%）、坪山制药（51%）、致君医药贸易（51%）
华润集团	华润三九	63.59	237.38	尚未披露
	华润双鹤	59.99	169.02	通过发行股份并支付现金方式购买北药集团持有的华润赛科100%股权
	东阿阿胶	23.14	339.11	高管少量增持
中国通用技术集团	中国医药	41.27	209.21	子公司“医控公司”用持有的海南康力51%股权和武汉鑫益45.37%股权认购公司非公开发行股票
中化集团	英特集团	33.16	46.68	正在筹划重大事项，实际控制人拟变更为浙江省国资委
共青团中央	嘉事堂	16.72+5.09	89.11	2015年12月向46家投资机构非公开发行1053万股 2016年12月拟非公开发行股份2054万股，收购下属12家器械子公司少数股权

# 医药行业地方国有企业梳理-1

省份	上市公司	国资持股比例 (%)	市值 (亿元)	进展
北京	同仁堂	52.45	409.66	尚未披露
上海	上海医药	27.82+8.87 (上海实业集团级上海上实集团)	524.07	与关联人共同出资1亿元设立“大健康云商”，季军及其管理团队股份占比30%，市场化激励充分
	第一医药	43.34	40.47	实际控制人百联集团筹划集团内部将本公司股份无偿划转
	开开实业	28.98	34.95	尚未披露
天津	中新药业	43.06	113.43	国资增持S股；拟向华安未来资管等6方定增2900万股，获得8.1亿
	力生制药	51.36	73.84	控股股东一致行动人增持
	天药股份	46.80	61.01	渤海国资将金耀集团股份无偿划拨给天药股份；向药业集团、广州德福、GL以发行股份及支付现金方式购买其合计持有的金耀药业62%股权
广东	白云山	45.04	373.35	拟实施员工持股计划，引入战投-阿里健康；对广药集团、广州国发、广州城发、云锋投资、添富定增盛世66号发行3.34亿股，获得78.63亿，发行价23.56元
浙江	海正药业	33.22+9.33 (浙江国际贸易)	129.86	向8名特定投资者定向增发；白骅先生、海畅投资、汇纳投资、员工持股计划发行0.9亿股，获得11.7亿
	仙琚制药	21.55	78.49	实施核心管理层股权激励；仙居国资、汇添富基金45号计划和汇添富6号计划、张宇松、九鸿投资、平安资管管理的平安创赢5号产品、财通基金管理的财通专户1号计划、中企汇锦、范敏华和李勤俭等发行0.99亿股募集8.6亿
	浙江震元	19.94	43.40	绍兴市旅游集团有限公司将19.44%的股份转让给绍兴市国资委
湖南	千金药业	26.58	55.45	株洲市国有控股定增增加控股比例，非公开增发0.44亿股，获得5亿元
	启迪古汉	18.61+16.99+3.63 (衡阳国资委、中国药材公司)	43.08	实际控制人清华控股股份划转
福建	片仔癀	57.92	271.07	与兴业证券签署全面战略合作协议，为公司提供全方位资本运作支持
河南	太龙药业	23.08	47.06	非公开发行股份
	辅仁药业	27.08	32.45	发行股份及支付现金购买开药集团100%股权

# 医药行业地方国有企业梳理-2

省份	上市公司	国资持股比例 (%)	市值 (亿元)	进展
辽宁	东北制药	21.46+13.51 (中国华融资产)	46.71	东药集团减持1.16; 发行0.42亿股募集3.5亿元
黑龙江	哈药股份	47.06	230.24	建银投资减持5%; 授予管理层及员工持股计划0.71亿股
	人民同泰	74.82	87.56	尚未披露
云南	云南某龙头国企	41.52+12.32+9.36	744.08	新华都增资254亿该龙头国企母公司, 持股改母公司50%
河北	华北制药	52.66	100.62	尚未披露
甘肃	佛慈制药	60.09	58.32	拟非公开增发0.26亿股, 募集4.6亿元
吉林	长春高新	22.37	189.10	子公司金赛药业拟申请新三板上市, 暂停
	亚泰集团	11.35	144.30	拟向8名特定投资者定向增发获批
江西	江中药业	43.03	96.81	江中集团被江西国资委选定为国企改革
江苏	南京医药	26.94	73.41	拟非公开发行股票募集20亿元, 国资增股
	精华制药	34.09+16.06+4.07	84.56	非公开增发终止
	联环药业	37.09+1.79	35.35	拟以26元非公开增发0.12亿股, 募集3.2亿
	金陵药业	45.23+4.94+3.29+3.09	68.64	金陵集团无偿划拨给新工集团45.23%的股份
重庆	太极集团	38.81	72.79	子公司(桐君阁)重大资产重组
山东	新华医疗	28.77	100.23	尚未披露
	新华制药	34.46	46.42	非公开发行股份以购买资产, 拟以员工持股计划0.35亿增发
	鲁抗医药	24.59+9.93+4.51	55.89	第二大股东中国资本减持部分股份; 拟向华鲁投资等8名对象非公开发行1.1亿股, 募集10.6亿元
	山东药玻	15.66	57.61	非公开发行0.46亿股
湖北	广济药业	51.37	58	国资持股转让给长投集团

# 医药行业校办企业梳理

学校	上市公司	国资持股比例 (%)	市值 (亿元)	进展
清华大学	诚志股份	33.44	189.71	拟非公开发行募资124.8亿购买惠生能源99.6%的股权及建设60万吨/年MT0项目
北京大学	北大医药	28.58	82.01	北大医疗拟增持
中山大学	达安基因	16.63+15.00	157.74	管理层股票期权激励计划终止；公开转让全资子公司给个人投资者；建立创业平台，探索多层次员工激励机制
山东大学	山大华特	20.72	68.77	尚未披露

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理，截止于2017年1月15日收盘

# 医药国企现状：规模领先，但效益较差

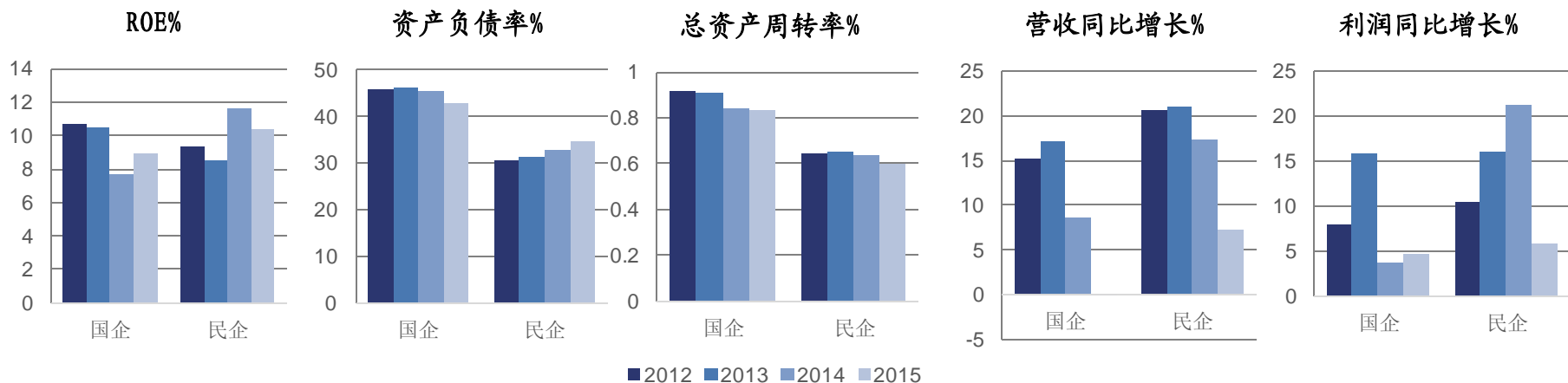
工信部数据显示，2015年我国医药工业企业规模排名前20位企业中，有5家是国有企业，其中广药集团排第二，其他如国药集团、华润医药、上海医药、天药集团均在前列，而其他企业如石药集团、齐鲁制药等也有国资背景。因此从企业规模上看，多数国企在各自领域是行业龙头地位，规模优势明显。

## 2014年全部医药工业企业法人单位按医药工业主营业务收入排序（前20名）

1、扬子江药业集团有限公司	11、江西济民可信集团有限公司
2、广州医药集团有限公司	12、山东步长制药股份有限公司
3、修正药业集团股份有限公司	13、中国远大集团有限责任公司
4、中国医药集团总公司	14、上海复星医药（集团）股份有限公司
5、华润医药控股有限公司	15、天津市医药集团有限公司
6、上海医药（集团）有限公司	16、石药控股集团有限公司
7、拜耳医药保健有限公司	17、正大天晴药业集团股份有限公司
8、威高集团有限公司	18、上海罗氏制药有限公司
9、齐鲁制药有限公司	19、江苏恒瑞医药股份有限公司
10、辉瑞制药有限公司	20、诺和诺德（中国）制药有限公司



# 医药国企ROE、经营效率低于民企，但经营资源丰富，改善空间大



数据来源：wind，国信证券经济研究所整理

从上图可以发现，2012-2015的4年间：

- 1) 2014年起国营药企净资产收益率（ROE）显著低于民企，说明面对越来越激烈的市场竞争，国企经营压力越来越大；
- 2) 国企的营收增长率显著低于民企，随着近两年国企改革的推进，净利润增长率的差距在缩小，但仍然低于民企；
- 3) 国企的资产负债率高于民企，资本结构有待优化，但是从趋势上来看国企近年来资产负债率呈现下降趋势，相比之下，民企的资产负债率有上升趋势。

医药国企整体经营效率低于民企，但预计随着国企改革的推进，混合所有制、股权激励等优化体制、完善激励等改革措施的推出，国企管理层及员工提升经营业绩的动力将更加充足，经营改善空间大；且对于大集团下的医药企业来说，集团下辖的非上市资产的证券化或隐性资产的注入等同样值得期待。

（注：国企样本由前述47只国营药企构成，民企样本由同在医药行业中的131只民营药企构成。所有样本采用相同权重。景峰医药、广誉远由于财务波动在2012、2013年分别具有远超正常的ROE数值，在统计中已被排除。）

# 医药国企亮点：资源丰富，品牌力强，潜力待释放

医药国企虽然效益不及民企，但多数国企成立时间长，经营历史悠久，规模在同行业中也属领先地位，并且他们拥有丰富的品牌资源及众多独家品种，品种丰富，只要摆脱体制束缚、完善激励机制和加强自身管理，可以预料借助国企改革东风，其潜力释放空间巨大，业绩改善空间大。

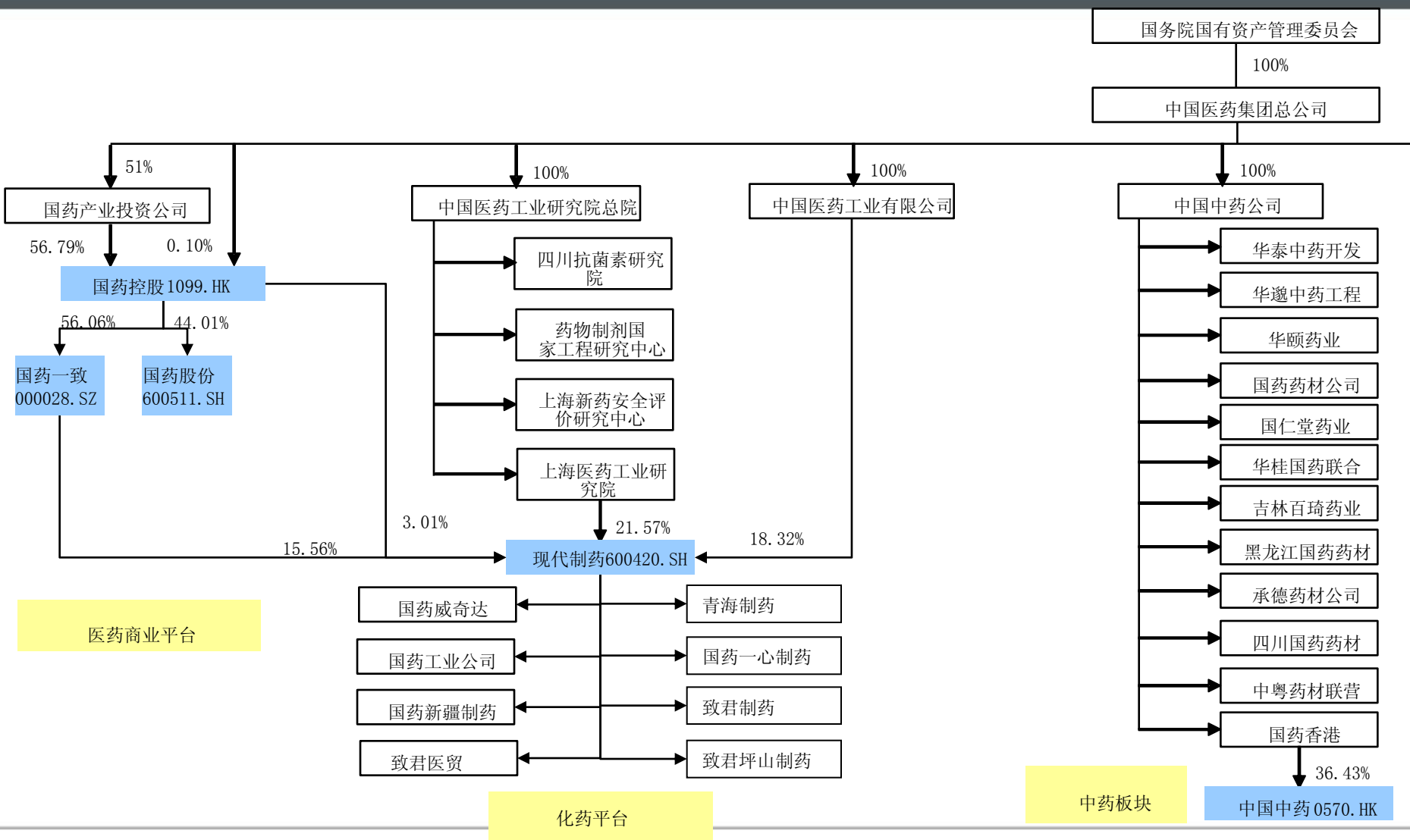
表：部分医药国企品牌及独家品种梳理

企业	品牌资源	独家品种
华润三九	“999”	三九胃泰、999感冒灵、999皮炎平、999中药注射剂、华蟾素
东阿阿胶	“东阿” “吉祥云”	复方阿胶浆、桃花姬阿胶糕、真颜小分子阿胶
哈药集团	“哈药” “三精” “盖中盖” “护彤” “泻利停”	护彤、高钙片、钙加锌口服液、丹参粉针、逍遥丸、丹佛胃尔康、六味地黄丸、葡萄糖酸锌口服液、葡萄糖酸钙口服液、双黄连口服液
太极集团	“太极”	藿香正气液、六味地黄丸、急支糖浆、鼻窦炎口服液、通天口服液
白云山	“王老吉” “潘高寿” “白云山” “陈李济” “中一” “抗之霸” “天心” “何济公”	蛇胆川贝枇杷膏、乌鸡白凤丸、安神补脑液、王老吉凉茶
江中药业	“江中”、“初元”、同济堂	江中牌健胃消食片、江中牌复方草珊瑚含片、亮嗓牌胖大海清咽糖
同仁堂	“同仁堂”	安宫牛黄丸、同仁大活络丸、同仁牛黄清心丸、紫雪散、愈风宁心片、国公酒、同仁乌鸡白凤丸、壮骨药酒、局方至宝丸、再造丸
云南某龙头企业	“云南XX”、“千草堂”、“红瑞徕”、“云丰”、“清逸堂”、“日子”、“金口健”、“养元青”、“金熊”、“金品”、“一罐清”	云南XX系列、红瑞徕系列、田七系列
千金药业	“千金”	妇科千金片（胶囊）、补血益母颗粒
中新药业	“乐仁堂”、“隆顺榕”、“京万红”、“达仁堂”	速效救心丸、通脉养心丸、京万红软膏、清咽滴丸、清肺消炎丸、胃肠安、藿香正气软胶囊、紫龙金、生血丸

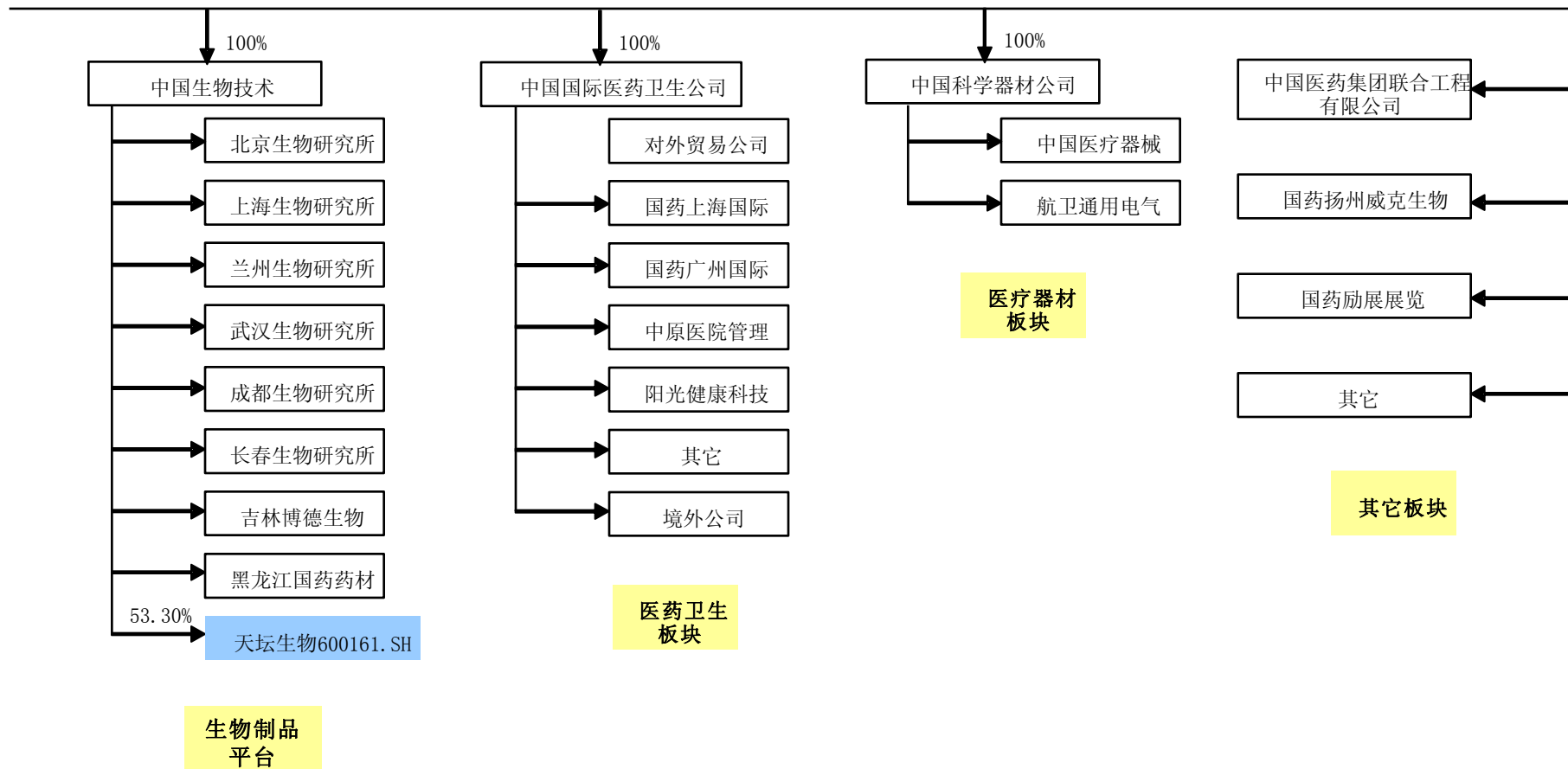
# 目 录

- ✓ 国企改革稳步推进，2017进入落地年
- ✓ 医药国企经营效率低，“资源+品牌”潜力待释放
- ✓ 医药国企改革全景梳理和重点标的分析
- ✓ 附录：国企改革重大政策一览

# 一、国药集团资产梳理



# 一、国药集团资产梳理



# 1、国药股份（600511.SH）



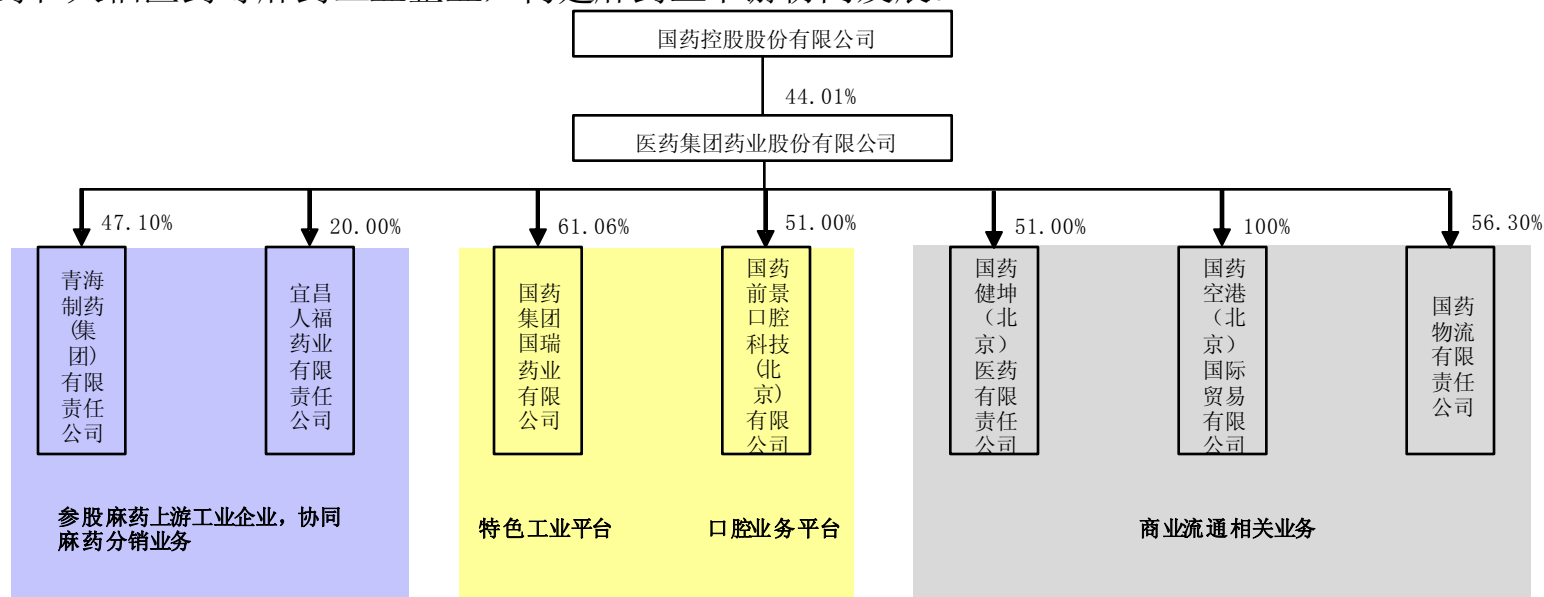
## 公司简介

- 国药股份是国药控股旗下子公司，以经营麻特药品和高端处方药为主要特色，立足北京市场辐射全国医药市场，致力于为客户提供专业的第三方医药物流服务，是兼具医药工商业的大型医疗企业。麻药分销、北京纯销和麻药工业是净利润的前三大来源。



## 股权结构

- 国药股份为国药控股旗下子公司，控股股东股权占比为44.01%。公司在麻醉产业链上向上游参股青海制药和人福医药等麻药工业企业，构建麻药上下游协同发展。



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

# 1、国药股份（600511.SH）



## 成长性、盈利能力和资产结构分析

● 国药股份营收和净利润一直保持稳健增长；近年来毛利率总呈上升趋势，综合盈利能力在增强。同时公司资产负债率控制良好，一直未超过60%，低于可比公司平均。

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016Q3
<b>营收增长率%</b>							
国药一致	18.80	15.81	18.89	17.70	13.00	8.51	8.85
<b>国药股份</b>	<b>13.93</b>	<b>19.00</b>	<b>22.00</b>	<b>17.34</b>	<b>14.45</b>	<b>4.68</b>	<b>9.34</b>
华东医药	14.66	24.07	30.97	14.67	13.34	14.67	17.11
平均	15.79	19.63	23.95	16.57	13.59	9.29	11.76
<b>净利润增长率%</b>							
国药一致	33.27	24.07	47.55	10.45	25.39	17.54	25.26
<b>国药股份</b>	<b>36.54</b>	<b>-11.94</b>	<b>24.68</b>	<b>23.30</b>	<b>17.43</b>	<b>6.88</b>	<b>9.98</b>
华东医药	-11.49	22.78	27.67	20.48	26.09	22.21	29.06
平均	19.44	11.64	33.30	18.08	22.97	15.54	21.43
<b>综合毛利率%</b>							
国药一致	8.72	8.82	8.90	8.32	8.15	7.78	7.17
<b>国药股份</b>	<b>8.84</b>	<b>6.38</b>	<b>6.61</b>	<b>7.41</b>	<b>7.91</b>	<b>7.95</b>	<b>7.64</b>
华东医药	18.76	19.63	19.54	20.20	21.98	23.98	25.23
平均	12.11	11.61	11.68	11.97	12.68	13.23	13.35
<b>销售净利率%</b>							
国药一致	2.02	2.17	2.69	2.52	2.80	3.03	3.46
<b>国药股份</b>	<b>5.29</b>	<b>3.92</b>	<b>4.00</b>	<b>4.21</b>	<b>4.32</b>	<b>4.41</b>	<b>4.49</b>
华东医药	4.41	4.37	4.26	4.47	4.98	5.30	6.64
平均	3.91	3.48	3.65	3.73	4.03	4.25	4.86
<b>资产负债率%</b>							
国药一致	82.06	81.39	80.22	79.05	62.19	57.89	58.62
<b>国药股份</b>	<b>60.41</b>	<b>56.84</b>	<b>59.00</b>	<b>56.77</b>	<b>53.40</b>	<b>46.40</b>	<b>44.20</b>
华东医药	68.38	69.29	64.18	60.71	72.04	71.59	48.15
平均	70.28	69.17	67.80	65.51	62.54	58.63	50.33

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理



# 1、国药股份（600511.SH）

## ✓ 竞争优势

- 麻药为特许经营业务，政策壁垒极高，仅三家企业取得一级流通资质，公司是我国精麻药物商业领域的绝对龙头，占据80%以上的市场份额。通过国药集团内部重组，国药股份将成为国药集团北京地区医药商业平台及全国性精麻药物分销龙头。

## ✓ 国企改革预期

- 国药集团被列为国务院国资委选定的央企混合所有制经济和央企董事会行使高级管理人员选聘、业绩考核和薪酬管理三项职权的首批试点企业之一，目前国药集团的混合所有制试点方案已获国务院批复，且明确国药股份发展为混合所有制首批试点单位之一。参与混改试点，有望强化公司激励体系，进一步提升公司经营效率。
- 拟向国药控股发行股份购买其持有的国控北京96%股权、北京康辰51%股权、北京华鸿51%股权及天星普信51%股权；向畅新易达发行股份购买其持有的国控北京4%股权、北京华鸿9%股权；向康辰药业发行股份购买其持有的北京康辰49%股权，同时配套募集资金不超过103,000万元。

## ✓ 财务数据及预测

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	10,081.47	11,538.34	12,078.19	15,901.81	20,011.38	22,955.87
增长率(%)	17.34	14.45	4.68	31.66	25.84	14.71
归母净利润(百万)	411.51	482.65	512.85	711.88	840.77	982.75
增长率(%)	22.54	17.29	6.26	38.81	18.11	16.89
EPS	0.86	1.01	1.07	1.21	1.42	1.64
ROE(%)	19.53	19.46	16.93	17.41	17.66	17.16
PE	21.96	30.74	35.4	26.41	22.36	19.43
PEG	0.97	1.78	5.66	0.55	1	0.92

## 2、国药一致（000028.SZ）



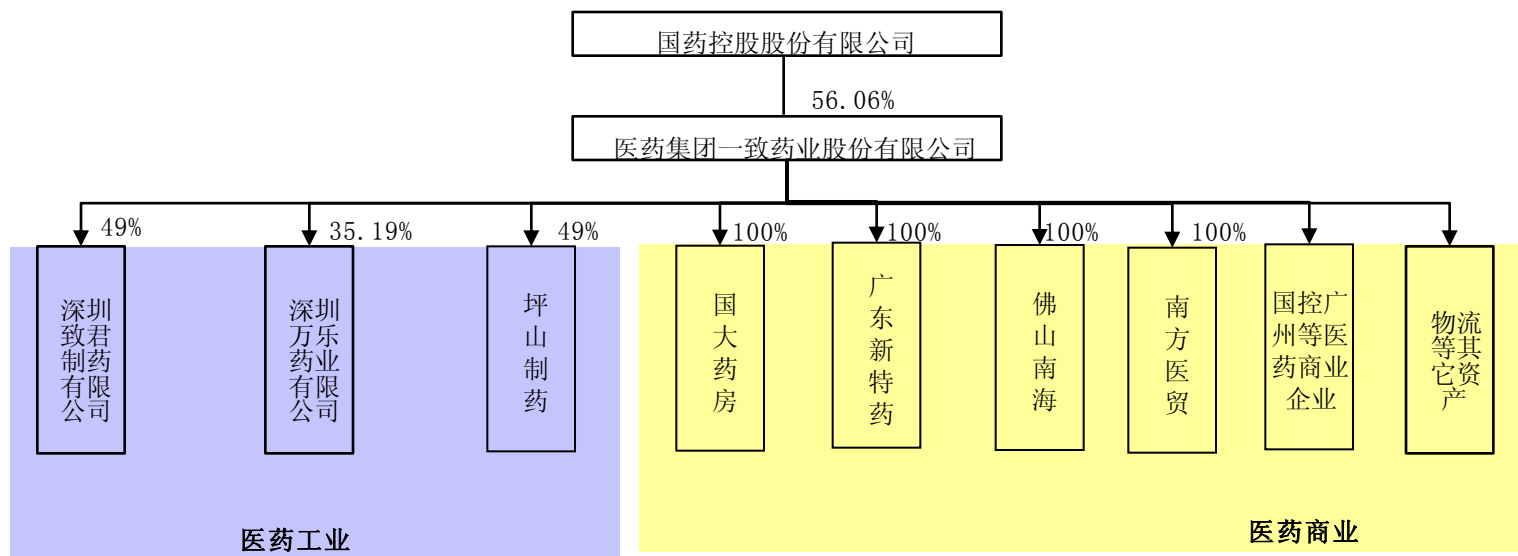
### 公司简介

- 国药一致是国药控股旗下子公司，是集医药工业、医药分销、医药物流为一体的综合性医药公司。医药工业主要为致君制药的抗感染类产品，医药商业以两广区域为主，拥有完善的商业和物流网络。公司主营业务收入中，医药商业达九成以上，净利润占比约一半。



### 股权结构

- 国药一致为国药控股旗下子公司，控股股东股权占比为56.06%。公司旗下有国控广州、国控广西等几十家二级分销商构建其商业网络。将化药化药工业企业置出予现代制药，保留部分股权。



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

## 2、国药一致（000028.SZ）



### 成长性、盈利能力和资产结构分析

● 国药一致净利润增长率一直保持稳健增长，成长性高于可比公司；近年来毛利率略有下降，因商业占比较高盈利能力低于可比公司。从历史看公司资产负债率较高，前几年都在80%左右，近年来呈下降趋势，但仍显著高于可比公司平均。

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016Q3
<b>营收增长率%</b>							
国药一致	18.80	15.81	18.89	17.70	13.00	8.51	8.85
国药股份	13.93	19.00	22.00	17.34	14.45	4.68	9.34
华东医药	14.66	24.07	30.97	14.67	13.34	14.67	17.11
平均	15.79	19.63	23.95	16.57	13.59	9.29	11.76
<b>净利润增长率%</b>							
国药一致	33.27	24.07	47.55	10.45	25.39	17.54	25.26
国药股份	36.54	-11.94	24.68	23.30	17.43	6.88	9.98
华东医药	-11.49	22.78	27.67	20.48	26.09	22.21	29.06
平均	19.44	11.64	33.30	18.08	22.97	15.54	21.43
<b>综合毛利率%</b>							
国药一致	8.72	8.82	8.90	8.32	8.15	7.78	7.17
国药股份	8.84	6.38	6.61	7.41	7.91	7.95	7.64
华东医药	18.76	19.63	19.54	20.20	21.98	23.98	25.23
平均	12.11	11.61	11.68	11.97	12.68	13.23	13.35
<b>销售净利率%</b>							
国药一致	2.02	2.17	2.69	2.52	2.80	3.03	3.46
国药股份	5.29	3.92	4.00	4.21	4.32	4.41	4.49
华东医药	4.41	4.37	4.26	4.47	4.98	5.30	6.64
平均	3.91	3.48	3.65	3.73	4.03	4.25	4.86
<b>资产负债率%</b>							
国药一致	82.06	81.39	80.22	79.05	62.19	57.89	58.62
国药股份	60.41	56.84	59.00	56.77	53.40	46.40	44.20
华东医药	68.38	69.29	64.18	60.71	72.04	71.59	48.15
平均	70.28	69.17	67.80	65.51	62.54	58.63	50.33

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

## 2、国药一致（000028.SZ）



### 竞争优势

- 国药一致作为两广地区医药分销龙头，分销网络强大，未来仍将稳定增长。本次重组后将国药控股旗下的部分医药商业企业整合，同时将国药一致旗下的医药工业企业整合到现代制药旗下，国药一致将重点发展医药商业，做为国药集团在全国范围内的批发零售平台。



### 国企改革预期

- 国药集团为国务院国资委选定的中央企业发展混合所有制经济和中央企业董事会行使高级管理人员选聘、业绩考核和薪酬管理三项职权的试点企业之一，国药一致已被纳入国药集团发展混合所有制经济的首批试点单位范围。国药一致也存在和国药股份同样的国企体制问题，员工持股比例在20%左右，后续有望提高持股比例，提升公司经营活力。
- 2016年9月，拟发行股份及现金收购南方医贸51%股权，向国药控股发行股份收购国大药房、佛山南海及广东新特药。同时出让部分化药工业企业股权予现代制药，向平安资管增发股份。



### 财务数据及预测

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	21,199.47	23,954.33	25,993.14	31,626.05	39,877.63	45,397.73
增长率(%)	17.7	12.99	8.51	21.67	26.09	13.84
归母净利润(百万)	520.49	652.5	761.31	952.82	1,115.21	1,280.25
增长率(%)	9.39	25.36	16.68	25.15	17.04	14.8
EPS	1.81	1.8	2.1	2.23	2.6	2.99
ROE(%)	23.19	13.69	13.96	13.17	13.72	14.27
PE	25.63	26.53	31.51	31.05	26.53	23.11
PEG	2.73	1.05	1.89	1.23	1.56	

### 3、现代制药（600420.SH）



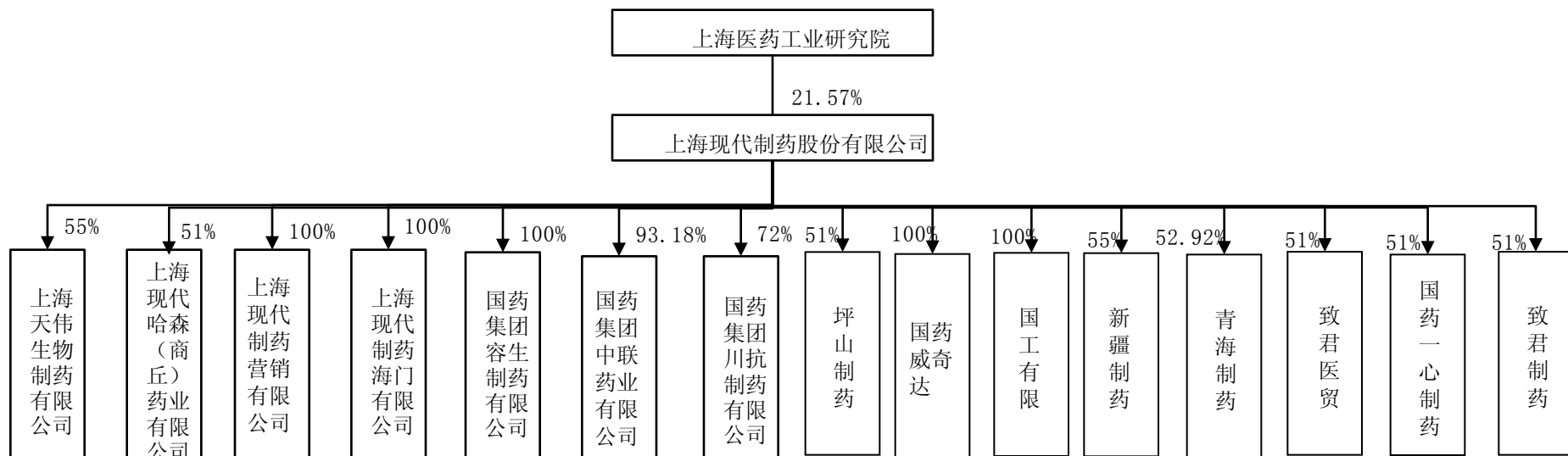
#### 公司简介

- 现代制药是上海医工院旗下的医药工业企业，依托大股东强大的医药研发能力，公司的产品覆盖原料药和制剂、药物新型制剂和生物药品三大领域，公司是国内具有很强实力的缓释药技术产品生产厂家。本次重组后，现代制药整合了国药集团旗下的化药制药企业，成为国药集团化药平台。



#### 股权结构

- 现代制药为中国医药工业研究总院的上海医工院旗下公司，本次重组后，上海医工院股权占比为21.57%，国药集团直接或间接持股59.09%。



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

### 3、现代制药（600420.SH）



#### 成长性、盈利能力和资产结构分析

● 现代制药营收和净利润增长率持续下降，成长性低于可比公司。毛利率和净利率略微上涨，但盈利能力低于可比公司，改善空间较大。资产负债率近年来略微下降，但仍然明显高于可比公司平均。

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016Q3
<b>营收增长率%</b>							
现代制药	22.22	19.65	17.87	6.73	16.98	-2.42	-5.00
丽珠集团	5.04	16.00	24.68	17.12	20.04	19.41	17.13
信立泰	52.75	13.65	24.00	27.26	23.85	20.64	10.19
平均	26.67	16.43	22.18	17.04	20.29	12.54	7.44
<b>净利润增长率%</b>							
现代制药	22.46	10.36	3.23	23.63	32.01	17.78	-13.77
丽珠集团	-11.93	-14.30	22.54	10.26	5.66	19.14	20.53
信立泰	64.83	14.05	56.75	31.11	25.22	21.69	11.69
平均	25.12	3.37	27.51	21.67	20.96	19.54	6.15
<b>综合毛利率%</b>							
现代制药	30.61	31.07	33.72	41.75	46.38	49.36	50.34
丽珠集团	52.82	55.80	60.20	63.31	61.35	61.10	64.61
信立泰	57.19	62.04	74.55	75.74	73.47	73.77	74.35
平均	46.87	49.64	56.16	60.27	60.40	61.41	63.10
<b>销售净利率%</b>							
现代制药	9.36	8.63	7.56	7.98	9.01	10.87	8.69
丽珠集团	16.59	12.26	12.05	11.34	9.99	9.96	11.41
信立泰	27.39	27.49	34.75	35.80	36.20	36.51	36.62
平均	17.78	16.13	18.12	18.38	18.40	19.11	18.90
<b>资产负债率%</b>							
现代制药	26.25	36.50	51.78	57.87	63.45	61.05	58.50
丽珠集团	27.93	34.57	43.55	45.10	44.10	40.45	34.59
信立泰	14.23	12.70	12.55	13.95	17.94	12.83	17.31
平均	22.80	27.92	35.96	38.98	41.83	38.11	36.80

### 3、现代制药（600420.SH）

#### ✓ 竞争优势

- 现代制药作为国药集团医工院旗下主要的医药工业资产，母公司为中国最强大的研发机构，具有强大的研发能力。

#### ✓ 国企改革预期

- 国药集团为国务院国资委选定的中央企业发展混合所有制经济和中央企业董事会行使高级管理人员选聘、业绩考核和薪酬管理三项职权的试点企业之一。
- 现代医药现已成为国药系化药平台，增发股份整合国药集团工业公司、威奇达药业、汕头金石制药、新疆制药（55%）、青海制药（52.92%）、一心制药（51%）、三益药业（51%）、致君（深圳）制药（51%）、坪山制药（51%）、致君医药贸易（51%）等资产。

#### ✓ 财务数据及预测

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	2,349.75	2,748.84	2,682.24	2,711.00	3,014.00	3,358.00
增长率(%)	17.08	16.98	-2.42	1.07	11.18	11.41
归母净利润(百万)	132.79	189.99	221.05	202	229	270
增长率(%)	3.85	43.08	16.35	-8.62	13.37	17.9
EPS	0.46	0.66	0.77	0.7	0.8	0.94
ROE(%)	13.34	16.28	16.64	13.7	13.9	14.5
PE	35.3	31.67	48.36	45.31	39.97	33.9
PEG	2.43	0.74	2.96	-5.26	2.99	1.89



## 4、天坛生物（600161.SZ）



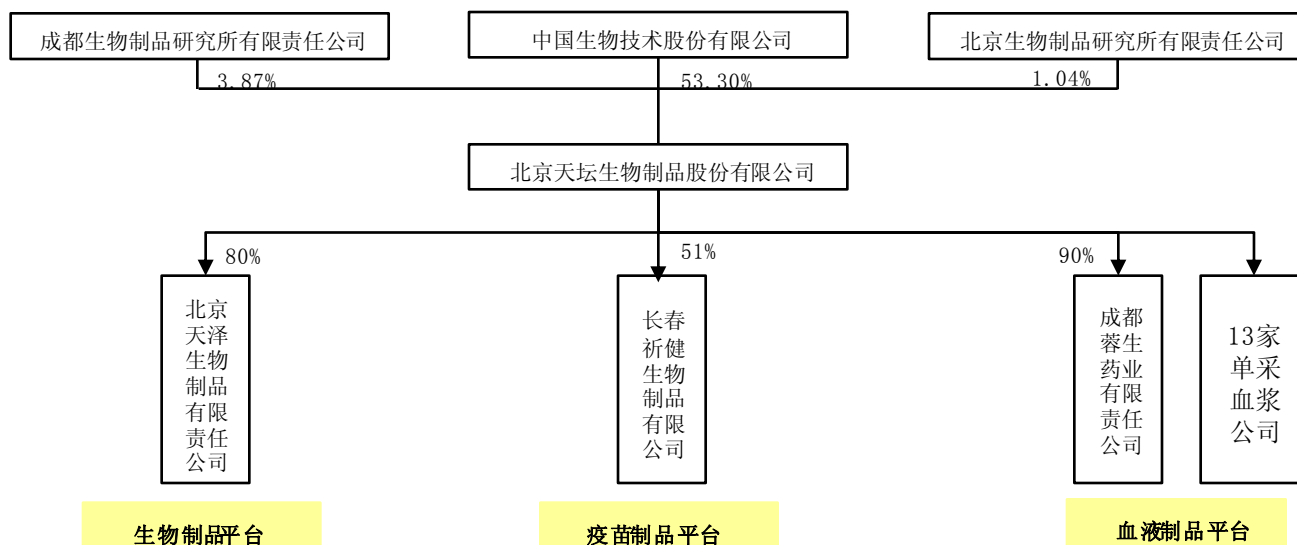
### 公司简介

- 公司是中国最大的生物制品研究和生产基地，是央企中国生物技术股份有限公司唯一的上市公司，也是国药集团旗下主要的生物医药平台，旗下包括生物制品、疫苗和血液制品的多家生产企业。目前公司正筹划将疫苗制品业务出售。



### 股权结构

- 公司的控股股东为中国生物技术股份有限公司，持股比例为53.3%。旗下包括生物制品平台北京天泽，疫苗制品平台长春祈健以及血制品平台成都蓉生药业及13家单采血浆公司



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

## 4、天坛生物（600161.SZ）



### 成长性、盈利能力和资产结构分析

● 天坛生物营收和净利润在14年和15年出现下降，但16年前三季度两项指标都大幅回升，16年前三季度净利润高于可比公司。毛利率和净利率略低于可比公司平均，近两年毛利率在50%左右，盈利能力与可比公司相当。资产负债率为60%左右，高于可比公司，资产结构有待改善。

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016Q3
<b>营收增长率%</b>							
天坛生物	9.27	15.98	7.74	22.24	-0.54	-11.42	8.15
华兰生物	3.37	-23.80	1.15	14.93	11.26	18.36	26.62
上海莱士	24.73	17.38	16.79	-25.10	165.88	52.56	8.36
平均	12.46	3.19	8.56	4.02	58.87	19.83	14.38
<b>净利润增长率%</b>							
天坛生物	-20.28	30.66	26.77	24.74	-50.99	-48.89	74.12
华兰生物	-7.57	-44.55	-18.54	51.44	13.26	8.05	31.45
上海莱士	35.56	7.58	12.25	-36.34	258.21	189.99	5.81
平均	2.57	-2.10	6.83	13.28	73.49	49.72	37.12
<b>综合毛利率%</b>							
天坛生物	58.19	61.02	59.63	56.83	57.68	48.60	50.93
华兰生物	76.69	70.23	59.88	60.76	61.85	57.95	61.52
上海莱士	62.86	58.97	60.47	64.69	62.56	61.38	64.33
平均	65.91	63.41	59.99	60.76	60.70	55.97	58.93
<b>销售净利率%</b>							
天坛生物	18.58	20.93	24.63	25.13	12.38	7.14	15.94
华兰生物	55.11	40.10	32.29	42.55	43.32	39.54	43.10
上海莱士	38.36	35.15	33.79	28.71	38.68	73.53	78.29
平均	37.35	32.06	30.23	32.13	31.46	40.07	45.78
<b>资产负债率%</b>							
天坛生物	53.35	55.14	63.02	61.38	63.13	60.29	59.44
华兰生物	6.60	5.63	4.45	9.13	3.55	3.41	4.38
上海莱士	10.65	8.15	15.62	30.05	8.05	7.30	9.12
平均	23.53	22.97	27.70	33.52	24.91	23.67	24.31

## 4、天坛生物（600161.SZ）

### ✓ 竞争优势

- 国药集团旗下唯一的生物制品企业，无论是研发实力还是生产能力都居于国内前列。

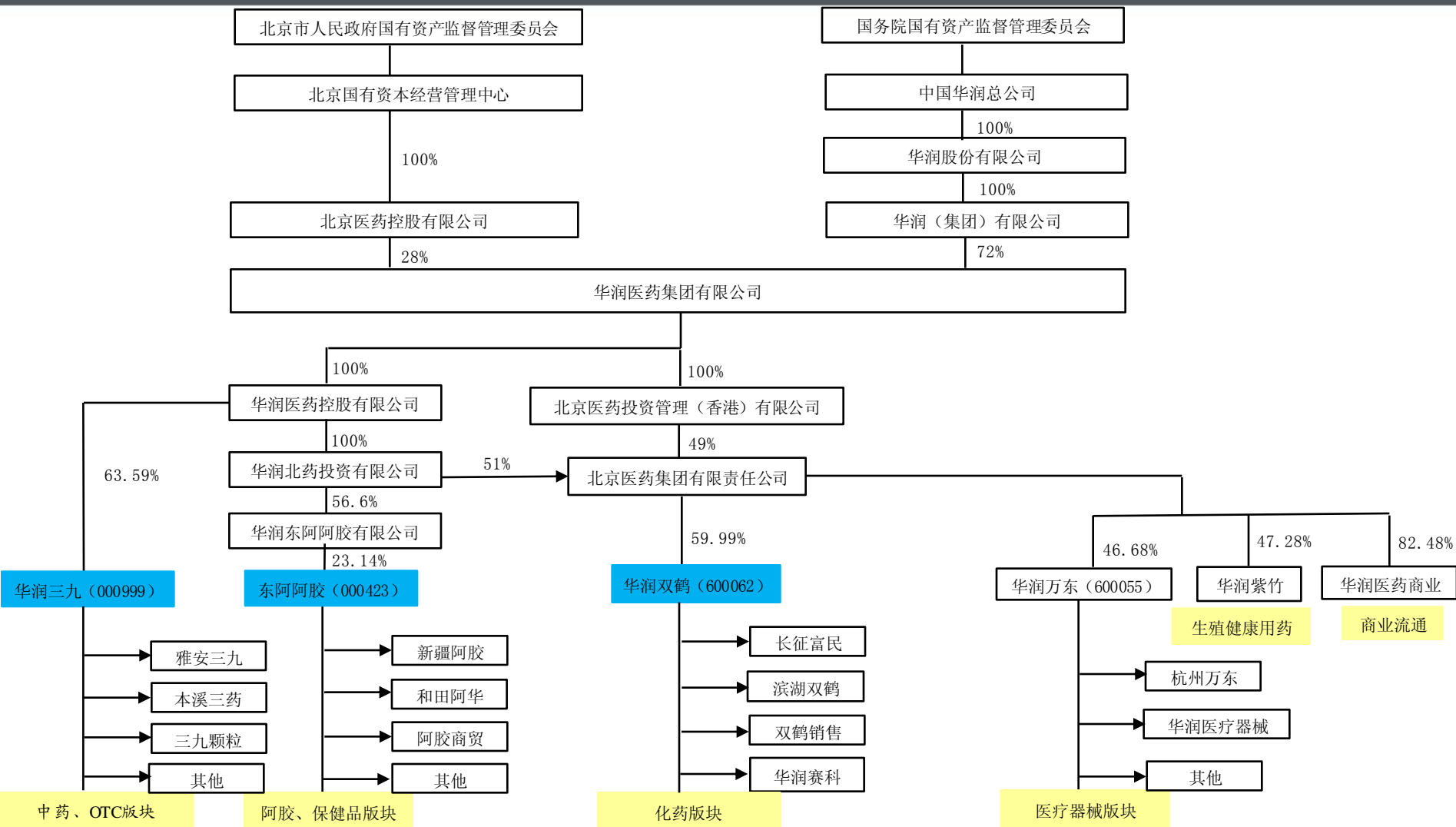
### ✓ 国企改革预期

- 国药集团为国务院国资委选定的中央企业发展混合所有制经济和中央企业董事会行使高级管理人员选聘、业绩考核和薪酬管理三项职权的试点企业之一。天坛生物作为主要的生物工业平台，也是国药集团下面生物制品唯一上市平台，其它六大生物制品研究所与公司整合预期强烈。
- 公司身处政策性垄断行业，16年前三季度净利润大幅提升，未来随着混合所有制改革提升公司经营效率以及获注入更高毛利产品有望提升业绩水平。
- 拟向中生集团出售疫苗业务，吸收其血制品业务，目前重组方案正在审核中。

### ✓ 财务数据及预测

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	1,836.50	1,826.55	1,617.99	1,781.26	2,182.30	2,678.67
增长率(%)	22.24	-0.54	-11.42	10.09	22.51	22.75
归母净利润(百万)	372.03	128.39	9.98	218.02	402.58	521.94
增长率(%)	22.01	-65.49	-92.23	2,085.20	84.65	29.65
EPS	0.72	0.25	0.02	0.42	0.78	1.01
ROE(%)	19.32	6.61	0.51	9.43	15.49	16.75
PE	29.46	103.62	1,804.64	93.14	50.45	38.91
PEG	1.34	-1.58	-19.57	0.04	0.6	1.31

## 二、华润医药集团资产板块梳理



# 1、华润三九（000999.SZ）



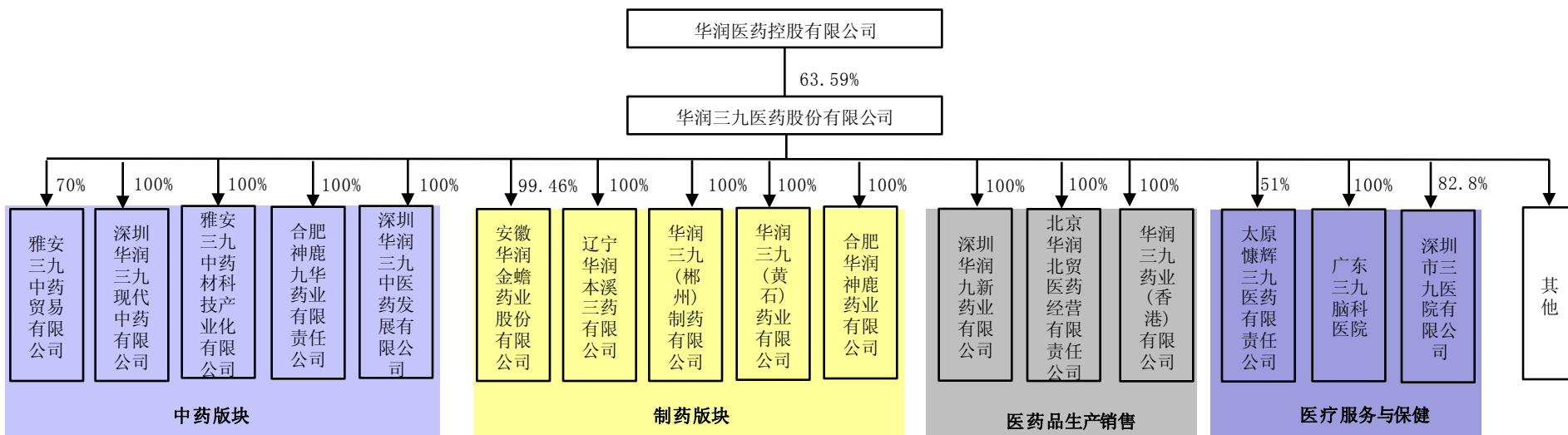
## 公司简介

- 华润三九是华润医药旗下子公司，涉及中成药、化学原料药、生物制品料等多个领域，产品辐射国内及多个海外国家和地区，OTC占主营业务的50%，“999”品牌是中国驰名商标。



## 股权结构

- 华润三九为华润医药旗下子公司，控股股东股权占比为63.59%。公司在中药版块有深圳三九、雅安三九、合肥神鹿九华药业等子公司，制药板块包括华润金蟾、华润本溪、华润神鹿等子公司，同时旗下还包括三九脑科等医疗服务机构。



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

# 1、华润三九（000999.SZ）



## 成长性、盈利能力和资产结构分析

华润三九营收增长率近年来呈上升趋势，净利润增长率不稳定，成长性低于可比公司。毛利率在60%左右浮动，盈利能力略高于可比公司。资产负债率呈上升趋势，高于可比公司均值，资产结构有待调整。

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016Q3
<b>营收增长率%</b>							
华润三九	-10.05	26.58	24.72	12.36	-0.23	8.57	11.84
云南某龙头国企	40.49	12.28	20.99	14.47	18.97	10.23	10.89
桂林三金	-11.47	18.13	12.89	10.76	-0.20	-6.45	11.51
平均	6.32	18.99	19.53	12.53	6.18	4.12	11.42
<b>净利润增长率%</b>							
华润三九	12.80	-5.12	32.63	12.35	-11.73	18.89	2.76
云南某龙头国企	52.06	30.72	30.69	46.69	7.58	10.34	10.41
桂林三金	-16.39	13.41	13.45	26.91	5.85	-15.33	11.54
平均	16.16	13.00	25.59	28.65	0.57	4.63	8.24
<b>综合毛利率%</b>							
华润三九	61.37	58.96	61.14	60.39	61.35	61.18	62.86
云南某龙头国企	30.48	29.97	30.02	29.70	30.16	30.53	31.01
桂林三金	72.33	71.51	70.43	72.75	71.69	72.53	72.39
平均	54.73	53.48	53.86	54.28	54.40	54.75	55.42
<b>销售净利率%</b>							
华润三九	19.68	14.75	15.69	15.57	14.73	16.14	14.25
云南某龙头国企	9.19	10.70	11.56	14.68	13.27	13.29	14.47
桂林三金	26.17	25.13	25.25	28.93	30.34	27.46	31.47
平均	18.35	16.86	17.50	19.73	19.45	18.96	20.06
<b>资产负债率%</b>							
华润三九	26.72	36.17	35.26	37.90	34.42	36.15	41.81
云南某龙头国企	42.17	38.89	34.10	29.91	30.88	29.87	33.16
桂林三金	9.16	9.91	16.39	18.08	16.64	15.10	13.10
平均	26.01	28.32	28.58	28.63	27.31	27.04	29.36

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

# 1、华润三九（000999.SZ）



## 竞争优势

- 华润三九是我国OTC行业的领军者，积极打造“1+N”品牌线、强化终端覆盖、不断提升产品力。公司产品覆盖领域广，产品线丰富。具有强大的渠道管理和终端覆盖优势。



## 国企改革预期

- 华润三九不断聚焦主业，积极打造“1+N”品牌线，华润三九旗下的非中药业务可能剥离，消除集团内部的同业竞争。兼并重组一直是公司的战略，加快整合进度，提升集中度，抢占优质资源，提升公司竞争力。
- 公司的负债率高于同业可比公司，可能通过引入投资者优化公司的资产结构。



## 财务数据及预测

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	7,801.60	7,276.59	7,900.19	9,045.01	10,430.48	11,651.43
增长率(%)	13.21	-6.73	8.57	14.49	15.32	11.71
归母净利润(百万)	1,181.10	1,035.89	1,249.23	1,297.96	1,518.97	1,722.17
增长率(%)	15.67	-6.57	20.59	3.9	17.03	13.38
EPS	1.21	1.06	1.28	1.33	1.55	1.76
ROE(%)	19.21	15.32	16.5	15.36	15.8	15.69
PE	20.63	21.41	21.39	18.65	15.94	14.06
PEG	1.25	-1.74	1.04	4.78	0.94	1.05





## 2、华润双鹤（600062.SH）



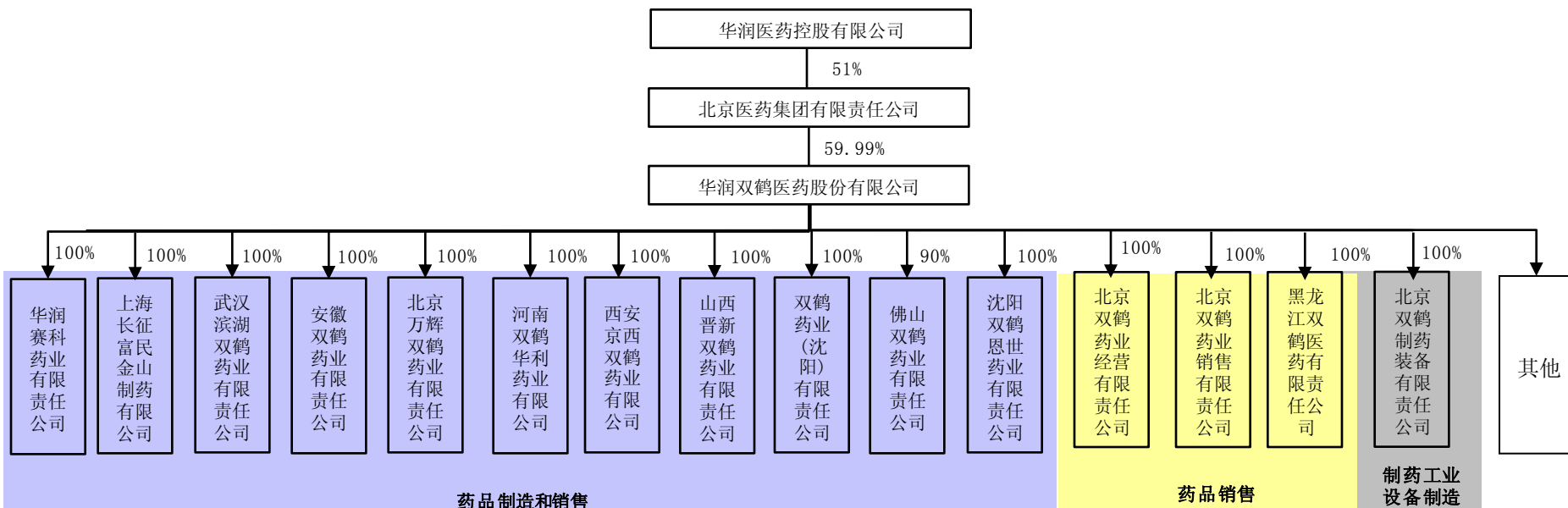
### 公司简介

- 华润双鹤是华润医药旗下子公司，是中国首家通过GMP认证的医药公司，主营业务涵盖新药开发、药物制造、医药经营及制药装备等领域。公司已战略性地构建了全国最大的输液供应基地、中国领先的全合成抗菌药生产基地、天然药物创新基地、全国性的药品销售服务体系四大支柱体系。



### 股权结构

- 华润双鹤是华润医药旗下子公司，控股股东北京国药集团股权占比为49.12%。公司药品制造和销售子公司有长征富民、滨湖双鹤等，销售公司有北京双鹤和黑龙江双鹤等。



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

## 2、华润双鹤（600062.SH）



### 成长性、盈利能力和资产结构分析

华润双鹤净利润增长率呈增长态势，成长性高于可比公司。毛利率和净利率在不断的提升，盈利能力高于可比公司。资产负债率不断的降低，资产结构不断优化，12年开始低于可比公司平均。

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016Q3
<b>营收增长率%</b>							
华润双鹤	6.53	18.94	9.49	-2.21	-37.36	-0.29	9.27
科伦药业	24.04	27.85	14.33	16.07	17.45	-3.24	7.47
华仁药业	17.24	19.81	38.67	54.30	5.72	20.63	12.77
平均	15.94	22.20	20.83	22.72	-4.73	5.70	9.83
<b>净利润增长率%</b>							
华润双鹤	15.01	3.66	14.12	38.52	-37.76	22.29	44.11
科伦药业	52.40	45.23	13.80	-0.20	-9.79	-44.97	16.13
华仁药业	25.59	14.73	11.89	24.03	-53.79	-60.51	-58.53
平均	31.00	21.21	13.27	20.79	-33.78	-27.73	0.57
<b>综合毛利率%</b>							
华润双鹤	36.18	32.30	33.31	34.60	48.47	51.87	52.66
科伦药业	41.05	42.79	42.67	45.66	42.57	41.96	41.53
华仁药业	56.59	56.27	56.16	53.15	48.18	44.88	41.87
平均	44.61	43.79	44.04	44.47	46.41	46.24	45.35
<b>销售净利率%</b>							
华润双鹤	9.93	8.66	9.02	12.78	12.70	12.94	14.94
科伦药业	16.43	18.67	18.58	15.98	12.27	6.98	9.19
华仁药业	22.56	21.60	17.43	14.01	6.13	2.01	1.40
平均	16.31	16.31	15.01	14.26	10.37	7.31	8.51
<b>资产负债率%</b>							
华润双鹤	24.58	28.53	27.68	17.66	14.12	17.12	14.38
科伦药业	19.78	24.22	39.29	44.15	48.26	50.57	51.59
华仁药业	4.13	4.47	24.97	38.34	43.56	47.61	47.75
平均	16.16	19.07	30.65	33.38	35.31	38.43	37.90

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

## 2、华润双鹤（600062.SH）

### ✓ 竞争优势

- 公司拥有丰富的产品线和品牌优势，聚焦在输液、心脑血管、内分泌和儿科领域；优质的产品质量和成本控制能力，0号产品获评“百姓安全用药放心药奖”，开展精益管理全员生产维护（TPM）；销售网络遍布全国，与优质商业客户合作，实现医疗终端全方位覆盖。

### ✓ 国企改革预期

- 华润双鹤是是华润医药集团里主要的化药生产销售公司，很有可能获得集团医药商业资产的注入，丰富已有品种和加强新品种的开发，促进公司持续增长。
- 2015年12月向北药集团定向增发1.5亿股并支付现金购买华润赛科100%股权。

### ✓ 财务数据及预测

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	6,834.57	4,280.96	5,138.40	5,871.78	6,578.14	7,388.95
增长率(%)	-2.21	-37.36	20.03	14.27	12.03	12.33
归母净利润(百万)	870.69	541.91	661.06	845.38	1,022.58	1,271.44
增长率(%)	41.71	-37.76	-10.26	27.88	20.96	24.34
EPS	1.52	0.95	0.91	1.17	1.41	1.75
ROE(%)	16.33	9.54	10.83	11.61	12.39	13.13
PE	14.69	21.37	25	20.23	16.73	13.45
PEG	0.35	-0.57	1.14	0.73	0.8	0.55

### 3、东阿阿胶（000423.SZ）



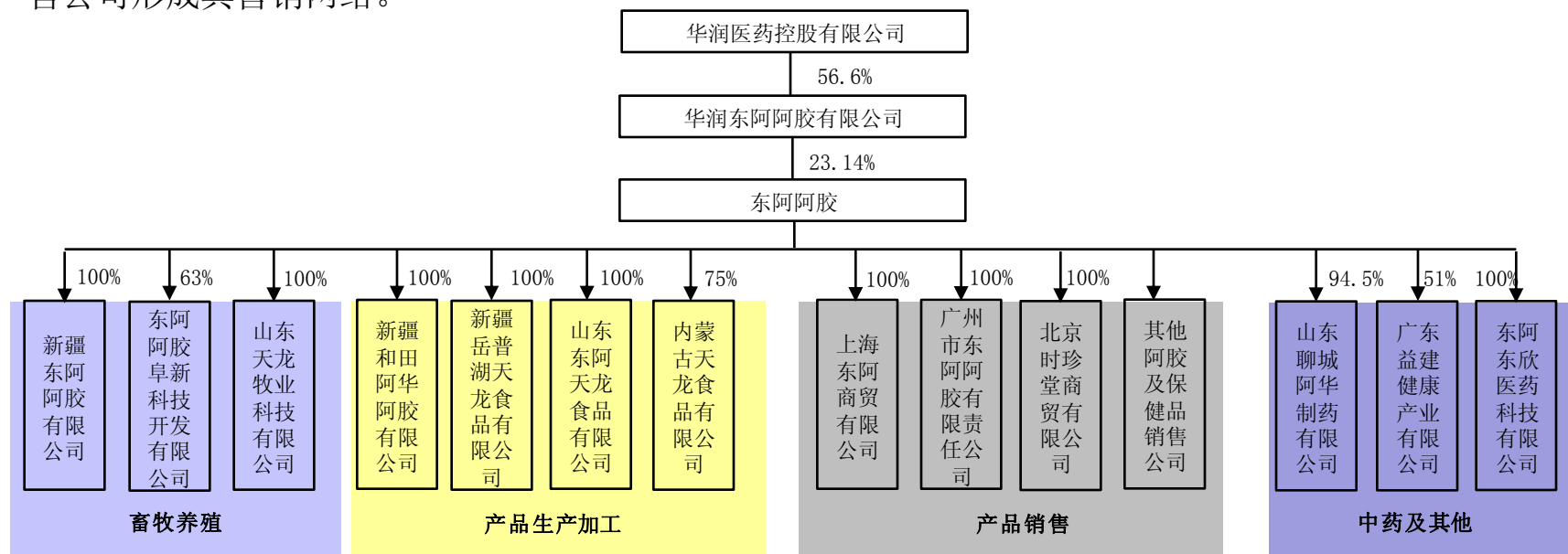
#### 公司简介

- 东阿阿胶是华润医药旗下子公司，以阿胶和保健品为核心业务，阿胶及系列占有主营业务83%。依托阿胶产业链延伸发展了从畜牧养殖到包装销售一体联动大型工业企业。



#### 股权结构

- 东阿阿胶是华润医药旗下子公司，控股股东股权占比为23.14%。公司控股新疆阿胶、阜新科技、天龙牧业等形成畜牧养殖源头，和田阿华等公司对阿胶及保健品产品进行生产加工，而各地的阿胶商贸销售公司形成其营销网络。



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

### 3、东阿阿胶（000423.SZ）



#### 成长性、盈利能力和资产结构分析

东阿阿胶营收、净利润保持增长态势，但16年前三季度营收、净利润增长有所下滑，成长性低于可比公司。毛利率和净利率比较稳定，维持在60%和30%，盈利能力强于可比公司。资产负债率较为稳定，低于可比公司平均。

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016Q3
<b>营收增长率%</b>							
东阿阿胶	17.88	11.98	10.77	31.42	-0.18	35.94	5.28
片仔癀	24.84	17.78	14.64	19.19	4.16	29.70	22.06
云南某龙头国企	40.49	12.28	20.99	14.47	18.97	10.23	10.89
平均	27.73	14.01	15.47	21.69	7.65	25.29	12.74
<b>净利润增长率%</b>							
东阿阿胶	45.95	46.48	21.06	15.77	12.51	19.35	8.51
片仔癀	49.48	31.76	36.66	22.97	1.58	5.81	28.83
云南某龙头国企	52.06	30.72	30.69	46.69	7.58	10.34	10.41
平均	49.16	36.32	29.47	28.48	7.22	11.83	15.92
<b>综合毛利率%</b>							
东阿阿胶	54.99	66.17	73.65	63.48	65.64	64.61	66.78
片仔癀	38.54	45.54	52.92	54.57	49.92	47.01	54.68
云南某龙头国企	30.48	29.97	30.02	29.70	30.16	30.53	31.01
平均	41.34	47.22	52.20	49.25	48.54	47.38	50.82
<b>销售净利率%</b>							
东阿阿胶	24.11	31.54	34.47	30.37	34.23	30.05	30.89
片仔癀	22.45	25.11	29.93	30.88	30.12	24.57	29.50
云南某龙头国企	9.19	10.70	11.56	14.68	13.27	13.29	14.47
平均	18.59	22.45	25.32	25.31	25.87	22.64	24.95
<b>资产负债率%</b>							
东阿阿胶	21.69	17.78	19.05	14.97	19.20	17.73	14.25
片仔癀	25.09	24.20	30.27	20.47	18.15	18.54	22.45
云南某龙头国企	42.17	38.89	34.10	29.91	30.88	29.87	33.16
平均	29.65	26.96	27.81	21.78	22.74	22.05	23.29

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

### 3、东阿阿胶（000423.SZ）



#### 竞争优势

- 东阿阿胶是全国规模最大(产量和出口量分别占全国的75%和95%以上)、工艺装备最先进、质量最佳的阿胶生产企业；公司地处阿胶发源地东阿县，拥有国家原产地标记注册认证及国内阿胶行业唯一代表性传承人资格；也拥有垄断性水资源；掌控全国驴皮资源90%以上，成为稀缺资源垄断型企业。
- 今年3月号获得商务部的直销经营许可证，这将对公司拓展产品销售渠道和销售范围产生积极的影响。



#### 国企改革预期

- 东阿阿胶作为华润医药集团以保健品为主要业务的公司，很可能从公司的医药板块资产梳理中受益，剥离除保健品之外的资产，逐步完善保健品的全产业链。
- 可能受益于集团层面的考核制度改革，设立股权激励计划。

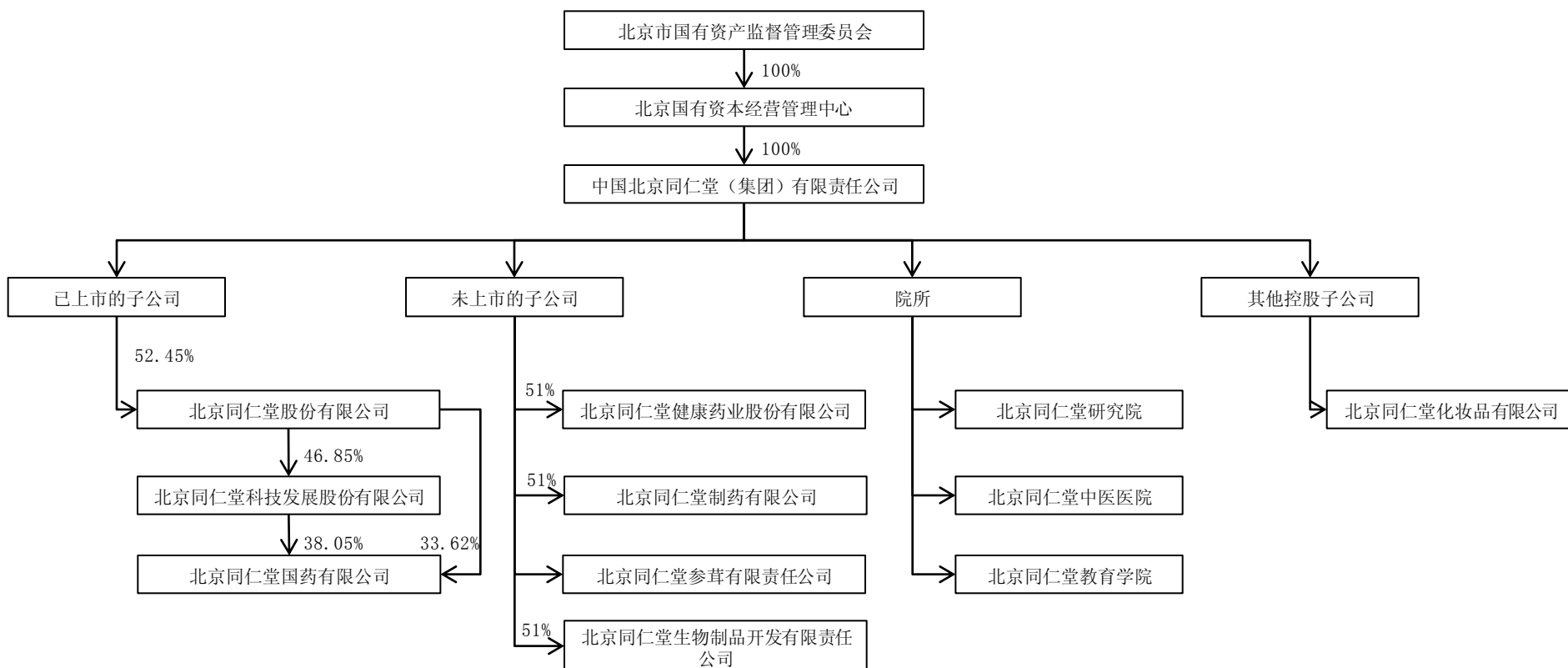


#### 财务数据及预测

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	4,016.30	4,009.01	5,449.66	6,138.22	7,107.71	8,213.16
增长率(%)	31.42	-0.18	35.94	12.63	15.79	15.55
归母净利润(百万)	1,202.88	1,365.55	1,625.03	1,837.18	2,139.06	2,458.68
增长率(%)	15.64	13.52	19	13.06	16.43	14.94
EPS	1.84	2.09	2.48	2.81	3.27	3.76
ROE(%)	24.05	23.06	23.17	22.07	21.22	20.18
PE	21.51	17.86	21.05	19.23	16.52	14.37
PEG	1.38	1.32	1.11	1.47	1.01	0.96



### 三、同仁堂集团资产板块梳理



资料来源：同仁堂网站、国信证券经济研究所整理

# 1、同仁堂（600085.SH）



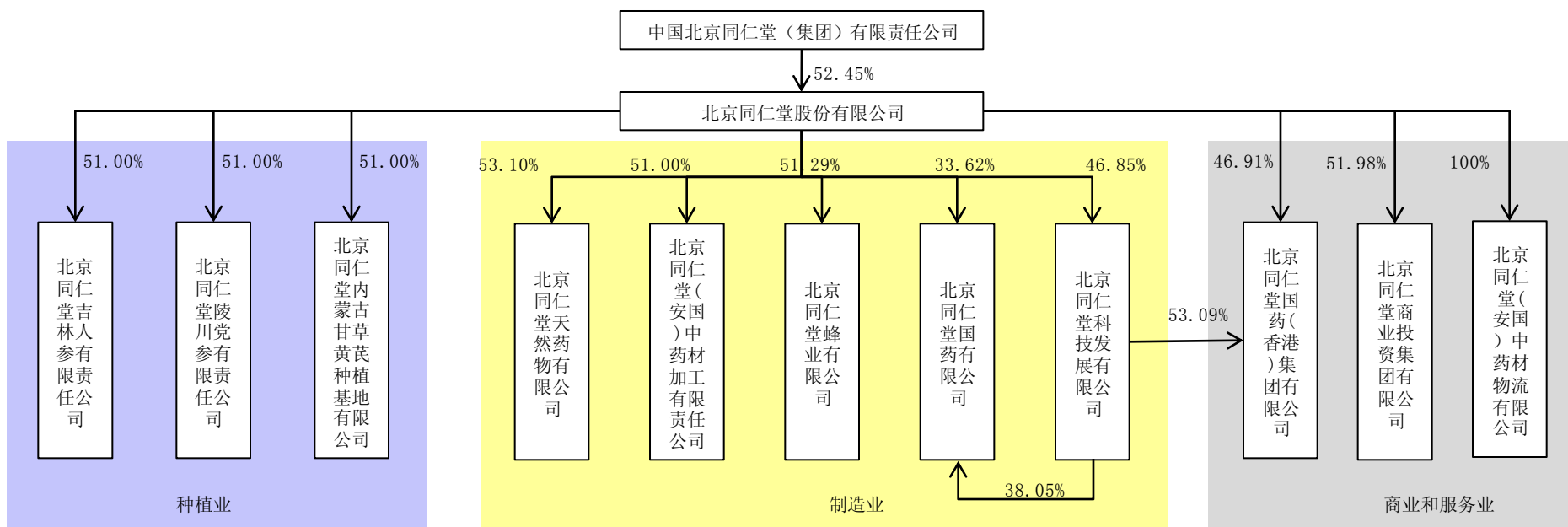
## 公司简介

- 同仁堂股份是同仁堂集团的第一大工业平台，已形成以OTC中药为核心，延伸健康保健产业，医药工商业一体化的布局。医药工业和医药商业分别占有主营收入的58%和42%。



## 股权结构

- 同仁堂股份为北京同仁堂（集团）有限责任公司旗下子公司，控股股东股权占比为52.45%。公司在中药种植、制造和商业服务产业链上参控股150余家子公司与孙公司。



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理



# 1、同仁堂（600085.SH）



## 成长性、盈利能力和资产结构分析

同仁堂近年来营收增长率逐步下降，成长性低于可比公司。毛利率近两年呈上升趋势，与可比公司相比，同仁堂的综合毛利率和销售净利率处于较低的水平，主要是商业利润率低所致，整体盈利能力低于可比公司。资产负债率由于商业占款高而高于可比公司均值。

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016Q3
<b>营收增长率%</b>							
同仁堂	16.30	23.58	22.85	15.94	11.14	11.59	11.14
片仔癀	24.84	17.78	14.64	19.19	4.16	29.70	22.06
东阿阿胶	17.88	11.98	10.77	31.42	-0.18	35.94	5.28
平均	19.67	17.78	16.09	22.18	5.04	25.74	12.83
<b>净利润增长率%</b>							
同仁堂	21.32	38.96	34.21	21.41	17.56	16.84	13.98
片仔癀	49.48	31.76	36.66	22.97	1.58	5.81	28.83
东阿阿胶	45.95	46.48	21.06	15.77	12.51	19.35	8.51
平均	38.92	39.07	30.64	20.05	10.55	14.00	17.11
<b>综合毛利率%</b>							
同仁堂	45.41	41.00	43.91	42.87	43.17	46.08	47.76
片仔癀	38.54	45.54	52.92	54.57	49.92	47.01	54.68
东阿阿胶	54.99	66.17	73.65	63.48	65.54	64.61	66.78
平均	46.31	50.90	56.83	53.64	52.88	52.56	56.41
<b>销售净利率%</b>							
同仁堂	12.32	10.72	11.71	12.24	12.95	13.55	14.46
片仔癀	22.45	25.11	29.93	30.88	30.12	24.57	29.50
东阿阿胶	24.11	31.54	34.47	30.37	34.23	30.05	30.89
平均	19.63	22.46	25.37	24.50	25.77	22.73	24.95
<b>资产负债率%</b>							
同仁堂	23.10	34.36	42.03	34.21	33.21	24.19	29.63
片仔癀	25.09	24.20	30.27	20.47	18.15	18.54	22.45
东阿阿胶	21.69	17.78	19.05	14.97	19.20	17.73	14.25
平均	23.29	25.45	30.45	23.22	23.52	20.15	22.11

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

# 1、同仁堂（600085.SH）



## 竞争优势

- 同仁堂是中药的第一品牌，有明显的品牌溢价力和品种优质优势，多个产品的工艺和配方都进入国家保护范围。同时公司拥有450家连锁药店，构建了自有营销网络，强化了渠道控制力，促进了重点品种规模优势的形成。



## 国企改革预期

- 北京市14年8月28日出台了《全面深化市属国资国企改革意见》，公司所在的医药制造和商业属于竞争类企业范围，要做到以市场为导向，经济效益最大化，就有可能需要采用混合所有制、股权激励和员工持股等管理方式。
- 作为中药领域的龙头企业，公司拥有“同仁堂”的品牌和资源，超过800个产品生产批号就是未被挖掘的宝藏。若有员工股权激励，打造更加市场化的管理团队，将可充分挖掘独家资源并扩大品牌延伸能力，加速公司成长并提高盈利能力。



## 财务数据及预测

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	8,714.65	9,685.87	10,808.76	12,234.50	13,827.25	15,763.00
增长率(%)	16.13	11.14	11.59	13.19	13.02	14
归母净利润(百万)	656.01	763.67	875.18	1,009.75	1,149.50	1,308.50
增长率(%)	15.08	16.41	14.6	15.38	13.84	13.83
EPS	0.5	0.58	0.64	0.74	0.84	0.95
ROE(%)	13.07	13.84	12.3	11.46	11.56	10.3
PE	42.77	38.51	69.91	41.97	36.87	32.39
PEG	2.84	2.35	4.79	2.73	2.66	2.34

## 2、同仁堂科技（1666.HK）



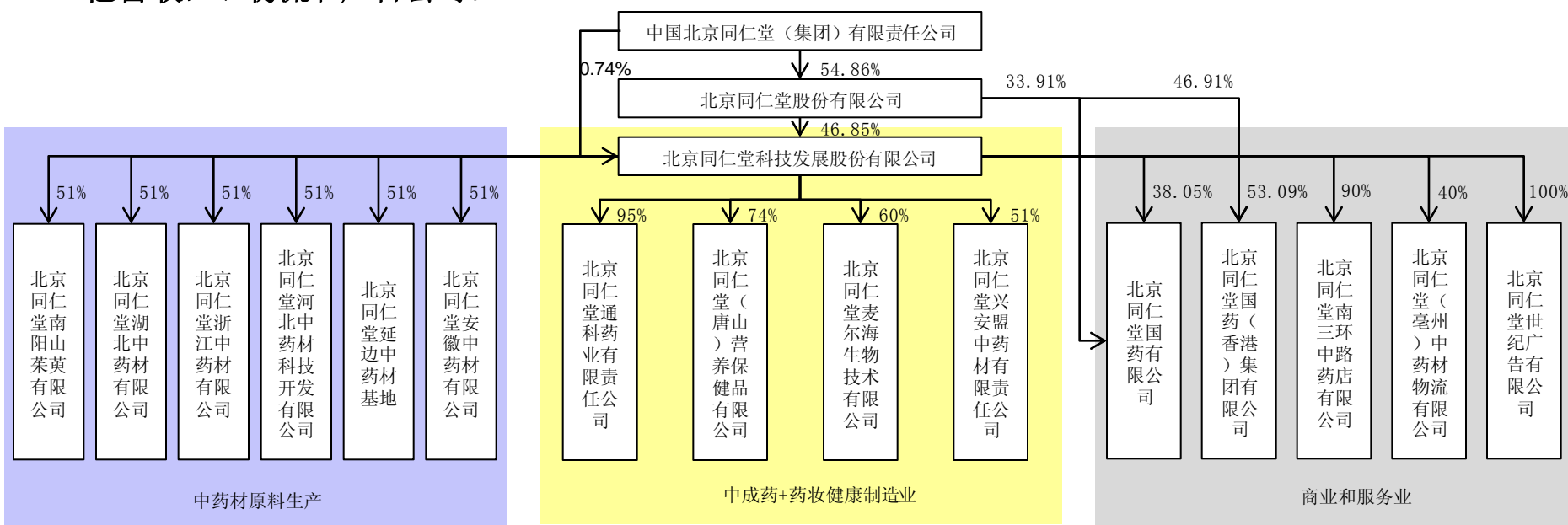
### 公司简介

- 同仁堂科技是同仁堂集团的第二大工业平台，目前拥有20多个剂型，200多个品种，并有多条传统产品的二次研发线。同仁堂科技秉承优品优质传统，融合现代制药技术，致力于中药现代化并延伸药妆健康品线



### 股权结构

- 同仁堂科技由同仁堂股份控股，并同时控股同仁堂国药（香港）和同仁堂国药。同仁堂科技自身以现代中药制造为核心，旗下有4家中药+药妆健康制造公司和6家中药材原料生产公司，并有南三环中路药店（近1亿营收）、物流和广告公司。



## 2、同仁堂科技（1666.HK）



### 成长性、盈利能力和资产结构分析

同仁堂科技营收增速13年开始有所回落，略低于可比公司均值。毛利率稳定在49%左右，净利率大幅提升至18%，高于可比公司均值。资产负债率呈下降趋势，低于可比公司均值。

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016Q3
<b>营收增长率%</b>							
同仁堂科技	20.72	22.64	26.37	18.95	14.79	19.33	
中新药业	20.57	26.44	16.80	17.16	17.92	-0.09	-5.64
康恩贝	27.93	12.20	20.96	6.97	22.48	48.03	21.07
平均	23.07	20.43	21.38	14.36	18.40	22.43	7.71
<b>净利润增长率%</b>							
同仁堂科技					22.50	20.39	
中新药业	16.71	-16.91	71.91	-21.32	5.23	20.67	0.55
康恩贝	90.90	52.59	11.87	32.50	60.22	-30.79	-34.40
平均	53.805	17.84	41.89	5.59	29.31	3.42	-16.93
<b>综合毛利率%</b>							
同仁堂科技	48.25	48.41	50.86	49.52	48.34	49.94	
中新药业	38.49	35.66	34.91	31.88	30.35	29.52	31.44
康恩贝	61.65	65.85	66.66	67.79	69.16	53.19	47.48
平均	49.47	49.97	50.81	49.73	49.28	44.22	39.46
<b>销售净利率%</b>							
同仁堂科技	12.56	13.15	13.49	13.40	18.45	18.61	
中新药业	9.24	6.07	8.93	6.00	5.35	6.47	7.16
康恩贝	11.16	14.44	12.54	15.53	20.32	9.50	9.65
平均	10.99	11.22	11.66	11.64	14.71	11.53	8.41
<b>资产负债率%</b>							
同仁堂科技	20.17	31.19	29.81	22.14	19.81	16.66	
中新药业	45.60	46.78	48.45	51.07	45.81	32.36	30.56
康恩贝	30.34	45.54	46.23	41.81	46.49	52.29	53.59
平均	32.04	41.17	41.50	38.34	37.37	33.77	42.08

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

## 2、同仁堂科技（1666.HK）



### 竞争优势

- 同仁堂科技同样具有明显的品牌溢价力，旗下200多个品种，包括六味地黄丸和牛黄解毒片等大品种。公司的现代制药技术提升了传统中药的科技含量；延伸药妆和保健食品有强大的研发能力和品牌资源作为依托。



### 国企改革预期

- 北京市14年8月28日出台了《全面深化市属国资国企改革意见》，公司所在的医药制造和商业属于竞争类企业范围，要做到以市场为导向，经济效益最大化，就有可能需要采用混合所有制、股权激励和员工持股等管理方式。
- 作为中药OTC的龙头企业，公司拥有“同仁堂”的品牌和资源，并且拥有同仁堂旗下最具科技实力的研发团队。若有员工股权激励，打造更加市场化的管理和研发团队，将可充分挖掘独家资源并扩大品牌延伸能力，加速公司成长并提高盈利能力。



### 财务数据及预测

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	2,910.75	3,341.17	3,987.12	4,625.80	5,380.61	6,050.18
增长率(%)	18.95	14.79	19.33	16.02	16.32	12.44
归母净利润(百万)	390.09	462.19	540.48	636.7	742.31	813.35
增长率(%)	18.15	18.48	16.94	17.8	16.59	9.57
EPS	0.65	0.36	0.42	0.5	0.58	0.64
ROE(%)	11.98	13.02	13.65	11.8	12.4	--
PE	36.97	31.3	28.43	25.72	22.06	20.13
PEG	1.08	1.21	1.37	1.62	1.49	2.36

### 3、同仁堂国药（8138.HK）



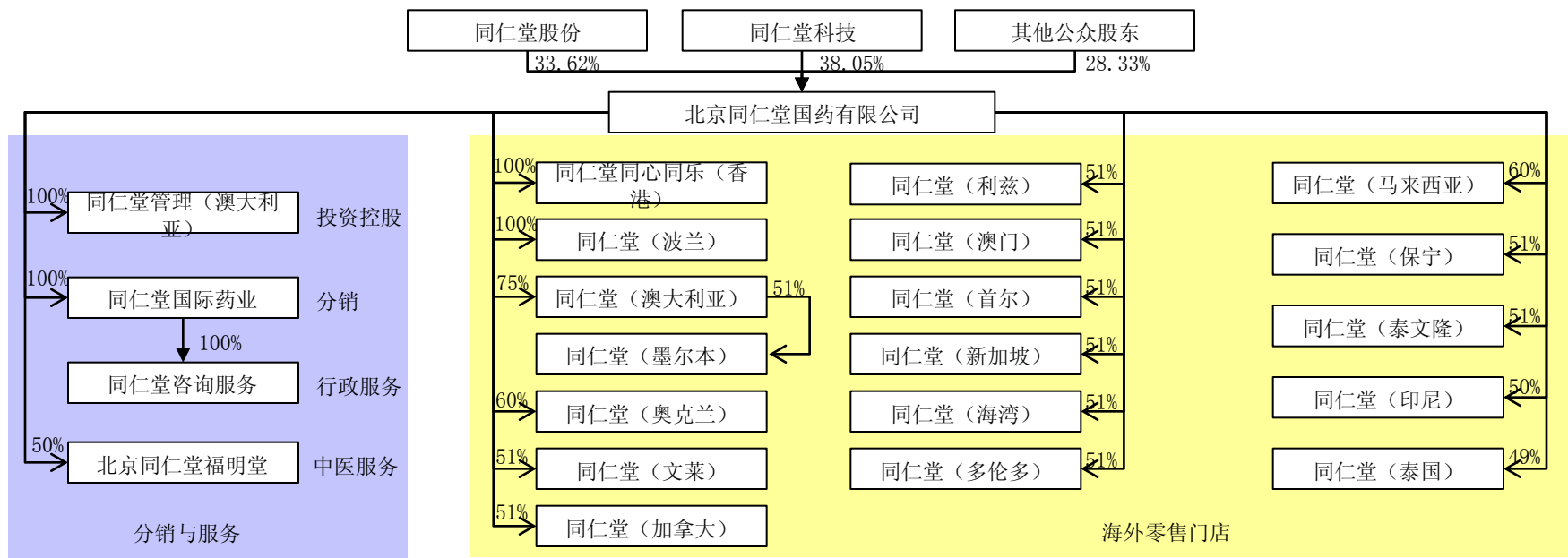
#### 公司简介

- 同仁堂国药是同仁堂集团的海外发展平台，负责所有同仁堂产品的海外销售及生产和中医服务的海外推广。目前同仁堂国药在海外15个国家和地区有56家海外零售店，同时有中药批发、特许权和代理费收入。



#### 股权结构

- 同仁堂国药由同仁堂股份和科技分别持股33.62%和38.05%，旗下有海外零售门店子公司18家、1家投资公司，1家分销和行政服务公司，以及1家中医服务公司。



### 3、同仁堂国药（8138.HK）



#### 成长性、盈利能力和资产结构分析

同仁堂国药营收和净利润均呈现高速增长，14年以来虽有所减缓，但仍有高于可比公司均值。毛利率和净利润稳中有升，分别高达70%和40%以上，同样远超同行。资产负债率持续下滑，15年仅为5.82%，远低于同行平均，债务风险极低，仍有极大的杠杆空间。

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016Q3
<b>营收增长率%</b>							
同仁堂国药			82.49	71.06	23.96	27.52	12.98
位元堂	20.82	17.6	7.51	7.02		-0.69	
江中药业	35.64	3.26	20.57	-12.97	2.03	-8.35	-42.06
平均	28.23	10.43	36.85	21.7	12.99	6.16	-14.54
<b>净利润增长率%</b>							
同仁堂国药			2617.01	147.24	30.51		
位元堂	116.46	-328.91	165.41	13.32			
江中药业	33.35	-22.70	8.28	-40.03	91.8		
平均	74.91	-175.8	930.23	40.18	61.16		
<b>综合毛利率%</b>							
同仁堂国药		66.99	69.87	68.42	71.35	70.16	73.74
位元堂	47.16	47.12	45.18	45.01		44.86	
江中药业	43.91	33.50	37.87	37.69	52.80	50.49	71.74
平均	45.54	49.20	50.98	50.37	62.08	55.17	72.74
<b>销售净利率%</b>							
同仁堂国药		29.74	42.94	35.70	38.65	38.45	42.80
位元堂	15.37	-29.95	18.22	18.75		3.03	
江中药业	10.21	8.76	7.11	6.25	9.41	14.17	23.41
平均	12.79	2.85	22.76	20.23	24.03	18.55	33.11
<b>资产负债率%</b>							
同仁堂国药		15.69	16.59	7.12	5.86	5.82	
位元堂	10.66	15.89	17.90	21.63		28.04	
江中药业	29.01	25.92	36.41	28.71	35.88	12.09	12.50
平均	19.83	19.17	23.64	19.15	20.87	15.32	12.50

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

### 3、同仁堂国药（8138.HK）



#### 竞争优势

- 同仁堂国药分销和销售的品种均有大幅溢价，自产的灵芝孢子粉胶囊和安宫牛黄丸海外需求强劲。完善的海外销售网络使得公司成为中药“一带一路”的最佳标的。公司还强化中医服务，以中医文化带动销售的模式可开拓更广阔海外市场空间



#### 国企改革预期

- 北京市14年8月28日出台了《全面深化市属国资国企改革意见》，公司所在的医药制造和商业属于竞争类企业范围，要做到以市场为导向，经济效益最大化，就有可能需要采用混合所有制、股权激励和员工持股等管理方式。
- 作为全球中药领军企业，公司拥有优质的“同仁堂”品牌和资源，并已有领先同行的海外销售网络。若有员工股权激励或混合所有制改革，将有机会打造更加市场化销售管理团队，加速海外扩张并提升中医服务质量。

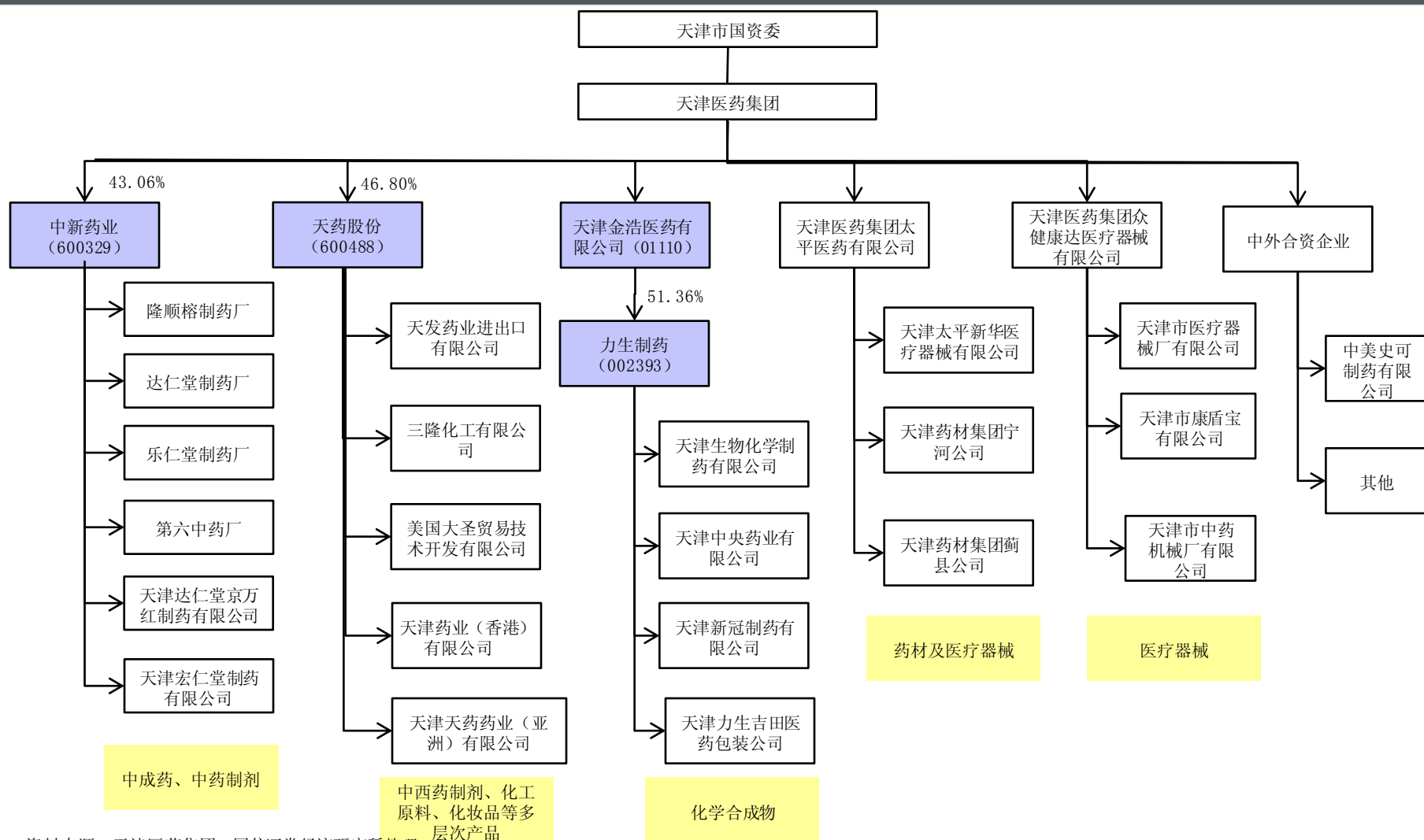


#### 财务数据及预测

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	616.33	762.55	974.09	1,107.00	1,283.00	--
增长率(%)	69.73	23.72	27.74	13.65	15.9	--
归母净利润(百万)	220	287.12	354.25	443	514	--
增长率(%)	41.09	30.51	23.38	25.05	16.03	--
EPS	0.29	0.35	0.42	0.53	0.61	--
ROE(%)	17.27	19.33	19.51	21.2	20.8	--
PE	41.7	31.95	25.9	20.71	17.85	--
PEG	--	0.76	0.77	0.83	1.11	--



## 四、天津医药集团资产梳理



资料来源：天津医药集团、国信证券经济研究所整理

# 1、中新药业（600329.SH）



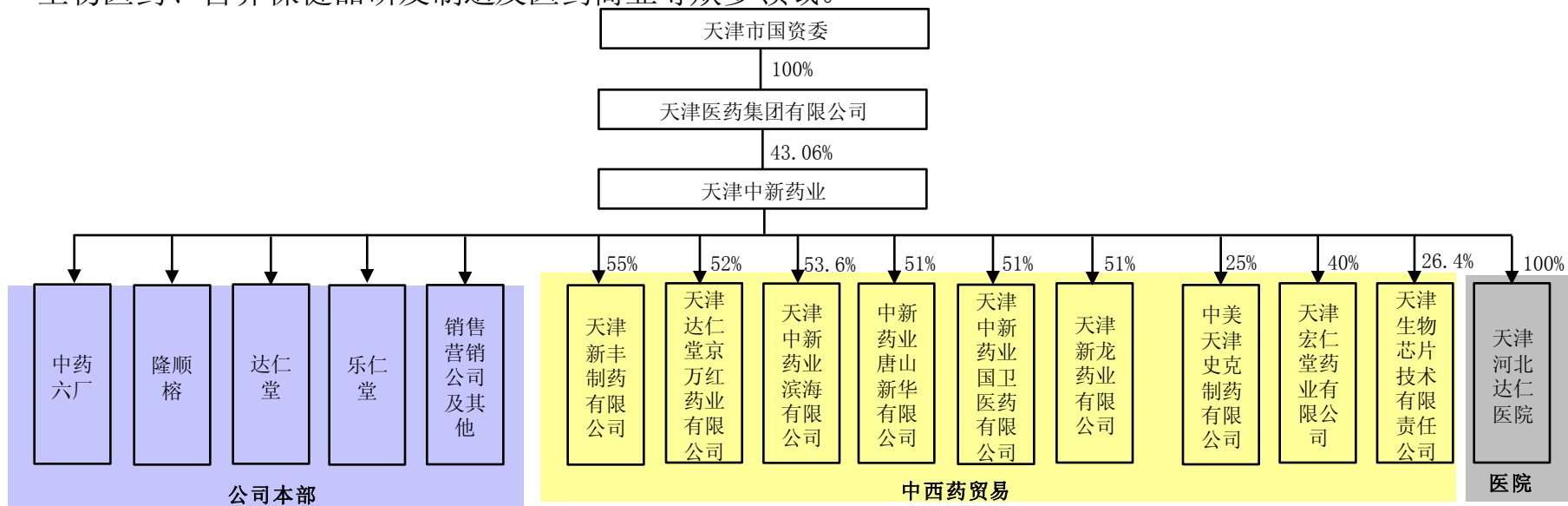
## 公司简介

- 中新药业是天津医药集团旗下子公司，以中药为核心业务，涵盖中成药、中药材、化学原料及制剂、生物医药、营养保健品研发制造及医药商业等领域，形成完整的产业链。旗下天津隆顺榕等中华老字号和中药六厂等现代中药标志企业同时并存并荣。



## 股权结构

- 中新药业是天津医药集团旗下子公司，控股股东股权占比为43.06%。公司本部下属中药六厂、隆顺榕、达仁堂和乐仁堂。拥有40余家分公司及参、控股公司，业务涵盖中成药、中药材、化学原料及制剂、生物医药、营养保健品研发制造及医药商业等众多领域。



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

# 1、中新药业（600329.SH）



## 成长性、盈利能力和资产结构分析

中新药业营收增长率呈下降趋势，成长性低于可比公司。毛利率稳定在30%左右，净利率在6%-9%之间，低于可比公司均值。资产负债率呈下降趋势，低于可比公司均值。

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016Q3
<b>营收增长率%</b>							
中新药业	20.57	26.44	16.80	17.16	17.92	-0.09	-5.64
同仁堂	16.30	23.58	22.85	15.94	11.14	11.59	11.14
康美药业	39.19	83.77	83.62	19.65	19.39	13.28	22.30
平均	25.35	44.60	41.09	17.58	16.15	8.26	9.26
<b>净利润增长率%</b>							
中新药业	16.71	-16.91	71.91	-21.32	5.23	20.67	0.55
同仁堂	21.32	38.96	34.21	21.41	17.56	16.84	13.98
康美药业	42.67	40.48	43.39	30.46	21.56	20.59	22.72
平均	26.90	20.85	49.84	10.18	14.78	19.36	12.42
<b>综合毛利率%</b>							
中新药业	38.49	35.66	34.91	31.88	30.35	29.52	31.44
同仁堂	45.41	41.00	43.91	42.87	43.17	46.08	47.76
康美药业	36.50	30.18	25.16	26.10	26.21	28.34	29.02
平均	40.13	35.61	34.66	33.62	33.24	34.65	36.07
<b>销售净利率%</b>							
中新药业	9.24	6.07	8.93	6.00	5.35	6.47	7.16
同仁堂	12.32	10.72	11.71	12.24	12.95	13.55	14.46
康美药业	21.62	16.53	12.91	14.08	14.33	15.26	15.72
平均	14.39	11.11	11.18	10.77	10.88	11.76	12.45
<b>资产负债率%</b>							
中新药业	45.60	46.78	48.45	51.07	45.81	32.36	30.56
同仁堂	23.10	34.36	42.03	34.21	33.21	24.19	29.63
康美药业	39.99	39.31	41.07	45.93	40.03	50.56	46.10
平均	36.23	40.15	43.85	43.74	39.68	35.70	35.43

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

# 1、中新药业（600329.SH）

## ✓ 竞争优势

- 中新药业集中药生产和医药商贸为一体，旗下拥有“乐仁堂”、“达仁堂”等多个中华老字号，品牌优势明显。同时公司拥有遍及全国的原材料采购、药品销售网络以及垄断天津的零售网络(中新大药房、达仁堂等)，有很强的管理和销售能力。

## ✓ 国企改革预期

- 2014年公司大股东增持公司股票，彰显对对公司的信心。同时集团层面规定不会从事与中新药业及其子公司、分公司构成竞争的业务。公司可以通过适当方式优先收购本公司及本公司控制的相关企业持有的有关股权、资产和业务。
- 国资股东增持S股；拟向华安未来资管等6方非公开增发2900万股，获得8.1亿
- 中新药业作为天津医药集团专注中药的上市公司，可能经由集团层面的考核制度改革而获得激励计划的红利。
- 公司管理层支持改革，可以持续关注中环股份和天药股份进展。

## ✓ 财务数据及预测

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	6,010.14	7,086.88	7,080.55	6,878.00	7,535.67	8,417.00
增长率(%)	17.16	17.92	-0.09	-2.86	9.56	11.7
归母净利润(百万)	351.79	357.8	451.44	472.08	579.04	746.67
增长率(%)	-20.28	1.71	26.17	4.57	22.66	28.95
EPS	0.48	0.48	0.59	0.61	0.75	0.97
ROE(%)	14.55	12.95	11.51	10.97	12.2	13.24
PE	26.52	31.53	36.07	29.89	24.37	18.9
PEG	-1.31	18.47	1.38	6.54	1.08	0.65

## 2、天药股份（600488.SH）



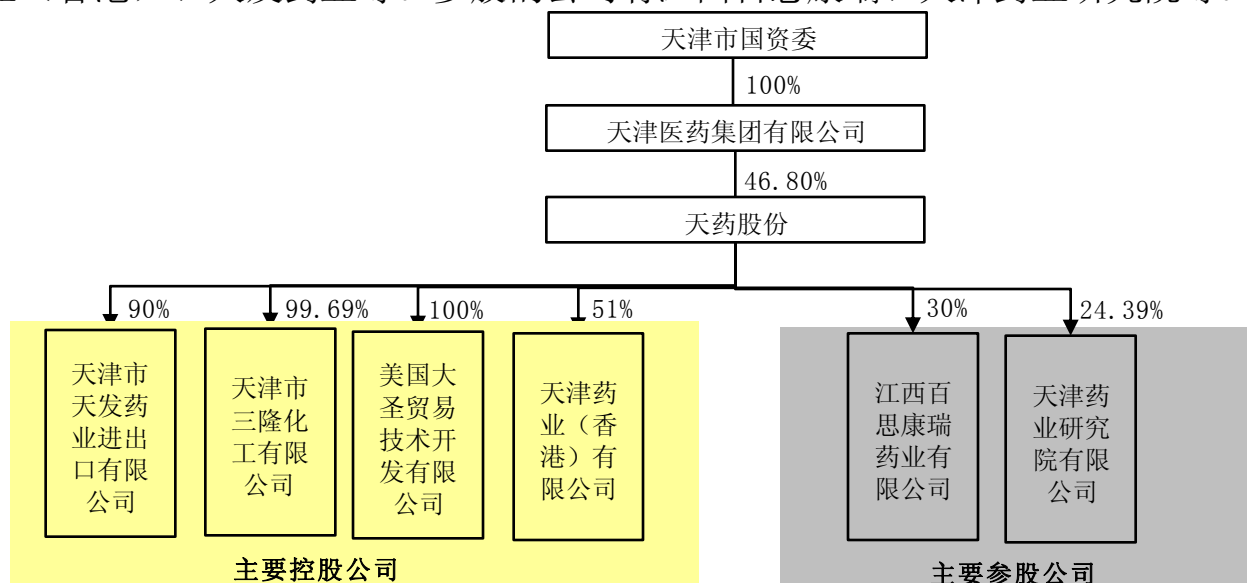
### 公司简介

- 公司是中国首家获得皮质激素类原料药GMP认证和天津市第一家整体通过国家GMP认证的原料药生产企业，是亚洲最大的甾体皮质激素类药物科研、生产、出口基地。公司主要生产皮质激素类原料药、心脑血管原料药，镇痛原料药及制剂药物共40多个品种，其中多种产品通过了美国FDA认证和欧洲药典委员会认证，成为了美国辉瑞等大型跨国公司的合格供应商。



### 股权结构

- 天药股份是天津医药集团旗下子公司，控股股东股权占比为46.80%。主要控股的公司有三隆化工、天津药业（香港）、天发药业等。参股的公司有江西百思康瑞、天津药业研究院等。



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

## 2、天药股份（600488.SH）



### 成长性、盈利能力和资产结构分析

天药股份营收增长率和净利润增长率有所降低，成长性低于可比公司，毛利和净利均远低于可比公司，盈利能力有待提高，资产负债率低于可比公司均值，可适当提高。

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016Q3
<b>营收增长率%</b>							
天药股份	27.18	25.73	15.80	-16.41	-6.19	1.14	-17.98
复星医药	17.64	42.37	13.19	36.18	20.30	4.85	17.24
海思科	20.02	3.93	32.70	23.72	21.99	0.15	15.95
平均	21.61	24.01	20.56	14.49	12.03	2.05	5.07
<b>净利润增长率%</b>							
天药股份	38.34	2.52	3.99	-47.43	66.78	-9.13	-29.50
复星医药	-60.99	38.44	32.81	30.48	-1.25	21.13	16.35
海思科	7.77	2.14	41.87	17.19	-13.23	-17.40	12.24
平均	-4.96	14.36	26.22	0.08	17.43	-1.80	-0.30
<b>综合毛利率%</b>							
天药股份	23.13	18.55	16.78	13.77	15.38	16.18	17.85
复星医药	34.48	38.46	43.78	44.55	44.13	49.97	53.80
海思科	65.66	66.75	74.53	72.92	69.73	67.06	71.66
平均	41.09	41.25	45.03	43.75	43.08	44.40	47.77
<b>销售净利率%</b>							
天药股份	8.23	6.71	6.02	3.51	6.24	5.61	5.69
复星医药	21.96	21.35	25.06	24.01	19.71	22.77	23.81
海思科	52.57	51.67	55.24	52.32	37.22	30.69	32.97
平均	27.59	26.58	28.77	26.61	21.06	19.69	20.82
<b>资产负债率%</b>							
天药股份	44.12	30.20	29.06	25.25	17.31	19.27	17.88
复星医药	44.15	48.99	40.00	40.07	45.94	45.89	46.47
海思科	28.07	13.02	12.25	21.58	26.70	33.18	37.96
平均	38.78	30.74	27.10	28.97	29.98	32.78	34.10

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

## 2、天药股份（600488.SH）



### 竞争优势

- 公司主导产品地塞米松(皮质激素类药物)系列工艺技术和产品质量达到国际先进水平，利用低成本和服务优势，占领了地塞米松的亚洲市场，并打开了欧美市场；公司皮质激素类原料药年生产能力达到200吨以上。



### 国企改革预期

- 2014年10月天津市国资委将天津渤海国有资产经营管理有限公司持有的公司间接控股股东金耀集团的全部股权无偿划转至天津医药集团
- 2016年12月向药业集团、广州德福、GL以发行股份及支付现金方式购买其合计持有的金耀药业62%股权。上述标的资产评估值为11.6亿元。
- 公司在集团的定位明确，是集团激素和氨基酸类原料药和制剂的整合平台，有望受益于集团内外部相关资产的整合。



### 财务数据及预测

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	1,480.54	1,388.92	1,404.72	1,575.00	1,653.00	--
增长率(%)	-9.86	-6.19	1.14	5.00	4.95	--
归母净利润(百万)	51.93	86.58	78.72	136	164.00	--
增长率(%)	-52.35	66.75	-9.08	19.30	20.59	--
EPS	0.05	0.09	0.08	0.14	0.17	--
ROE(%)	2.25	3.65	3.24	5.00	6.00	--
PE	163.52	98	89.95	81.84	67.84	--
PEG	-1.65	0.98	-9.91	4.24	3.30	--

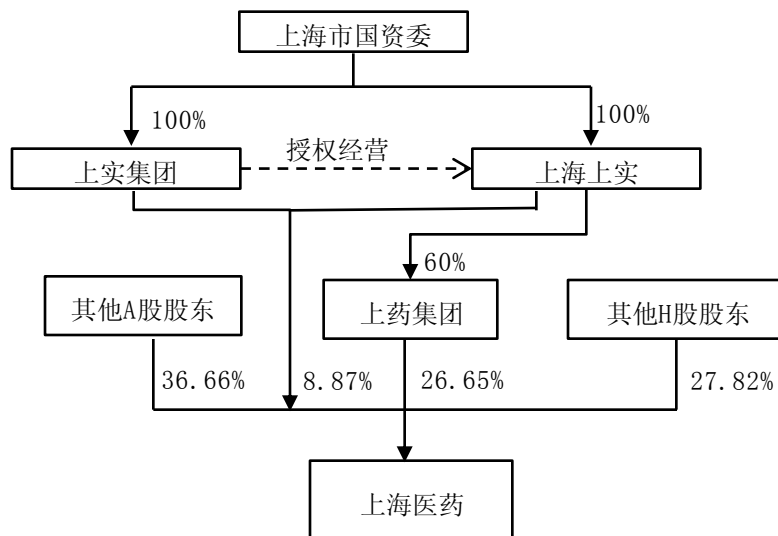
## 五、上海医药（601607.SH）

## ✓ 公司简介

- 上海医药是一家覆盖医药研发与制造、分销与零售的公司，其中分销网络以华东、华北和华南为核心辐射全国，是华东地区分销业务的第一，也是全国的佼佼者。其中分销业务占主营收入的93.5%。

## ✓ 股权结构

- 上海医药的实际控制人为上海市国资委，间接持股35.52%，上海医药旗下控股或参股40余家子公司，主要从事医药生产与销售。



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理



## 五、上海医药（601607.SH）



### 成长性、盈利能力和资产结构分析

上海医药营收增长和净利润增长近年放缓，成长性低于可比公司。毛利率和净利率略微降低，盈利能力与可比公司基本持平。资产负债率有所上升，略低于可比公司均值。

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016Q3
<b>营收增长率%</b>							
上海医药	19.67	41.78	24.00	14.90	18.12	14.20	14.52
嘉事堂	18.36	34.26	41.78	38.77	57.22	47.16	36.55
瑞康医药	38.19	44.37	44.65	28.20	31.39	25.23	54.72
平均	25.41	40.14	36.81	27.29	35.58	28.86	35.26
<b>净利润增长率%</b>							
上海医药	575.18	37.50	0.60	6.75	13.91	12.44	17.69
嘉事堂	15.05	30.41	7.90	112.93	108.96	-1.66	35.02
瑞康医药	38.66	35.23	31.71	30.34	26.01	33.77	158.41
平均	209.63	34.38	13.40	50.00	49.63	14.85	70.37
<b>综合毛利率%</b>							
上海医药	18.15	14.60	13.64	13.09	12.34	12.13	11.90
嘉事堂	12.68	9.48	8.69	9.52	12.88	12.84	10.90
瑞康医药	8.30	8.19	8.15	8.59	9.06	10.97	14.78
平均	13.05	10.76	10.16	10.40	11.43	11.98	12.53
<b>销售净利率%</b>							
上海医药	4.76	4.46	3.61	3.36	3.24	3.19	3.26
嘉事堂	3.65	3.54	2.70	4.14	5.50	3.68	3.84
瑞康医药	2.81	2.63	2.39	2.43	2.33	2.49	4.01
平均	3.74	3.54	2.90	3.31	3.69	3.12	3.71
<b>资产负债率%</b>							
上海医药	57.81	45.49	45.76	48.50	51.66	54.53	55.63
嘉事堂	28.20	30.94	41.26	53.26	63.17	62.59	60.79
瑞康医药	79.99	63.15	70.63	62.96	67.86	61.58	52.80
平均	55.33	46.53	52.55	54.90	60.90	59.57	56.41

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

## 五、上海医药（601607.SH）

### ✓ 竞争优势

- 公司连续多年取得中国医药上市公司药品销售第一、中国医药终端销售规模第一；新业务DTP（高值药品直送）及SPD（医药物流管理技术）的开展让公司供应链不断延伸；加快区域整合，全力推进分销、零售、物流“三网”建设逐步形成垄断优势。

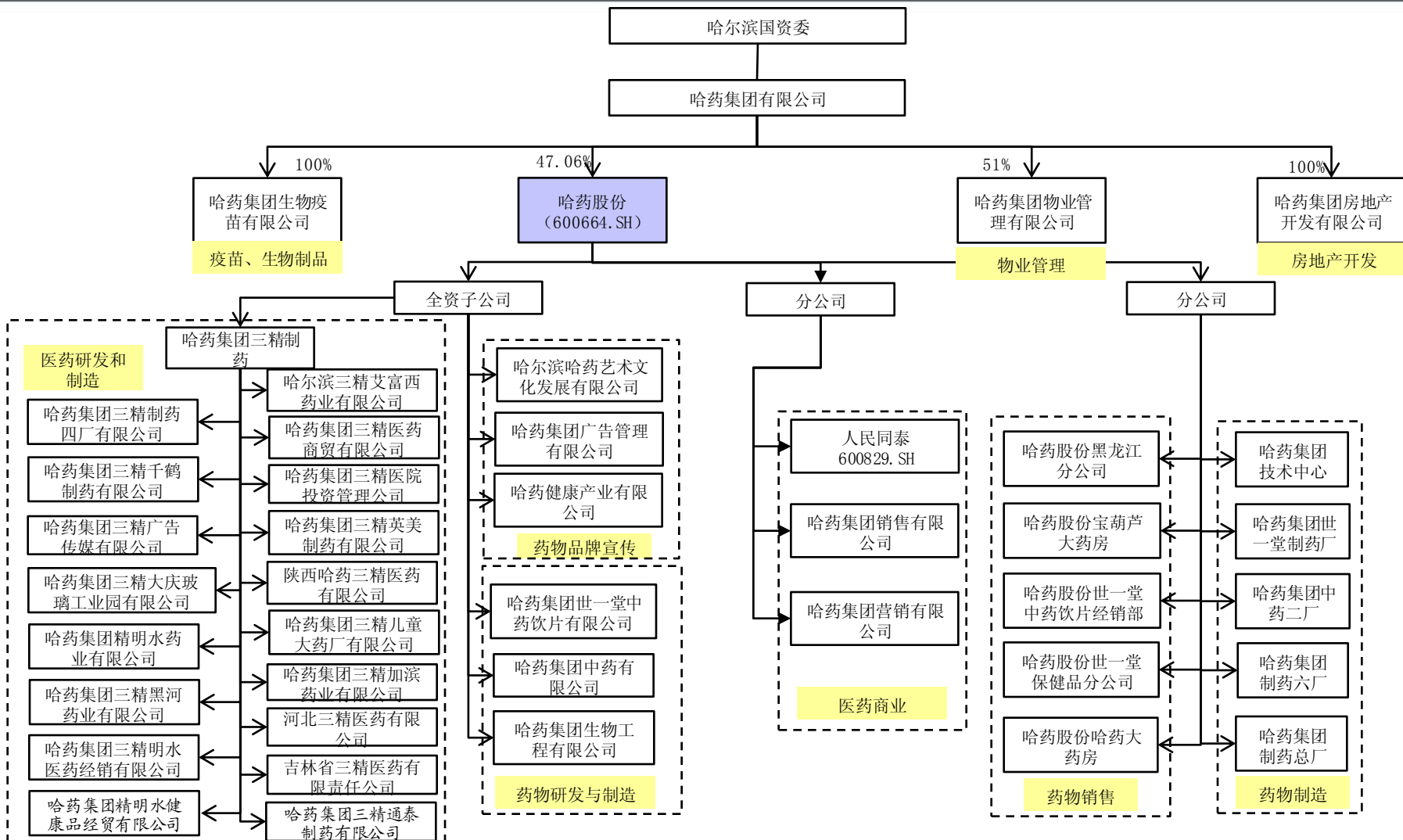
### ✓ 国企改革预期

- “上海国资国企改革20条”指出“建立健全企业核心骨干长效激励约束机制、与市场机制相适应的分配机制。符合法定条件、发展目标明确、具备再融资能力的国有控股上市公司，可实施股权激励或激励基金计划。”上海医药作为上海国资委下的医药流通上市公司，具备条件实施股权激励或激励基本计划。
- 公司与关联人季军共同出资1亿元设立“上海医药大健康云商股份有限公司，进军医药电商，打造“线上三大平台+线下三层网络”的处方药 O2O 闭环，其中季军及其管理团队股份占比30%，市场化激励充分。

### ✓ 财务数据及预测

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	78,222.82	92,398.89	105,516.59	122,853.80	142,542.34	164,975.54
增长率(%)	14.9	18.12	14.2	16.43	16.03	15.74
归母净利润(百万)	2,242.93	2,591.13	2,876.99	3,238.07	3,671.46	4,163.00
增长率(%)	9.26	17.06	11.03	12.55	13.38	13.39
EPS	0.83	0.96	1.07	1.2	1.37	1.55
ROE(%)	8.64	9.31	9.61	10.11	10.56	10.85
PE	17.73	17.12	18.61	16.99	14.98	13.22
PEG	1.92	1.1	1.69	1.35	1.12	0.99

## 六、哈药集团资产板块梳理



资料来源：哈药集团、国信证券经济研究所整理

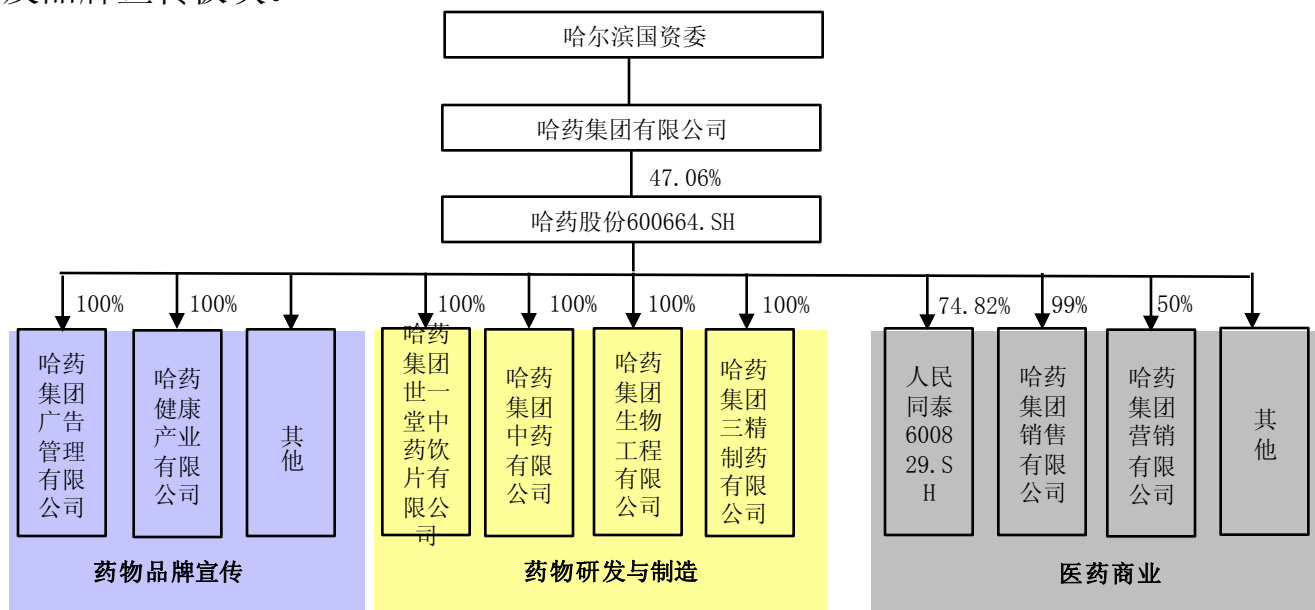
# 1、哈药股份（600664.SH）

## ✓ 公司简介

- 公司是一家国内知名药品制造企业，主营业务涵盖抗生素、化学药物制剂、非处方药品及保健品、现代中药、生物工程药品、动物疫苗、医药流通七大产业领域，共生产20多种剂型、1000多个品种。公司拥有“哈药”、“三精”、“盖中盖”、“护彤”及“世一堂”5件著名商标。

## ✓ 股权结构

- 哈药股份是哈药集团旗下子公司，控股股东股权占比为47.06%。子公司包括药物研发与制造板块，医药商业板块以及品牌宣传板块。



# 1、哈药股份（600664.SH）



## 成长性、盈利能力和资产结构分析

哈药股份营收增长呈下降趋势，但15年净利润增长率较高，成长性高于可比公司。毛利率和净利率均低于可比企业，盈利能力弱于可比公司。资产负债率呈下降趋势，低于可比公司。

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016Q3
<b>营收增长率%</b>							
哈药股份	17.40	7.59	1.16	2.43	-8.75	-3.95	-17.50
复星医药	17.64	42.37	13.19	36.18	20.30	4.85	17.24
科伦药业	24.04	27.85	14.33	16.07	17.45	-3.24	7.47
平均	19.70	25.94	9.56	18.23	9.67	-0.78	2.40
<b>净利润增长率%</b>							
哈药股份	21.33	-48.69	1.52	-76.86	44.79	210.84	50.22
复星医药	-60.99	38.44	32.81	30.48	-1.25	21.13	16.35
科伦药业	52.40	45.23	13.80	-0.20	-9.79	-44.97	16.13
平均	4.25	11.66	16.05	-15.52	11.25	62.33	27.57
<b>综合毛利率%(数据未更新)</b>							
哈药股份	29.83	23.44	31.87	29.55	27.52	24.93	25.55
复星医药	34.48	38.46	43.78	44.55	44.13	49.97	53.80
科伦药业	41.05	42.79	42.67	45.66	42.57	41.96	41.53
平均	35.12	34.90	39.44	39.92	38.07	38.95	40.29
<b>销售净利率%</b>							
哈药股份	9.04	4.31	3.34	0.75	1.20	3.88	6.37
复星医药	21.96	21.35	25.06	24.01	19.71	22.77	23.81
科伦药业	16.43	18.67	18.58	15.98	12.27	6.98	9.19
平均	15.81	14.78	15.66	13.58	11.06	11.21	13.13
<b>资产负债率%</b>							
哈药股份	44.35	44.99	44.78	46.69	46.01	45.64	42.94
复星医药	44.15	48.99	40.00	40.07	45.94	45.89	46.47
科伦药业	19.78	24.22	39.29	44.15	48.26	50.57	51.59
平均	36.09	39.40	41.36	43.63	46.74	47.37	47.00

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

# 1、哈药股份（600664.SH）



## 竞争优势

- 主营业务涵盖抗生素、化学药物制剂、非处方药品及保健品、现代中药、生物工程药品、动物疫苗、医药流通七大产业领域，共生产20多种剂型、1000多个品种。公司拥有“哈药”、“三精”、“盖中盖”、“护彤”及“世一堂”5件著名商标。



## 国企改革预期

- 2015年3月，未解决同业竞争问题，与子公司三精制药进行资产置换，上市公司三精制药更名为人民同泰，成为以医药商业为主营业务的平台，哈药股份承接其全部医药工业类资产。
- 2016年9月，设立限制性股票激励计划，向管理层及员工授予0.71亿股，激励对象以销售业务骨干为主，覆盖了销售、采购、审计监察三类骨干员工，有利于激发员工动力，推动管理改革。

## 财务数据及预测

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	18,091.93	16,508.91	15,856.21	14,286.00	16,094.67	18,175.33
增长率(%)	2.43	-8.75	-3.95	-9.9	12.66	12.93
归母净利润(百万)	168.67	247.11	580.13	726	1,099.33	1,551.33
增长率(%)	-66.24	46.5	134.77	25.14	51.42	41.12
EPS	0.09	0.13	0.3	0.29	0.43	0.61
ROE(%)	2.07	3	8.23	8.93	11.83	14.37
PE	69.69	67.35	39.43	31.5	20.8	14.74
PEG	-1.05	1.45	0.29	1.25	0.4	0.36



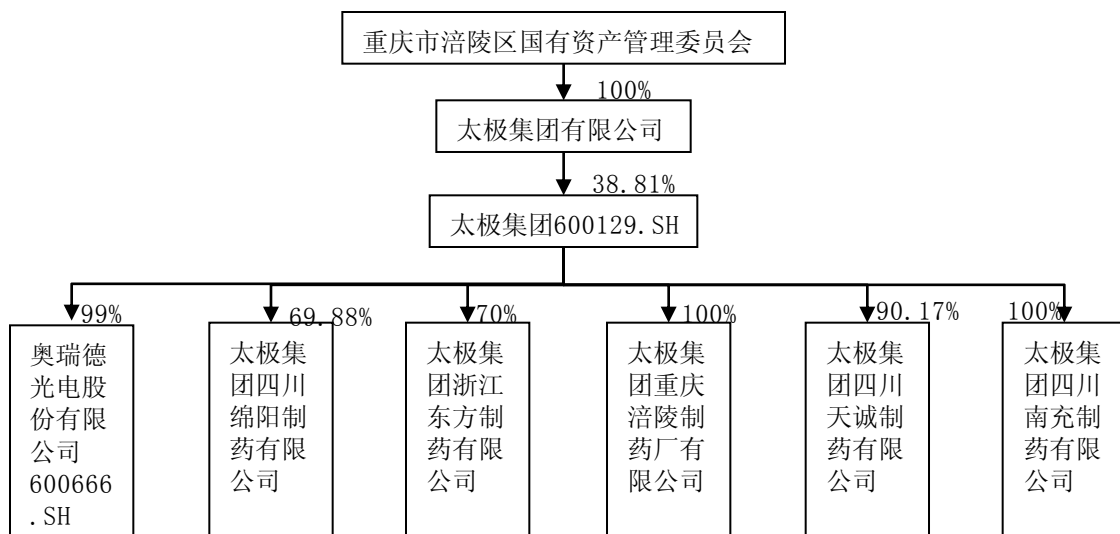
## 七、太极集团（600129.SH）

### ✓ 公司简介

- 太极集团主要从事中成药、西药、保健用品、医疗包装制品、医疗器械产销及原材料、中药材、药用包装的进出口业务。主要产品包括曲美、急支糖浆、藿香正气口服液、补肾益寿胶囊、儿康宁、通天口服液、紫杉醇、盐酸格拉斯琼、太罗等。

### ✓ 股权结构

- 太极集团控股股东太极集团有限公司持股38.81%，重庆市涪陵区国资委持有太极有限100%股权。旗下拥有五十余家参控股子公司和孙公司，主要从事中西成药生产及销售。



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

# 七、太极集团（600129.SH）



## 成长性、盈利能力和资产结构分析

太极集团净利润增长率逐渐高于可比公司，成长性慢慢恢复。毛利率和净利率稳中有升，盈利能力弱于可比公司。资产负债率为80%左右，高于可比公司均值，资产结构有待调整。

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016Q3
<b>营收增长率%</b>							
太极集团	13.47	6.68	3.31	0.01	5.38	2.97	5.85
同仁堂	16.30	23.58	22.85	15.94	11.14	11.59	11.14
云南某龙头国企	40.49	12.28	20.99	14.47	18.97	10.23	10.89
平均	23.42	14.18	15.72	10.14	11.93	8.26	9.29
<b>净利润增长率%</b>							
太极集团	-307.50	130.99	-515.66	124.15	-699.52	187.33	324.33
同仁堂	21.32	38.96	34.21	21.41	17.56	16.84	13.98
云南某龙头国企	52.06	30.72	30.69	46.69	7.58	10.34	10.41
平均	-78.04	66.89	-150.25	64.08	-224.80	71.50	116.24
<b>综合毛利率%</b>							
太极集团	23.85	23.21	25.96	27.57	28.26	29.35	29.75
同仁堂	45.41	41.00	43.91	42.87	43.17	46.08	47.76
云南某龙头国企	30.48	29.97	30.02	29.70	30.16	30.53	31.01
平均	33.25	31.39	33.30	33.38	33.87	35.32	36.17
<b>销售净利率%</b>							
太极集团	-2.37	0.69	-2.76	0.67	-3.79	3.22	16.02
同仁堂	12.32	10.72	11.71	12.24	12.95	13.55	14.46
云南某龙头国企	9.19	10.70	11.56	14.68	13.27	13.29	14.47
平均	6.38	7.37	6.84	9.20	7.48	10.02	14.98
<b>资产负债率%</b>							
太极集团	77.52	79.61	82.09	84.00	84.55	86.96	83.39
同仁堂	23.10	34.36	42.03	34.21	33.21	24.19	29.63
云南某龙头国企	42.17	38.89	34.10	29.91	30.88	29.87	33.16
平均	47.59	50.95	52.74	49.37	49.55	47.01	48.73

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理



## 七、太极集团（600129.SH）

### ✓ 竞争优势

- 拥有12家制药厂、20多家医药商业公司，是集“工、商、科、贸”一体的大型医药集团，是目前国内医药产业链最为完整的大型企业集团之一。同时“太极”品牌为全国的驰名商标。

### ✓ 国企改革预期

- 医药资产有望整合入太极集团。2014年公司旗下上市公司西南药业已经和奥瑞德进行了壳资源的重组，西南药业净资产、4.13亿现金以及重组后西南药业的2.4%股权被注入公司。
- 2015年12月，向中节能出售桐君阁，同时购回桐君阁全部资产，通过壳资源整合。
- 2016年12月，拟向包括控股股东太极有限在内的不超过10名投资者非公开发行1.28亿股，募集资金20亿元

### ✓ 财务数据及预测

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	6,603.08	6,958.05	7,164.63	7,360.67	7,768.43	8,210.38
增长率(%)	0.09	5.38	2.97	2.74	5.54	5.69
归母净利润(百万)	12.56	-276.64	231.98	972.45	235.23	311.1
增长率(%)	105.7	-2,302.54	183.86	319.19	-75.81	32.25
EPS	0.03	-0.65	0.54	2.28	0.55	0.73
ROE(%)	1.33	-27.3	22.8	51.72	11.12	12.82
PE	292.64	-26.2	39.25	7.72	31.92	24.14
PEG	2.77	0.01	0.21	0.02	-0.42	0.75

# 八、白云山（600332.SH）



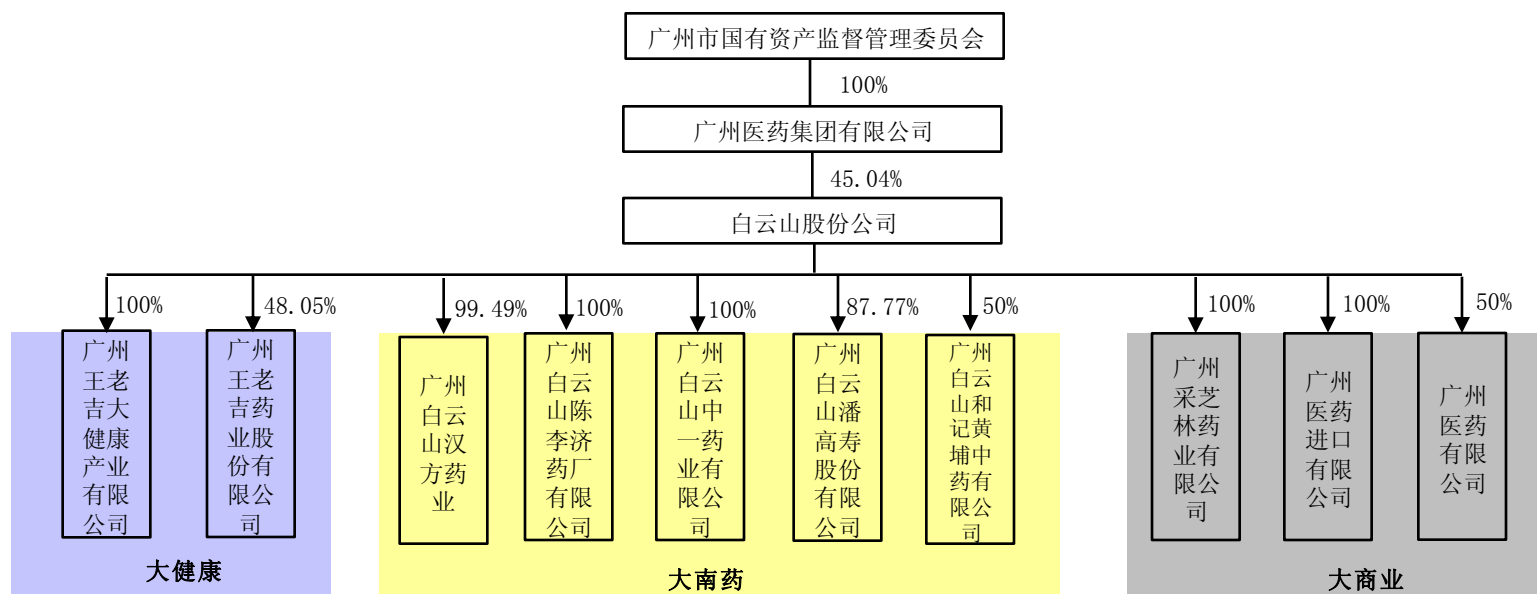
## 公司简介

- 广州药业换股吸收合并白云山A，收购广药集团医药资产实现整体上市。公司主要收入来源是王老吉销售、制药业务和医药贸易，这三项业务分别属于大健康、大南药和大商业版块。



## 股权结构

- 公司的控股股东为广药集团有限公司，占有公司45.04%的股份。王老吉健康和药业构成公司大健康板块；白云山汉方、白云山中一药业等组成大南药业务；大商业主要有广州进口有限公司、广州医药和广州采芝林药业。



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

# 八、白云山（600332.SH）



## 成长性、盈利能力和资产结构分析

白云山营收和净利润增长率14年开始出现下降，成长性低于可比公司。毛利率和净利率逐年上升，综合盈利能力略低于可比公司。资产负债率逐年升高，但16年前三季度有所降低，资产结构有待继续优化。

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016Q3
<b>营收增长率%</b>							
白云山	15.56	21.26	51.28	45.97	6.77	1.63	3.14
以岭药业	1.04	18.43	-15.59	51.04	17.31	9.02	17.63
华东医药	14.66	24.07	30.97	14.67	13.34	14.67	17.11
平均	10.42	21.25	22.22	37.23	12.47	8.44	12.62
<b>净利润增长率%</b>							
白云山	31.26	9.48	36.11	146.60	20.23	11.12	11.54
以岭药业	5.89	44.14	-59.08	31.48	45.11	20.40	30.91
华东医药	-11.49	22.78	27.67	20.48	26.09	22.21	29.06
平均	8.55	25.47	1.57	66.19	30.48	17.91	23.84
<b>综合毛利率%</b>							
白云山	28.54	25.68	27.64	32.95	35.24	36.21	36.67
以岭药业	66.37	68.38	68.21	66.65	63.11	63.44	67.35
华东医药	18.76	19.63	19.54	20.20	21.98	23.98	25.23
平均	37.89	37.89	38.46	39.93	40.11	41.21	43.08
<b>销售净利率%</b>							
白云山	6.11	5.52	4.96	5.72	6.44	7.03	7.06
以岭药业	19.10	23.25	11.27	9.81	12.14	13.40	14.94
华东医药	4.41	4.37	4.26	4.47	4.98	5.30	6.64
平均	9.87	11.04	6.83	6.67	7.85	8.58	9.55
<b>资产负债率%</b>							
白云山	18.65	19.71	32.25	42.67	43.99	45.28	30.46
以岭药业	38.40	12.40	7.70	8.58	10.49	15.41	17.31
华东医药	68.38	69.29	64.18	60.71	72.04	71.59	48.15
平均	41.81	33.80	34.71	37.32	42.17	44.10	31.97

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

## 八、白云山（600332.SH）

### ✓ 竞争优势

- 产品上来讲，核心产品王老吉185年历史，品牌价值极高，5个独家产品进入基药垄断市场具有绝对的优势；科研能上来讲公司拥有6位院士，诺贝尔医学奖得主美国伟哥之父入驻广药研发新药；旗下拥有“陈李济”、“潘高寿”、“采芝林”等多个“中华老字号”品牌老制药厂，品牌和技术上优势明显。

### ✓ 国企改革预期

- 公司作为医药的佼佼者，在资本运作、引入战略投资者方面潜力巨大。2014年6月25日公司公告承诺三年内完成以上市公司的业绩增长作为管理层实施认股权利的先决条件的股权激励制度。2015年1月13日与阿里携手融资百亿，共同合作完善医药电商、大健康产品和医疗健康服务几大领域。
- 2016年8月向广药集团、广州国发、广州城发、云锋投资、添富定增盛世66号非公开发行3.34亿股，募集资金78.63亿元。
- 白云山与上海医药等五家医药企业拟共同出资设立平台公司，为六方提供采购服务以加强战略合作、实现共赢。由于此次合作还未落地，短期对公司估值影响大于业绩。

### ✓ 财务数据及预测

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	17,608.19	18,799.88	19,124.66	20,605.46	22,372.11	23,377.45
增长率(%)	113.98	6.77	1.73	7.74	8.57	4.49
归母净利润(百万)	980.05	1,192.47	1,300.35	1,455.57	1,686.62	1,977.41
增长率(%)	34.43	21.68	8.89	11.94	15.87	17.24
EPS	0.76	0.92	1.01	0.9	1.04	1.22
ROE(%)	14.35	15.41	15.39	13.7	13.14	12.71
PE	36.45	29.36	30.05	26.82	23.14	19.74
PEG	0.25	1.35	3.32	2.25	1.46	1.15

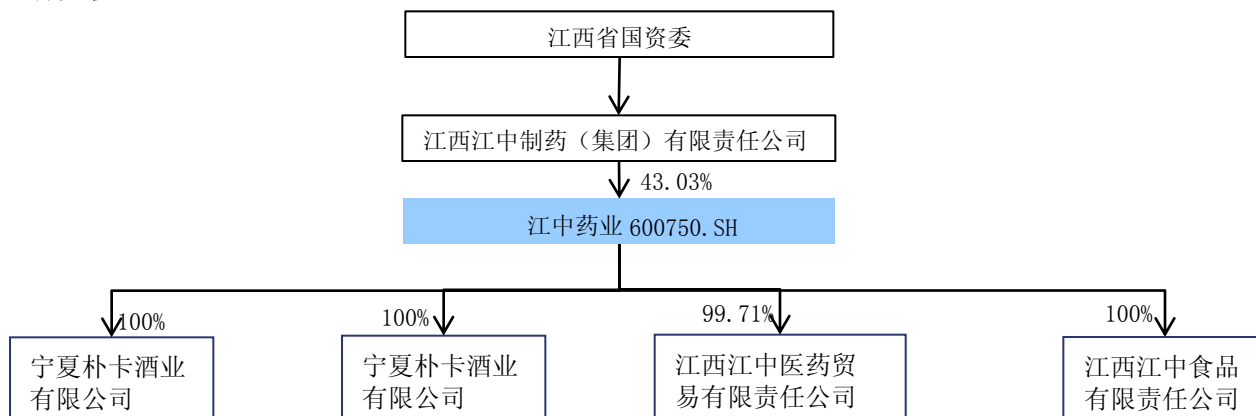
## 九、江中药业（600750.SH）

### ✓ 公司简介

- 公司是OTC行业的领军企业，已经成为集中成药、保健食品、功能食品研制、生产和销售一体的企业。近年主要 OTC 产品逐渐步入成熟期，公司进军保健品，开拓新的领域，陆续推出初元、参灵草等产品。2015年公司OTC、医药流通和中成药及保健品三部分的营业收入占比分别为55%、32%和12%左右。

### ✓ 股权结构

- 公司为江西省国资委旗下的医药企业，通过江西江中集团有限责任公司间接控股江中药业，持有江中药业43.03%的股权。



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

# 九、江中药业（600750.SH）



## 成长性、盈利能力和资产结构分析

江中药业营收和净利润增长率波动较大，成长性不稳定。毛利率逐年上升，销售净利率与可比公司持平。资产负债率近年来大幅下降，低于可比公司均值。

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016Q3
<b>营收增长率%</b>							
桂林三金	-11.47	18.13	12.89	10.76	-0.20	-6.45	11.51
<b>江中药业</b>	<b>35.64</b>	<b>3.26</b>	<b>20.57</b>	<b>-12.97</b>	<b>2.03</b>	<b>-8.35</b>	<b>-42.06</b>
贵州百灵	17.60	31.80	20.13	2.76	12.05	20.60	23.06
平均	13.92	17.73	17.86	0.18	4.62	1.93	-2.50
<b>净利润增长率%</b>							
桂林三金	-16.39	13.41	13.45	26.91	5.85	-15.33	11.54
<b>江中药业</b>	<b>31.43</b>	<b>-11.41</b>	<b>-2.20</b>	<b>-23.51</b>	<b>53.74</b>	<b>37.95</b>	<b>13.87</b>
贵州百灵	41.67	32.73	8.99	19.28	15.41	32.09	34.75
平均	18.90	11.58	6.75	7.56	25.00	18.24	20.05
<b>综合毛利率%</b>							
桂林三金	72.33	71.51	70.43	72.75	71.69	72.53	72.39
<b>江中药业</b>	<b>43.91</b>	<b>33.50</b>	<b>37.87</b>	<b>37.69</b>	<b>52.80</b>	<b>50.49</b>	<b>71.74</b>
贵州百灵	52.29	55.35	54.50	60.21	60.87	62.06	63.18
平均	56.18	53.45	54.27	56.88	61.79	61.69	69.10
<b>销售净利率%</b>							
桂林三金	26.17	25.13	25.25	28.93	30.34	27.46	31.47
<b>江中药业</b>	<b>10.21</b>	<b>8.76</b>	<b>7.11</b>	<b>6.25</b>	<b>9.41</b>	<b>14.17</b>	<b>23.41</b>
贵州百灵	18.32	18.44	16.73	19.43	20.01	21.91	20.78
平均	18.23	17.44	16.36	18.20	19.92	21.18	25.22
<b>资产负债率%</b>							
桂林三金	9.16	9.91	16.39	18.08	16.64	15.10	13.10
<b>江中药业</b>	<b>29.01</b>	<b>25.92</b>	<b>36.41</b>	<b>28.71</b>	<b>35.88</b>	<b>12.09</b>	<b>12.50</b>
贵州百灵	34.02	35.72	36.96	38.85	34.14	30.21	28.19
平均	24.06	23.85	29.92	28.55	28.89	19.13	17.93

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

## 九、江中药业（600750.SH）

### ✓ 竞争优势

- 江中集团是制药行业唯一一家拥有两个国家工程研究中心的企业，研发能力极强。同时拥有一批高素质的营销团队；两个全国驰名商标；两大业务线成熟营销渠道和十万家以上的可控终端；公司依托多年在 OTC、保健品领域形成的强大渠道覆盖和终端管理能力，不断在细分市场做大产品、做优品牌。

### ✓ 国企改革预期

- 江西省2014年下发了《关于进一步深化国资国企改革的意见》，该《意见》提到，江西将用5年时间使70%左右的国企发展成为混合所有制企业，使80%左右国有资本集中在关键领域和优势领域，省属国有资产总量、营业收入双超“万亿”。
- 2016年江西省国资委先后引进央企资本、战略投资者打造了省级国有资产投资运营平台。江中药业作为江西省中药和国企的标杆，有望受益于此轮国企改革。

### ✓ 财务数据及预测

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	2,777.86	2,834.12	2,597.35	1,621.91	1,791.93	1,996.30
增长率(%)	-12.97	2.03	-8.35	-37.56	10.48	11.41
归母净利润(百万)	172.26	264.85	367.01	410.26	484.18	567.92
增长率(%)	-23.56	53.75	38.57	11.78	18.02	17.3
EPS	0.55	0.88	1.22	1.37	1.61	1.89
ROE(%)	8.28	12.75	15.59	16.07	16.83	17.48
PE	28.65	22.94	28.85	23.53	19.94	17
PEG	-1.22	0.43	0.75	2	1.11	0.98

# 十、千金药业（600479.SH）



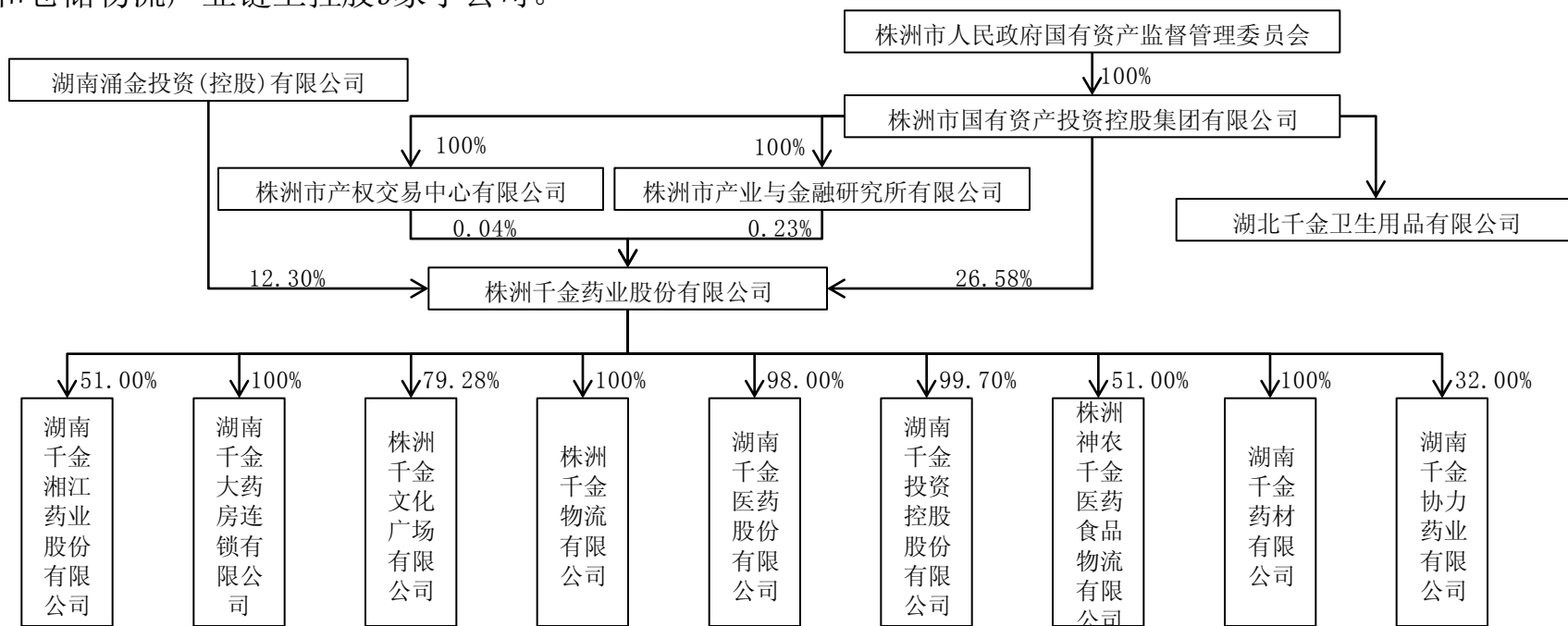
## 公司简介

- 千金药业是一家主要研制、生产、销售中成药的公司，主要专注于女性健康产业，已形成女性健康系列产品，主要产品有妇科千金片、舒筋风湿酒、补血益母颗粒、静雅卫生巾等。



## 股权结构

- 千金药业为株洲国资委旗下控股公司，控股股东股权占比为26.58%。公司在中药种植、生产、药品销售和仓储物流产业链上控股9家子公司。





# 十、千金药业（600479.SH）



## 成长性、盈利能力和资产结构分析

千金药业营收增长率和净利润增长率逐年降低，但16年前三季度有所回升，成长性高于可比公司。毛利率稳中有降，盈利能力低于可比公司。资产负债率近年来在35%左右，略高于可比公司均值。

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016Q3
<b>营收增长率%</b>							
千金药业	8.31	28.29	26.02	24.59	11.22	11.50	18.34
桂林三金	-11.47	18.13	12.89	10.76	-0.20	-6.45	11.51
亚宝药业	-20.59	40.69	-23.83	28.29	16.30	9.31	-17.95
平均	-7.91	29.04	5.03	21.21	9.10	4.79	3.97
<b>净利润增长率%</b>							
千金药业	-28.73	-2.88	38.13	-1.62	-8.61	-24.94	69.60
桂林三金	-16.39	13.41	13.45	26.91	5.85	-15.33	11.54
亚宝药业	8.77	41.62	-44.35	3.09	45.78	32.07	-62.92
平均	-12.12	17.38	2.41	9.46	14.34	-2.74	6.07
<b>综合毛利率%</b>							
千金药业	56.32	51.97	50.34	48.97	48.00	46.40	44.30
桂林三金	72.33	71.51	70.43	72.75	71.69	72.53	72.39
亚宝药业	46.27	45.29	51.26	45.50	52.54	52.57	44.37
平均	58.31	56.26	57.35	55.74	57.41	57.17	53.68
<b>销售净利率%</b>							
千金药业	9.96	7.54	8.27	6.53	5.36	3.61	3.69
桂林三金	26.17	25.13	25.25	28.93	30.34	27.46	31.47
亚宝药业	11.80	11.87	8.67	6.97	8.74	10.56	5.75
平均	15.98	14.85	14.06	14.14	14.81	13.87	13.64
<b>资产负债率%</b>							
千金药业	16.72	22.48	35.33	36.22	37.83	28.40	33.45
桂林三金	9.16	9.91	16.39	18.08	16.64	15.10	13.10
亚宝药业	58.76	48.96	43.99	47.03	42.86	37.01	31.33
平均	28.21	27.12	31.90	33.78	32.44	26.84	25.96

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

# 十、千金药业（600479.SH）



## 竞争优势

- 品牌上，公司是国内妇科中药用药第一品牌；营销上，公司营销网络遍布全国，与经销商保持了良好战略合作关系；技术上，公司拥有国内最大、工艺最成熟的中药片剂生产线。其中主导产品妇科千金片（胶囊）是国家中药保护品种、国家基本药物，唯一列入国家秘密技术的妇科中成药品种。



## 国企改革预期

- 2015年8月，向株洲市国有资产投资控股集团有限公司、长安平安富贵千金净雅资产管理计划非公开发行0.44亿股，募集资金5亿元
- 大股东参与定增增持股份，有望启动利于上市公司的资本运作。
- 未来可能通过股权激励方式激励管理层，充分调动公司内部积极性。



## 财务数据及预测

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	1,972.86	2,194.24	2,446.68	2,895.93	3,443.67	4,079.47
增长率(%)	24.59	11.22	11.5	18.36	18.91	18.46
归母净利润(百万)	123.77	105.09	92.96	107.71	137.08	177.33
增长率(%)	3	-15.09	-11.55	15.87	27.27	29.36
EPS	0.41	0.34	0.27	0.31	0.39	0.51
ROE(%)	12.28	9.37	5.64	6.39	7.78	9.54
PE	31.01	40.78	78.67	50.19	39.44	30.49
PEG	10.34	-2.7	-6.81	3.16	1.45	1.04

# 十一、仙琚制药（002332.SZ）



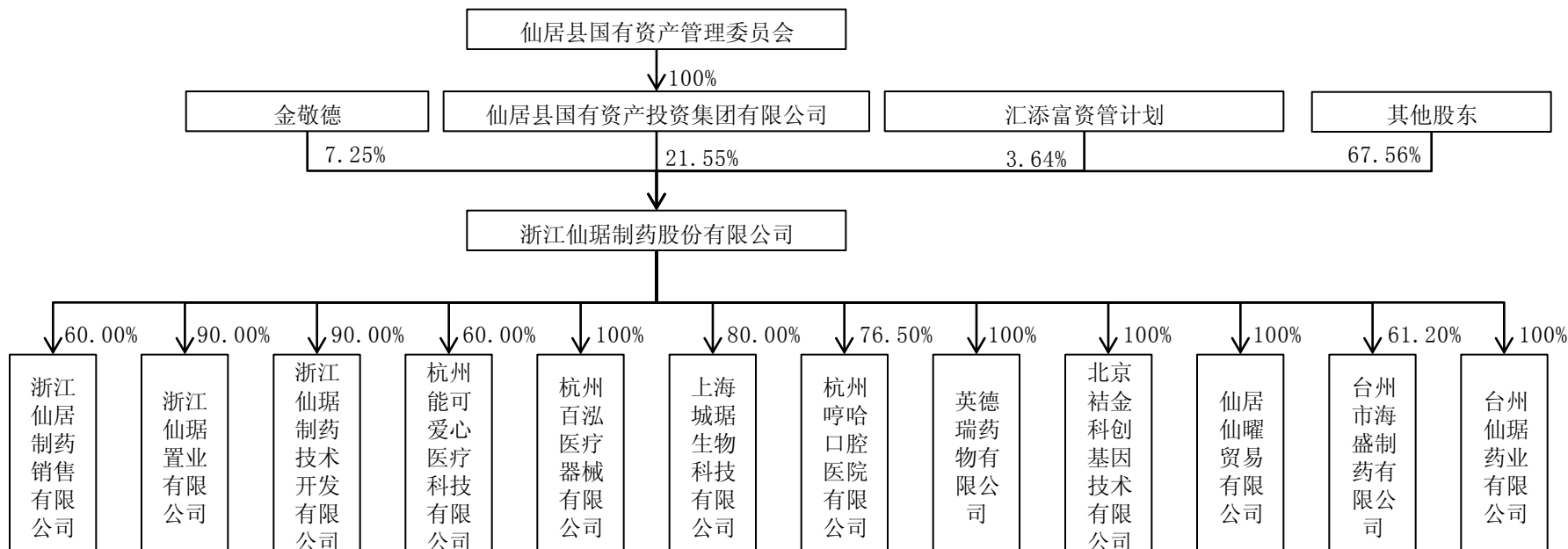
## 公司简介

- 仙琚制药是国内规模最大、品种最为齐全的甾体药物生产厂家，国家计划生育药物定点生产厂家。主营业务为甾体原料药和制剂的研制、生产与销售，主要产品分为皮质激素类药物、性激素类药物(妇科及计生用药)和麻醉与肌松类药物三大类。



## 股权结构

- 公司为仙居县国资委旗下子公司，控股股东股权占比为21.55%，董事长金敬德持股7.25%，管理层通过资管计划持股3.64%。公司在药品制造、销售和医疗服务产业链上控股及参股10余家公司。



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

# 十一、仙琚制药（002332.SZ）



## 成长性、盈利能力和资产结构分析

仙琚制药营收增长和净利润增长近年放缓，但15年净利润增长率较高，成长性高于可比公司。毛利率与净利率呈上升趋势。资产负债率近两年大幅降低，低于可比公司均值。

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016Q3
<b>营收增长率%</b>							
仙琚制药	17.57	12.54	17.94	16.21	6.72	0.39	-1.28
华润三九	-10.05	26.58	24.72	12.36	-0.23	8.57	11.84
科伦药业	24.04	27.85	14.33	16.07	17.45	-3.24	7.47
平均	10.52	22.32	18.99	14.88	7.98	1.91	6.01
<b>净利润增长率%</b>							
仙琚制药	35.42	15.20	-5.91	-59.26	-3.54	114.27	43.03
华润三九	12.80	-5.12	32.63	12.35	-11.73	18.89	2.76
科伦药业	52.40	45.23	13.80	-0.20	-9.79	-44.97	16.13
平均	33.54	18.44	13.51	-15.70	-8.35	29.40	20.64
<b>综合毛利率%</b>							
仙琚制药	38.27	40.22	39.67	34.45	38.67	43.72	51.21
华润三九	61.37	58.96	61.14	60.39	61.35	61.18	62.86
科伦药业	41.05	42.79	42.67	45.66	42.57	41.96	41.53
平均	46.90	47.33	47.82	46.84	47.53	48.96	51.87
<b>销售净利率%</b>							
仙琚制药	7.64	7.82	6.24	2.19	1.98	4.22	5.44
华润三九	19.68	14.75	15.69	15.57	14.73	16.14	14.25
科伦药业	16.43	18.67	18.58	15.98	12.27	6.98	9.19
平均	14.58	13.75	13.50	11.24	9.66	9.11	9.63
<b>资产负债率%</b>							
仙琚制药	38.48	42.71	50.77	57.08	56.18	37.41	37.77
华润三九	26.72	36.17	35.26	37.90	34.42	36.15	41.81
科伦药业	19.78	24.22	39.29	44.15	48.26	50.57	51.59
平均	28.32	34.37	41.77	46.37	46.29	41.37	43.72

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

# 十一、仙琚制药（002332.SZ）



## 竞争优势

- 国内规模最大、品种最为齐全的甾体药物生产厂家，是国家计划生育药物定点生产厂家、国家火炬计划重点高新技术企业。
- 公司产品独树一帜，在避孕药、皮肤病领域有具备竞争力的产品线，米非司酮胶囊作为紧急避孕药和与米索前列醇联合作为抗早孕药物，仙琚市场份额领先。皮肤病产品有七八个，具备一定的产品线优势，也具备较好的成长空间。



## 国企改革预期

- 2015年11月，向仙居国资、汇添富45号计划、汇添富6号计划、张宇松、九鸿投资、平安创赢5号产品、财通专户1号计划、中企汇锦、范敏华和李勤俭等发行0.99亿股，募集资金净额8.6亿。
- 公司董事长直接持股8.65%，为第二大股东。管理层通过“汇添富-仙琚制药定增盛世45号资产管理计划”持股3.64%。大股东、管理层利益一致，将激发经营动力。



## 财务数据及预测

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	2,315.04	2,470.53	2,480.25	2,599.56	2,871.42	3,187.31
增长率(%)	16.21	6.72	0.39	4.81	10.46	11
归母净利润(百万)	60.59	56.7	106.55	150.12	209.65	272.13
增长率(%)	-49.74	-6.43	87.93	40.89	39.66	29.81
EPS	0.18	0.11	0.17	0.25	0.34	0.45
ROE(%)	5.24	4.67	4.98	6.71	8.74	10.4
PE	79.22	98.45	86.85	53.76	38.5	29.66
PEG	-1.59	-15.31	0.99	1.31	0.97	0.99



## 十二、新华制药（000756.SZ）



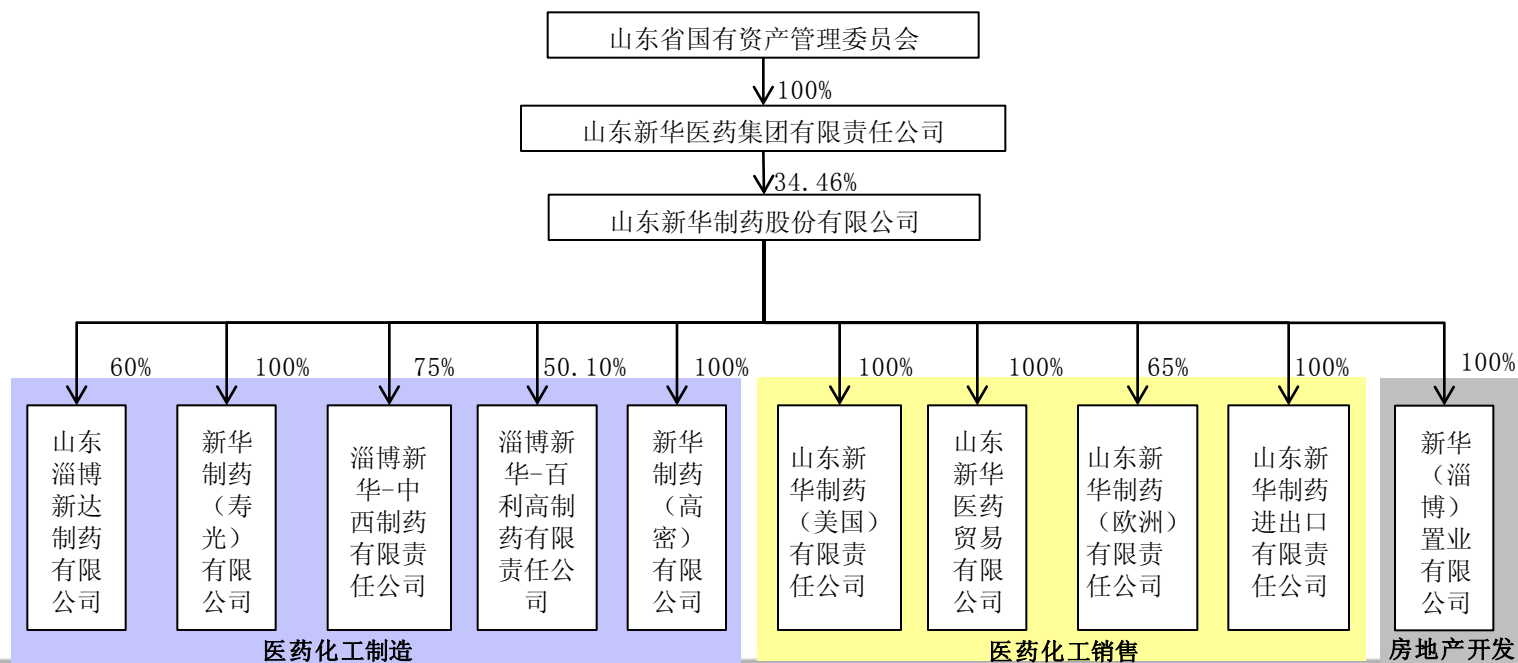
### 公司简介

- 新华制药是我国重点骨干大型制药企业、亚洲最大的解热镇痛类药物生产与出口基地，以及国内重要的心脑血管类、抗感染类及中枢神经类等药物生产企业。目前已经形成了化学原料药、医药制剂、医药化工中间体、医药商业四大板块齐头并进的合理布局。



### 股权结构

- 新华制药为山东省国资委旗下子公司，控股股东股权占比为34.46%，公司在医药化工制造及销售产业链上控股13家公司。



## 十二、新华制药（000756.SZ）



### 成长性、盈利能力和资产结构分析

新华制药营收增长和净利润在15年有所下降，16年前三季度出现回升，但总体仍然低于可比公司均值，成长性低于可比公司。毛利率与净利率呈上升趋势，但仍然低于可比公司均值。资产负债率近年来较为稳定，与可比公司均值持平。

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016Q3
<b>营收增长率%</b>							
新华制药	12.59	12.37	1.16	6.67	5.85	0.20	7.33
东北制药	-5.23	-19.59	-0.46	0.15	11.96	-11.51	24.99
华海药业	10.22	78.68	10.22	14.00	12.57	35.41	20.66
平均	5.86	23.82	3.64	6.94	10.13	8.03	17.66
<b>净利润增长率%</b>							
新华制药	-2.99	-22.52	-67.02	45.87	78.38	37.57	42.08
东北制药	-88.69	-808.53	101.42	-3,143.87	150.74	-567.84	104.96
华海药业	-43.10	128.89	58.11	7.36	-29.36	70.11	8.35
平均	-44.93	-234.05	30.84	-1,030.21	66.59	-153.39	51.80
<b>综合毛利率%</b>							
新华制药	18.38	18.59	17.64	16.20	20.47	23.26	24.17
东北制药	23.42	20.41	24.75	30.87	31.53	26.53	30.73
华海药业	41.97	39.63	40.27	43.86	44.68	49.22	47.73
平均	27.92	26.21	27.55	30.31	32.23	33.00	34.21
<b>销售净利率%</b>							
新华制药	3.93	2.71	0.88	1.21	1.90	2.61	3.33
东北制药	1.12	-9.82	0.14	-4.27	1.93	-10.23	0.29
华海药业	9.14	11.71	16.80	15.83	9.93	12.48	12.67
平均	4.73	1.53	5.94	4.26	4.59	1.62	5.43
<b>资产负债率%</b>							
新华制药	37.42	41.76	51.02	53.32	54.96	55.83	55.40
东北制药	63.15	70.32	70.80	78.83	67.79	72.38	75.29
华海药业	35.82	40.65	39.41	32.40	27.58	32.55	36.31
平均	45.46	50.91	53.74	54.85	50.11	53.59	55.67

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

## 十二、新华制药（000756.SZ）



### 竞争优势

- 公司业务涉及原料药、化学制剂、医药商业，是老牌原料药龙头国企，医药商业亦为地方性批发龙头。
- 2015年历经多年的厂区搬迁改造基本结束，公司开始甩下历史包袱，迈入发展新阶段。
- 原料药部分，污染的落后产能逐渐被淘汰，市场集中度不断提高。



### 国企改革预期

- 2016年12月发审委通过公司非公开发行股份以偿还贷款及补充流动资金，拟发行A股6700万股，募集资金约人民币6.27亿元，其中员工持股计划参与0.35亿增发，增发价格为每股9.34元。



### 财务预测

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	3,169.65	3,589.75	3,597.03	3,866.81	4,176.16	4,510.25
增长率(%)	6.67	13.25	0.20	7.50	8.00	8.00
归母净利润(百万)	36.75	50.73	83.06	115.71	143.13	177.75
增长率(%)	55.28	29.56	63.75	39.31	23.70	24.19
EPS(摊薄)	0.08	0.11	0.18	0.25	0.31	0.39
ROE(摊薄)(%)	2.09%	2.79%	4.41%	--	--	--
PE	60.36	71.85	73.83	49.80	40.26	32.42
PEG	1.09	1.89	1.16	1.27	1.70	1.34

资料来源：截止2017年1月23日，WIND一致预测、国信证券经济研究所整理



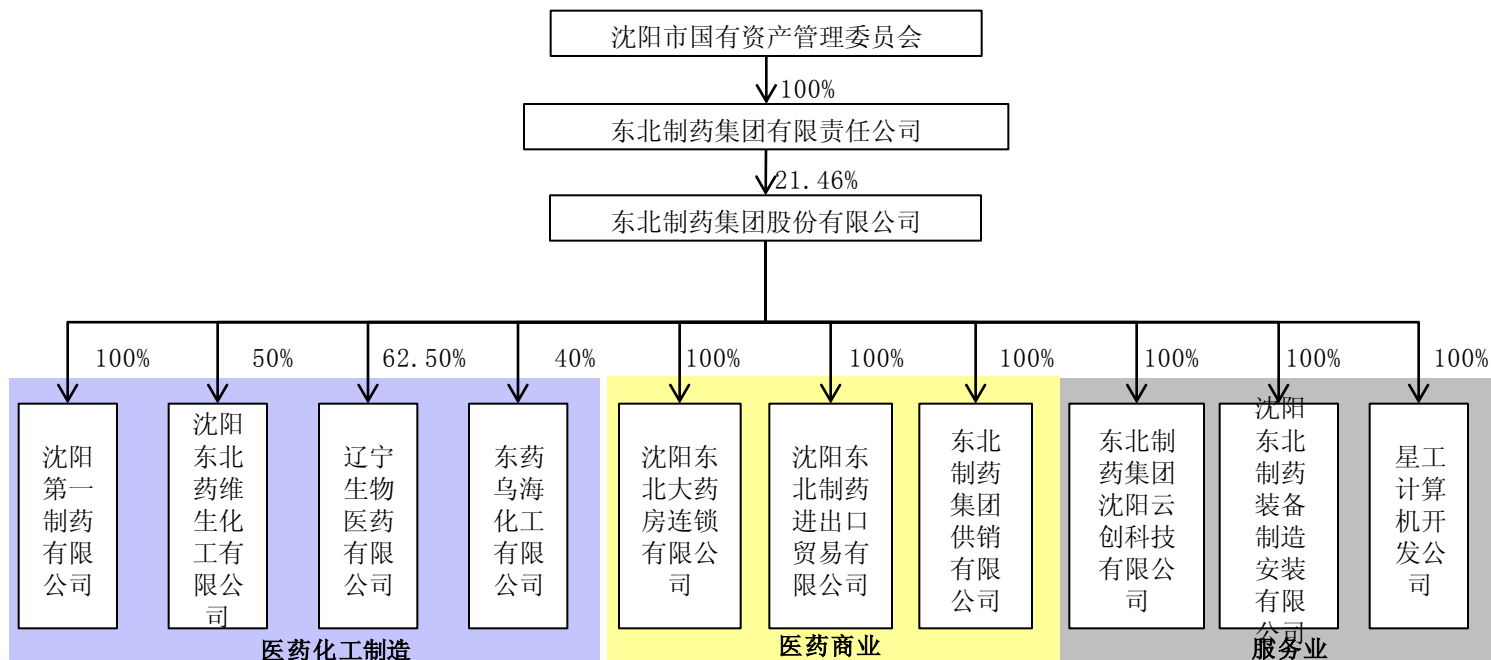
# 十三、东北制药（000597.SZ）

## ✓ 公司简介

- 东北制药是一家国有大型综合性制药企业集团。作为中国重要的药品生产与出口基地，公司拥有制剂产品国家批准文号351个，现有244个品规药品进入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》甲乙类药品目录，其中基本药物产品批准文号123个。

## ✓ 股权结构

- 东北制药为沈阳市国资委旗下子公司，控股股东股权占比为21.46%。公司在医药化工制造，医药商业及服务业领域控股及参股30余家公司。



# 十三、东北制药（000597.SZ）



## 成长性、盈利能力和资产结构分析

东北制药营收增长和净利润增长不稳定，15年有较大下滑，但16年前三季度高于可比公司。毛利率略低于可比公司均值，但净利率大幅低于可比公司均值。资产负债率近两年有上升趋势，始终高于可比公司均值。

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016Q3
<b>营收增长率%</b>							
新华制药	12.59	12.37	1.16	6.67	5.85	0.20	7.33
东北制药	-5.23	-19.59	-0.46	0.15	11.96	-11.51	24.99
华海药业	10.22	78.68	10.22	14.00	12.57	35.41	20.66
平均	5.86	23.82	3.64	6.94	10.13	8.03	17.66
<b>净利润增长率%</b>							
新华制药	-2.99	-22.52	-67.02	45.87	78.38	37.57	42.08
东北制药	-88.69	-808.53	101.42	-3,143.87	150.74	-567.84	104.96
华海药业	-43.10	128.89	58.11	7.36	-29.36	70.11	8.35
平均	-44.93	-234.05	30.84	-1,030.21	66.59	-153.39	51.80
<b>综合毛利率%</b>							
新华制药	18.38	18.59	17.64	16.20	20.47	23.26	24.17
东北制药	23.42	20.41	24.75	30.87	31.53	26.53	30.73
华海药业	41.97	39.63	40.27	43.86	44.68	49.22	47.73
平均	27.92	26.21	27.55	30.31	32.23	33.00	34.21
<b>销售净利率%</b>							
新华制药	3.93	2.71	0.88	1.21	1.90	2.61	3.33
东北制药	1.12	-9.82	0.14	-4.27	1.93	-10.23	0.29
华海药业	9.14	11.71	16.80	15.83	9.93	12.48	12.67
平均	4.73	1.53	5.94	4.26	4.59	1.62	5.43
<b>资产负债率%</b>							
新华制药	37.42	41.76	51.02	53.32	54.96	55.83	55.40
东北制药	63.15	70.32	70.80	78.83	67.79	72.38	75.29
华海药业	35.82	40.65	39.41	32.40	27.58	32.55	36.31
平均	45.46	50.91	53.74	54.85	50.11	53.59	55.67

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

## 十三、东北制药（000597.SZ）



### 竞争优势

- 维生素C龙头厂商，正在进行公司转型。公司业务覆盖化学原料药、化学制剂、生物诊断试剂、医药批发和连锁、医药工程、物流运输，构成医药行业上下游产业链优势和产业配套的核心竞争力。
- 拐点初现。16年预计扭亏，2016-2018年是公司三年倍增计划的开始年（主业营收由16年40亿倍增为18年80亿+20亿并购，合计100亿营收）。



### 国企改革预期

- 国资股东分为持股21.46%的沈阳市国资委控制的东北制药集团公司和持股10.76%的央企中国华融（2799.HK）。华融资产2016年11月共减持0.99%股份，价值约4900万。
- 2014年曾定增11亿，价格为7.81元。2016年5月公司获得辽宁国资委批复同意增发4200万股，每股价格8.34元，增发对象为董监高、基层员工等，但是董事会决定暂停向股东大会提请表决。



### 财务预测

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	3,870.59	4,333.32	3,834.43	4,332.91	4,982.80	5,381.40
增长率(%)	0.15	11.96	-11.51	13.00	15.00	8.00
归母净利润(百万)	-166.96	87.08	-384.36	52.34	216.94	288.83
增长率(%)	-2,160.34	152.15	-541.41	113.62	314.48	33.14
EPS(摊薄)	-0.50	0.18	-0.81	0.11	0.46	0.61
ROE(摊薄)(%)	-11.11	3.27	-16.79	2.24	7.46	9.03
PE	-13.88	57.73	-12.81	87.94	21.23	15.94
PEG	0.00	0.38	0.02	0.77	0.07	0.48

资料来源：截止2017年1月23日，WIND一致预测、国信证券经济研究所整理

## 十四、海正药业（600267.SH）



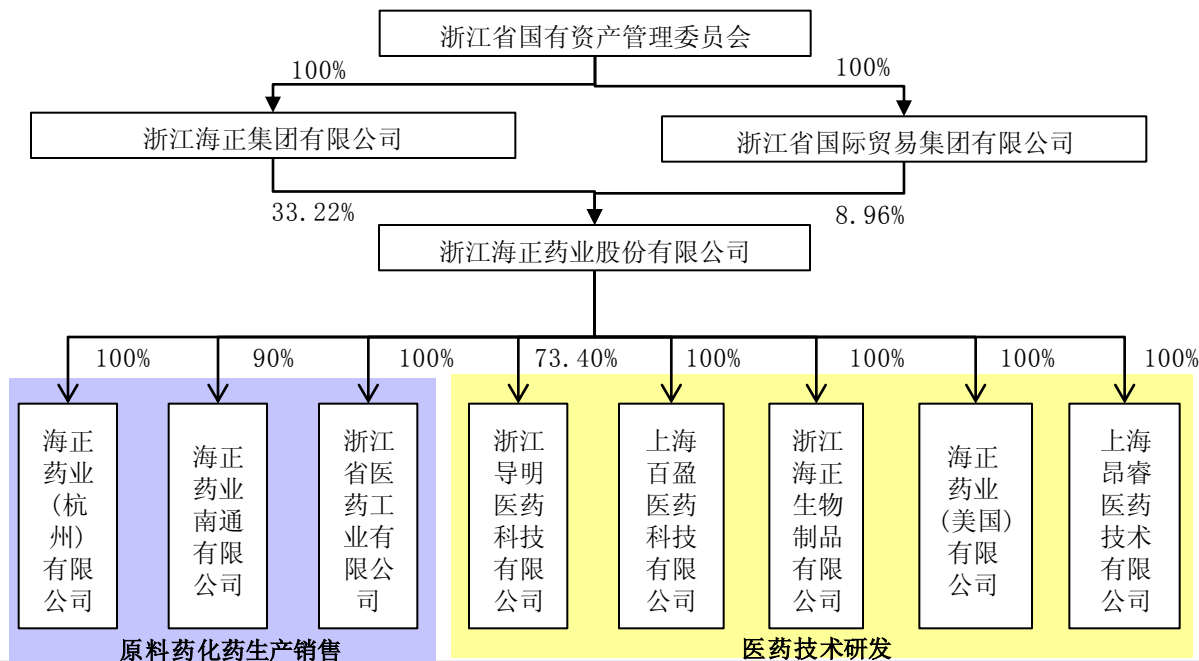
### 公司简介

- 海正药业是中国领先的原料药生产企业，是中国最大的抗生素、抗肿瘤药物生产基地之一，研发领域涵盖化学合成、微生物发酵、生物技术、天然植物提取及制剂开发等多个方面，产品治疗领域涉及抗肿瘤、心血管系统、抗感染、抗寄生虫、内分泌调节、免疫抑制、抗抑郁等。



### 股权结构

- 海正药业为浙江省国资委旗下子公司，浙江省国资委通过海正集团与浙江省国际贸易集团持股42.18%。公司在药品生产、研发等领域控股及参股24家公司。



# 十四、海正药业（600267.SH）



## 成长性、盈利能力和资产结构分析

海正药业营收增长和净利润增长13-15年出现大幅下降，但16年前三季度出现回升，净利润增长率高于可比公司均值。毛利率与净利率呈下降趋势，低于可比公司均值。资产负债率近年来有所上升，高于可比公司均值。公司近年利润大幅下滑主要是由于公司控股子公司原研产品特治星供货原因导致销售收入减少、公司部分抗肿瘤类产品销量下滑及部分原料药因FDA进口警示而暂时不能进入美国市场导致销售收入减少。

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016Q3
<b>营收增长率%</b>							
海正药业	13.51	13.57	12.41	48.31	17.35	-13.17	9.37
新华制药	12.59	12.37	1.16	6.67	5.85	0.20	7.33
华海药业	10.22	78.68	10.22	14.00	12.57	35.41	20.66
平均	12.11	34.87	7.93	22.99	11.92	7.48	12.45
<b>净利润增长率%</b>							
海正药业	34.32	37.69	-47.80	88.63	8.76	-77.12	83.84
新华制药	-2.99	-22.52	-67.02	45.87	78.38	37.57	42.08
华海药业	-43.10	128.89	58.11	7.36	-29.36	70.11	8.35
平均	-3.93	48.02	-18.90	47.29	19.26	10.19	44.76
<b>综合毛利率%</b>							
海正药业	29.25	28.17	25.28	34.67	33.48	27.83	26.54
新华制药	18.38	18.59	17.64	16.20	20.47	23.26	24.17
华海药业	41.97	39.63	40.27	43.86	44.68	49.22	47.73
平均	29.87	28.79	27.73	31.57	32.88	33.44	32.81
<b>销售净利率%</b>							
海正药业	8.24	9.99	4.64	5.90	5.47	1.44	2.24
新华制药	3.93	2.71	0.88	1.21	1.90	2.61	3.33
华海药业	9.14	11.71	16.80	15.83	9.93	12.48	12.67
平均	7.10	8.14	7.44	7.64	5.77	5.51	6.08
<b>资产负债率%</b>							
海正药业	53.66	44.19	50.82	57.36	52.22	57.42	59.36
新华制药	37.42	41.76	51.02	53.32	54.96	55.83	55.40
华海药业	35.82	40.65	39.41	32.40	27.58	32.55	36.31
平均	42.30	42.20	47.08	47.69	44.92	48.60	50.36

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

## 十四、海正药业（600267.SH）



### 竞争优势

- 集原料药、制剂研发、生产和销售一体化的综合性制药企业，正在实现从原料药向高端制剂、从化学药向生物药、从仿制向自主创新的业务转型和产业升级。
- 公司为国家首批创新型企业，产品品种梯度齐全，从新药到仿制药大品种，涵盖微生物药物、化学合成药物、生物技术药物、植物提取类药物等领域。



### 国企改革预期

- 2016年10月公司董事会通过预案，公司董事长白骅、董监高和部分核心技术人员出资的台州海畅、台州汇纳以及员工持股计划拟参与增发9000万股，每股价格为13.00元。本次增发尚需浙江国资委同意。
- 收入占比约30%的核心子公司海正辉瑞（15年归母净利润贡献1.23亿），其外资股东辉瑞有可能撤资。



### 财务预测

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	8,604.31	10,096.75	8,767.43	9,630.00	11,075.00	13,401.00
增长率(%)	48.31	17.35	-13.17	9.84	15.01	21.00
归母净利润(百万)	301.86	307.90	13.57	45.00	258.00	462.00
增长率(%)	0.19	2.00	-95.59	231.69	473.33	79.07
EPS(摊薄)	0.36	0.32	0.01	0.05	0.27	0.44
ROE(摊薄)(%)	6.18	4.38	0.20	0.64	3.29	5.03
PE	41.23	52.93	1,128.03	292.06	50.94	31.09
PEG	218.90	26.46	-11.80	1.26	0.11	0.36

资料来源：截止2017年1月23日，WIND一致预测、国信证券经济研究所整理

# 十五、南京医药（600713.SH）



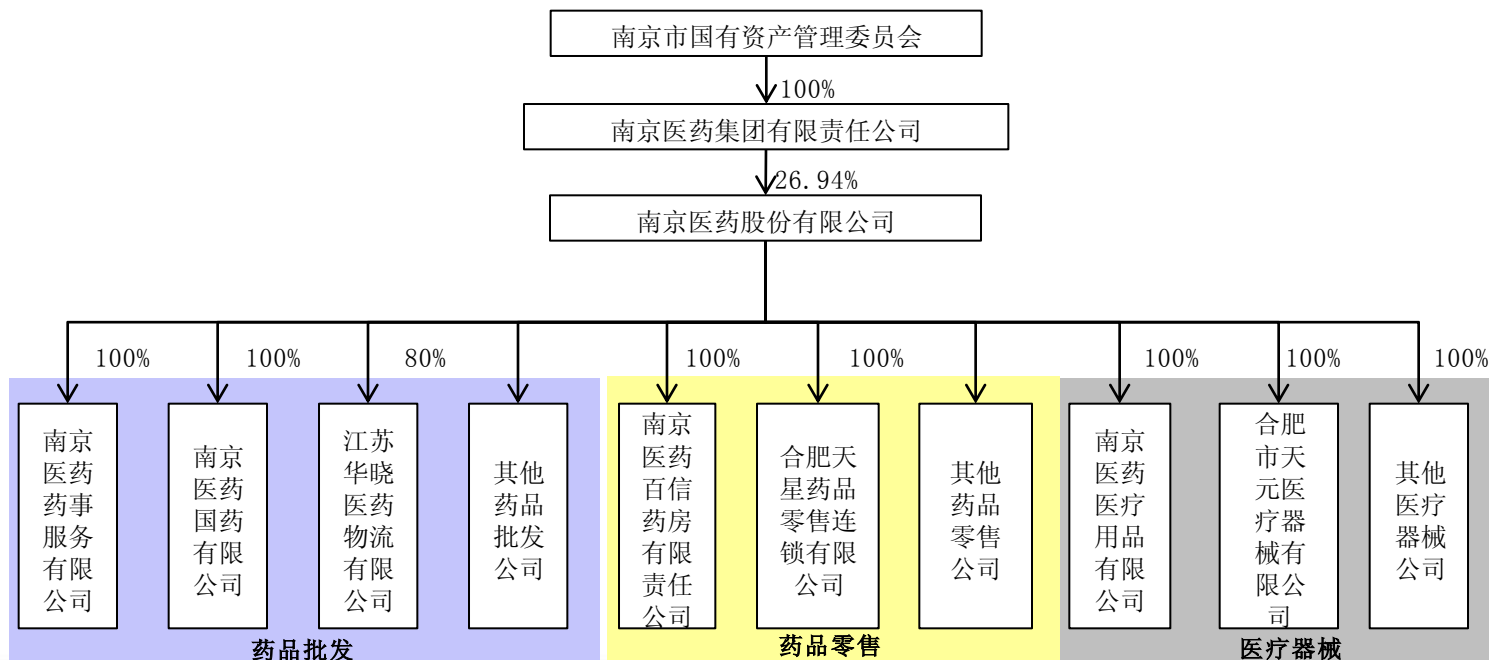
## 公司简介

- 南京医药是国内首家医药流通类上市公司，拥有良好的终端和渠道优势。通过全面整合健康产品与服务的集成化供应链，构建基于订单为导向、以药事管理服务为特征的集成化供应链公司，逐步由传统医药商业企业向为公众和社会提供健康产品与服务的现代医药健康服务企业转型。



## 股权结构

- 南京医药为南京市国资委旗下子公司，控股股东股权占比为26.94%。公司在医药流通与医疗器械领域控股及参股60余家公司。



# 十五、南京医药（600713.SH）



## 成长性、盈利能力和资产结构分析

南京医药营收增长和净利润增长近两年有放缓趋势，16年前三季度低于可比公司。毛利率与净利率较为稳定，但总体低于可比公司。资产负债率近两年略有回升，高于可比公司均值。

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016Q3
<b>营收增长率%</b>							
南京医药	8.57	11.96	4.96	3.96	14.76	12.40	7.31
柳州医药	-	-	30.42	27.82	24.35	15.07	15.66
鹭燕医药	-	-2.87	58.97	17.76	14.13	5.17	7.55
平均	8.57	4.54	31.45	16.51	17.75	10.88	10.17
<b>净利润增长率%</b>							
南京医药	-111.49	-2,803.07	97.18	1,256.86	154.79	26.42	11.50
柳州医药	-	-	24.93	43.18	18.64	27.62	43.15
鹭燕医药	-	-	43.05	19.41	1.70	3.81	2.73
平均	-111.49	-2,803.07	55.05	439.82	58.38	19.29	19.12
<b>综合毛利率%</b>							
南京医药	7.10	7.04	7.56	6.37	6.06	5.92	5.83
柳州医药	-	8.31	8.57	8.77	8.85	8.68	9.03
鹭燕医药	-	7.94	7.68	8.54	8.52	7.97	7.41
平均	7.10	7.76	7.94	7.89	7.81	7.52	7.42
<b>销售净利率%</b>							
南京医药	-0.04	-1.07	-0.03	0.32	0.69	0.78	0.87
柳州医药	-	3.06	2.93	3.29	3.13	3.48	4.36
鹭燕医药	-	2.17	1.95	1.98	1.76	1.74	1.52
平均	-0.04	1.39	1.62	1.86	1.86	2.00	2.25
<b>资产负债率%</b>							
南京医药	84.91	84.95	85.76	86.44	78.55	78.67	81.11
柳州医药	-	82.57	81.34	81.43	68.57	68.39	45.17
鹭燕医药	-	73.28	79.85	80.26	80.41	78.24	65.66
平均	84.91	80.27	82.32	82.71	75.84	75.10	63.98

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理



# 十五、南京医药（600713.SH）

## ✓ 竞争优势

- 公司是地方性医药流通龙头企业。1) 在江苏、安徽、福建处于龙头或前三强地位，两票制+营改增政策下受政策利好。2) 优势区域恰巧是医改重点省份，公司净利率低于同业平均水平,未来进一步下滑机会较小。3) 与上药、广药等六家公司合作GPO平台，在6家公司中净利率最低，效率改善弹性最大。

## ✓ 国企改革预期

- 2016年4月，通过公司控股股东南京医药集团有限责任公司间接持有公司26.94%股权的新工集团携同公司员工持股计划等8方参与定增20亿，发行价格为6.57元 / 股。

## ✓ 财务预测

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	18,737.79	22,075.78	24,813.09	26,996.12	29,718.25	32,625.12
增长率(%)	3.96	17.81	12.40	8.80	10.08	9.78
归母净利润(百万)	38.68	128.88	156.72	188.14	277.94	333.73
增长率(%)	257.48	233.19	21.60	20.04	47.73	20.07
EPS(摊薄)	0.06	0.14	0.17	0.18	0.26	0.32
ROE(摊薄)(%)	3.67	6.02	6.81	6.03	7.96	8.65
PE	94.68	50.07	59.90	44.25	29.96	24.95
PEG	0.37	0.21	2.77	1.89	0.54	1.06

资料来源：截止2017年1月23日，WIND、国信证券经济研究所整理

## 十六、金陵药业（000919.SZ）



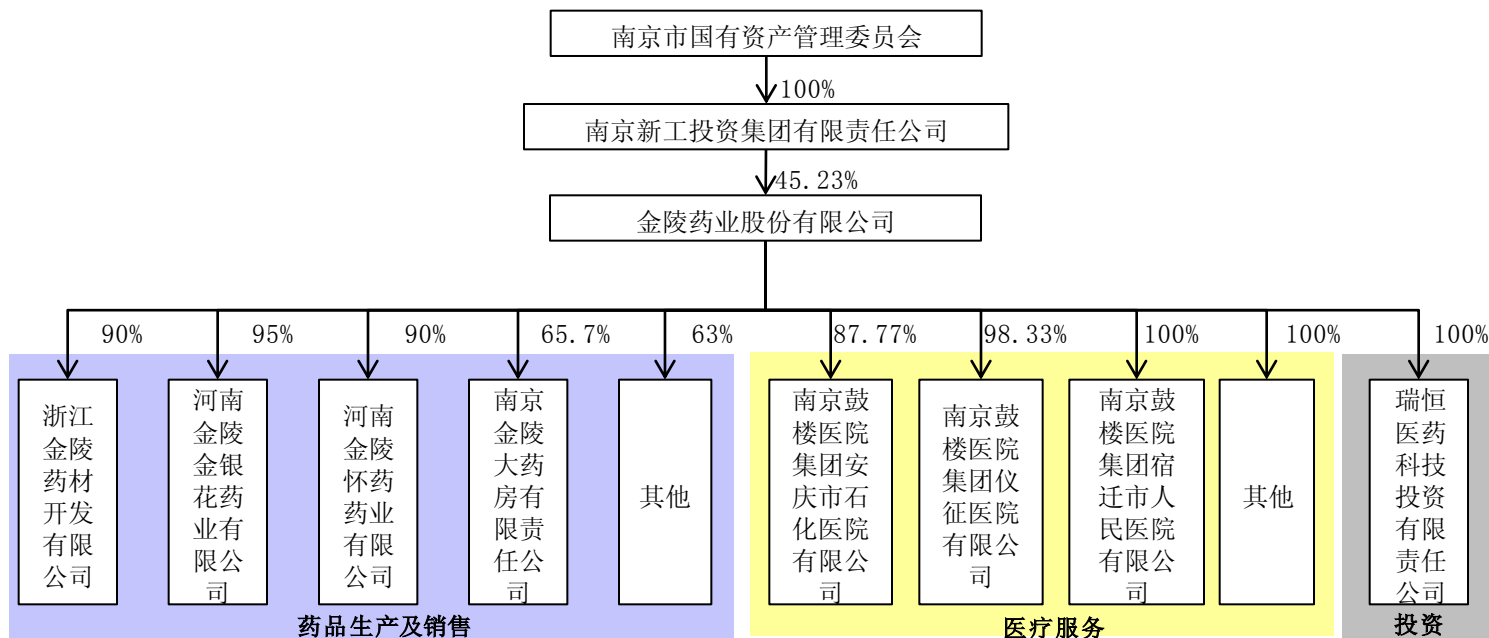
### 公司简介

- 金陵药业是科工贸一体化、产学研相结合的大型现代化上市公司，形成了以中成药为主，中西药相结合为发展目标的战略格局。“脉络宁注射液”、“胃得安片”、“香菇多糖注射液”等产品被列为国家中药保护品种。



### 股权结构

- 金陵药业为南京市国资委旗下子公司，控股股东股权占比为45.23%。公司在药品生产销售及医疗服务领域控股及参股30余家公司。



# 十六、金陵药业（000919.SZ）



## 成长性、盈利能力和资产结构分析

金陵药业营收增长率近两年高于可比公司，但净利润增长近年放缓，16年前三季度净利润出现负增长，成长性低于可比公司。毛利率与净利率近两年有下降趋势，但仍然高于可比公司均值。资产负债率基本稳定，始终低于可比公司均值。

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016Q3
<b>营收增长率%</b>							
金陵药业	9.89	4.44	2.12	13.05	6.38	16.21	12.98
柳州医药	-	0.00	30.42	27.82	24.35	15.07	15.66
鹭燕医药	-	-2.87	58.97	17.76	14.13	5.17	7.55
平均	9.89	0.52	30.50	19.54	14.95	12.15	12.06
<b>净利润增长率%</b>							
金陵药业	-11.86	-9.49	-14.89	6.03	28.99	6.87	-13.99
柳州医药	-	-	24.93	43.18	18.64	27.62	43.15
鹭燕医药	-	-	43.05	19.41	1.70	3.81	2.73
平均	-11.86	-9.49	17.70	22.87	16.44	12.77	10.63
<b>综合毛利率%</b>							
金陵药业	26.43	25.04	23.94	23.60	24.23	21.97	21.20
柳州医药	-	8.31	8.57	8.77	8.85	8.68	9.03
鹭燕医药	-	7.94	7.68	8.54	8.52	7.97	7.41
平均	26.43	13.76	13.40	13.63	13.87	12.87	12.55
<b>销售净利率%</b>							
金陵药业	10.77	9.33	7.78	7.29	8.84	8.13	6.78
柳州医药	-	3.06	2.93	3.29	3.13	3.48	4.36
鹭燕医药	-	2.17	1.95	1.98	1.76	1.74	1.52
平均	10.77	4.85	4.22	4.19	4.58	4.45	4.22
<b>资产负债率%</b>							
金陵药业	19.84	21.40	22.92	22.09	24.05	24.04	22.72
柳州医药	-	82.57	81.34	81.43	68.57	68.39	45.17
鹭燕医药	-	73.28	79.85	80.26	80.41	78.24	65.66
平均	19.84	59.08	61.37	61.26	57.68	56.89	44.52

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

## 十六、金陵药业（000919.SZ）



### 竞争优势

- 公司业务分为医药、医疗两大平台，收入与毛利占比大约为7:3。在医药领域，。公司主力品种“脉络宁注射液”工艺方法被列入《国家秘密技术项目目录》，“桂冠”商标亦为中国驰名商标。
- 医疗服务方面，公司拥有运作医院项目的经验和能力，与鼓楼医院集团协议合作，现控股三家综合性医院：宿迁医院为三级乙等医院，仪征医院、安庆医院为二级甲等医院。



### 国企改革预期

- 2014年金陵集团无偿划拨给新工集团45.23%的股份。
- 公立医院改制仍然存在注册、运营等各方面困难。



### 财务预测

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	2,605.71	2,771.94	3,221.38	3,713.35	4,211.56	4,793.65
增长率(%)	13.05	6.38	16.21	15.27	13.42	13.82
归母净利润(百万)	155.89	197.18	208.11	232.77	279.88	336.51
增长率(%)	8.59%	26.49%	5.54%	11.85%	20.24%	20.24%
EPS(摊薄)	0.31	0.39	0.41	0.46	0.56	0.67
ROE(摊薄)(%)	7.08%	8.50%	8.51%	8.16%	8.88%	9.72%
PE	29.74	34.76	41.66	28.90	24.04	19.99
PEG	3.46	1.31	7.52	2.44	1.19	0.99

资料来源：截止2017年1月23日，WIND一致预测、国信证券经济研究所整理

# 目 录

- ✓ 国企改革稳步推进，2017进入落地年
- ✓ 医药国企经营效率低，“资源+品牌”潜力待释放
- ✓ 医药国企改革全景梳理和重点标的分析
- ✓ 附录：国企改革重大政策一览

# 国企改革标志性文件及主要内容-1

项目	时间	主要内容或目标
《国有控股上市公司（境内）实施股权激励试行办法》、《国有控股上市公司（境外）实施股权激励试行办法》	2006年12月6日	为指导、规范国有控股上市公司规范实施股权激励制度，建立健全激励与约束相结合的中长期激励机制，进一步完善公司法人治理结构提供了政策依据。 上市公司首次实施股权激励计划授予的股权数量原则上应控制在上市公司股本总额的1%以内，上市公司全部有效的股权激励计划所涉及的标的股票总数累计不得超过公司股本总额的10%。在股权激励计划有效期内，高级管理人员个人股权激励预期收益水平，应控制在其薪酬总水平（含预期的期权或股权收益）的30%以内。
《关于规范国有控股上市公司实施股权激励制度有关问题的通知》	2008年12月11日	严格股权激励的实施条件，加快完善公司法人治理结构；完善股权激励业绩考核体系，科学设置业绩指标和水平；合理控制股权激励收益水平，实行股权激励收益与业绩指标增长挂钩浮动；进一步强化股权激励计划的管理，科学规范实施股权激励。 重新规定激励对象股权激励收益占本期股票期权（或股票增值权）授予时薪酬总水平（含股权激励收益，下同）的最高比重，境内上市公司及境外H股公司原则上不得超过40%，境外红筹股公司原则上不得超过50%。
“383”改革方案	2013年10月27日	1. 完成国有企业的公司制改造，为国有资产的资本化运作创造条件。对尚未实行改制的国企，尽快实施规范的公司化改造；对具备条件的企业可以实行股权结构多元化改革，或做上市安排。2. 按照不同职能建立一批国有资本运营基金。3. 确定国有资产具有以下四项基本职能：社会保障职能，提供非盈利性公共服务职能，促进战略性新兴产业稳定、竞争和创新的职能，保障国家安全的职能。
《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	2013年11月15日	积极发展混合所有制经济；完善国有资产管理体制，改革国有资本授权经营体制。推动国有企业完善现代企业制度，准确界定不同国有企业功能；国有企业要合理增加市场化选聘比例；组建若干国有资本运营公司，支持有条件的国有企业改组为国有资本投资公司。划转部分国有资本充实社会保障基金。完善国有资本经营预算制度，提高国有资本收益上缴公共财政比例，2020年提到百分之三十，更多用于保障和改善民生。另外，国资监管部门将选择股权结构多元化、市场化程度较高的国企，按照之前文件的有关规定，先施行股权激励机制，再逐渐全面推开。

# 国企改革标志性文件及主要内容-2

项目	时间	主要内容或目标
国务院国资委发布了央企“四项改革”试点名单	2014年7月15日	1. 中央企业改组国有资本投资公司试点，中粮、国投集团入围。2. 中央企业发展混合所有制经济试点，中国医药集团、中国建材入围。3. 中央企业董事会行使高级管理人员选聘、业绩考核和薪酬管理职权试点，中国节能环保集团、中国建材、新兴际华集团和中国医药集团4家入围。4. 是向中央企业派驻纪检组试点，将选2-3家列入试点，尚未详列入围名单。
《中央管理企业负责人薪酬制度改革方案》	2014年8月29日	明确，下一步央企高管薪酬将采用差异化薪酬管控的办法，综合考虑国企高管当期业绩和中长期持续发展，重点对行政任命的央企高管人员以及部分垄断性的高收入行业的央企负责人薪酬水平实行限高，以此来抑制央企高管获得畸高薪酬，缩小央企内部分配差距，使得央企高管人员薪酬增幅低于企业职工平均工资增幅。
《关于合理确定并严格规范中央企业负责人履职待遇、业务支出的意见》	2014年8月29日	按照十八届三中全会提出的“合理确定并严格规范国有企业管理人员薪酬水平、职务待遇、职务消费、业务消费”的要求，进一步推进中央企业负责人履职待遇和业务支出制度体系建设和严格规范管理。要按照依法依规、廉洁节俭、规范透明的原则，对央企负责人“三公消费”设置上限标准，明确禁止性规定，进行严格规范。要严肃财经纪律，严禁公款用于个人支出；严禁企业按照职务为企业负责人个人设置定额的消费。
《中华人民共和国预算法》	2014年8月31日	新预算法的最大特点是将政府全部收入和支出纳入预算，这为划清财政和国资的关系问题、实施国资和财政及社保在新框架下的对接创造了决定性意义的前提条件。
中央经济工作会议召开	2014年12月	加快推进经济体制改革。要围绕解决发展面临的突出问题推进改革，推出既具有年度特点、又有利于长远制度安排的改革举措，继续抓好各项改革方案制定。要加快行政审批、投资、价格、垄断行业、特许经营、政府购买服务、资本市场、民营银行准入、对外投资等领域改革，使改革举措有效转化成发展动力。
《2015国务院政府工作报告》	2015年3月5日	本次报告包括宏观经济六大目标、财政三大目标、改革目标、开放目标、外汇储备、人民币国际化等方面。改革方面，将深化国有企业的改革；将推进财政改革、物价改革、利率改革。 <b>开放方面</b> ，将设立存款保险体系；将允许设立更多国内民间银行；将增加中国铁路、电力、交投和航空方面的国际市场份额；将在适合时间推行深圳-香港股市通。

资料来源：国务院、国资委，国信证券经济研究所整理



# 国企改革标志性文件及主要内容-3

项目	时间	主要内容或目标
《关于深化国有企业改革的指导意见》	2015年9月3日	《指导意见》共分8章30条，从改革的总体要求到分类推进国有企业改革、完善现代企业制度和国有资产管理体制、发展混合所有制经济、强化监督防止国有资产流失、加强和改进党对国有企业的领导、为国有企业改革创造良好环境条件等方面，全面提出了新时期国有企业改革的目标任务和重大举措
《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》	2015年9月23日	提出国有企业发展混合所有制经济五方面的工作任务：一是按照国有企业功能界定和分类，分类推进国有企业混合所有制改革。二是从集团公司和子公司、中央企业和地方企业不同层面，分层推进国有企业混合所有制改革。三是鼓励各类资本参与国有企业混合所有制改革。四是建立健全混合所有制企业治理机制。五是建立依法合规的操作规则
《关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》	2015年10月25日	提出“权责明晰、突出重点、放管结合、稳妥有序”的基本原则。明确了三方面的改革举措：一是推进国有资产监管机构职能转变。二是改革国有资本授权经营体制，改组组建国有资本投资、运营公司。三是提高国有资本配置和运营效率，建立国有资本布局和结构调整机制。
《关于加强和改进企业国有资产监督防止国有资产流失的意见》	2015年10月31日	从体制机制制度上进一步筑牢国有资产流失的防线，为促进国有企业持续健康发展提供坚强保障。提出五方面举措：一是着力强化企业内部监督。二是切实加强企业外部监督。三是实施信息公开加强社会监督。四是强化国有资产损失和监督工作责任追究。五是加强监督制度和能力建设。
《国有科技型企业股权和分红激励暂行办法》	2016年2月26日	建立国有科技型企业自主创新和科技成果转化的激励分配机制，调动技术和管理人员的积极性和创造性，推动高新技术产业化和科技成果转化。大型企业的股权激励总额不超过企业总股本的5%；中型企业的股权激励总额不超过企业总股本的10%；小、微型企业的股权激励总额不超过企业总股本的30%，且单个激励对象获得的激励股权不得超过企业总股本的3%
《企业国有资产交易监督管理办法》	2016年6月24日	对国家出资企业产权转让、增资、资产转让等国有资产交易行为作出了详细规定。企业产权转让和增资必须经过国资监管机构审核，因产权转让或增资致使国家不再拥有所出资企业控股权的，必须由国资监管机构报本级人民政府批准。对主业处于关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域，主要承担重大专项任务子企业的产权转让或子企业的增资行为，须由国家出资企业报同级国资监管机构批准。

资料来源：国务院、国资委，国信证券经济研究所整理



# 国企改革标志性文件及主要内容-4

项目	时间	主要内容或目标
《关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》	2016年7月17日	坚持服务国家战略、尊重市场规律、与改革相结合、严格依法规范、统筹协调推进的基本原则，到2020年，中央企业战略定位更加准确，功能作用有效发挥；总体结构更趋合理，国有资本配置效率显著提高；发展质量明显提升，形成一批具有创新能力和国际竞争力的世界一流跨国公司。明确了下一阶段推进中央企业结构调整和重组的重点工作，即“巩固加强一批、创新发展一批、重组整合一批、清理退出一批”
《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》	2016年8月2日	在国有控股混合所有制企业开展员工持股试点总的原则为：一是坚持依法依规、公开透明；二是坚持增量引入，利益绑定；三是坚持以岗定股、动态调整；四是坚持严控范围、强化监督。员工持股总量原则上不高于公司总股本的30%，单一员工持股比例原则上不高于总股本的1%
《关于完善中央企业功能分类考核的实施方案》	2016年8月24日	逐步完善符合企业功能定位实际的分类考核制度，基本形成导向清晰、远近结合的业绩考核体系，与企业负责人分类管理和选任方式相适应、与业绩考核结果相挂钩的差异化奖惩体系更加有效，业绩考核的科学性、针对性和引领作用显著增强，进一步明确和实化国有资本保值增值责任。
《中央企业负责人经营业绩考核办法》	2016年12月23日	新修订的《考核办法》对业绩考核的基本问题作出原则性、框架性政策规定，在一段时期内保持稳定。修改完善的主要内容包括：分档设置考核目标值，发挥考核目标的引领作用。基于企业功能定位实行分类考核，提高业绩考核的针对性和有效性。落实以管资本为主加强国有资产监管的要求，突出经济增加值考核。强化考核结果运用，完善激励约束机制。适应规范法人治理结构需要，完善董事会企业考核。

资料来源：国务院、国资委，国信证券经济研究所整理

# 地方国企改革推进情况-1

时间	地区	颁布文件或事项	主要目标
2013年12月17日	上海	《关于进一步深化上海国资改革促进企业发展的意见》	要求经过3年至5年的持续推进，基本完成国有企业公司制改革，除了国家政策明确必须保持国有独资的，其余企业实现股权多元化的目标。将国资委系统80%以上的国资集中在战略性新兴产业、先进制造业与现代服务业、基础设施与民生保障等关键领域和优势产业。明确功能定位并实施分类管理。竞争类企业、功能类企业、公共服务类企业。
2014年1月	贵州	《贵州省国资委监管企业产权制度改革三年行动计划》	把产权制度改革3年行动计划作为突破口和着力点，推进国资监管企业全面改革，通过改革释放更多红利，充分激发各类所有制经济活力。
2014年3月		贵州省国资委监管企业产权制度改革三年行动计划启动推介会召开	未来三年内，贵州省属28户国企将全部实现股权多元化。发展混合所有制经济、国有资本持股比例不设限制、改革方式不设限制，新一轮贵州国企产权制度改革力度、广度和深度堪称前所未有。
2014年3月24日	天津	《关于进一步深化国资国企改革的实施意见》	到2017年底，重点集团至少拥有1家上市公司，经营性国有资产证券化率达到40%；90%的国有资本聚积到重要行业和关键领域，国有资本布局聚积到40个行业左右。
2014年3月	安徽	《关于进一步深化国有企业改革的意见》	分类推进不同功能的国有企业改革，大力发展各类资本交叉持股、相互融合的混合所有制经济。到2020年省内竞争性国企将基本实行混合所有制，将积极引入外资和民间资本参与国企改制重组，以增量促进存量优化，实现双向获益。待“一企一策”的方针制定出台后，可期更多安徽国企加入改革行列。
2014年10月		《关于全面深化国资国企改革的若干意见》	
2014年4月3日	湖南	《关于进一步深化国有企业改革的意见》	2014年全面完成省、市州、县市区属上一轮国有企业改革任务，2015年基本解决国有企业改革历史遗留问题。从2014年起，全面启动新一轮深化国有企业改革工作，按照清理退出一批、重组整合一批、发展壮大一批的思路，分类推进国有企业改革。到2020年，在发展混合所有制经济、推进现代企业制度建设、完善国有资产监管体制等方面取得突破和进展。

资料来源：各地方国资委，国信证券经济研究所整理

# 地方国企改革推进情况-2

时间	地区	颁布文件或事项	主要目标
2014年4月	云南	《中共云南省委云南省人民政府关于全面深化国有企业改革的意见》	要以科学发展为主题，以转方式调结构为主线，以提高发展质量效益为中心。明确提出要大力发展混合所有制经济，全面推进国有股权开放性市场化重明确了国有资产管理体制和国有企业改革的重点和方向，提出进一步优化国有经济布局结构。传统特色优势产业做强做优，战略性新兴产业、现代服务业、基础设施、民生保障等产业和领域发展壮大，形成体现优势、发挥功能、配置合理的国有经济布局结构。
2014年4月	重庆	《关于进一步深化国资国企改革的意见》	分类推进国资国企改革，力争通过3—5年努力，推动大多数国有企业发展成为混合所有制企业、培育一批富有活力和竞争力的企业集团、形成适应重庆经济社会发展的国资布局、建立由市场决定的国有资本进退和补充机制、完善有中国特色的现代企业制度、形成统筹协调分类监管的国资监管体系“六大目标任务”。
2014年5月13日	四川	《关于深化国资国企改革促进发展的意见》	力争到2020年，实现国有资本布局不断优化，现代企业制度不断完善，产权多元化取得新突破，国有资产监管体制进一步健全。
2014年5月28日	湖北	《关于深化国有企业改革的意见》	到2020年，形成更加符合基本经济制度和社会主义市场经济要求的国有经济实现形式、国有资本运营方式、国有企业运行机制、国有资产监管体制。
2014年6月	江西	《关于进一步深化国资国企改革的意见》	经过5年的扎实推进，基本完成国企公司制股份制改革，形成市场化经营机制，使70%左右的国企发展成为混合所有制经济。完善以管资本为主的国资监管体制，实现经营性国有资产集中统一监管。经过5年的努力，使80%左右国有资本集中在关键领域和优势产业，实现省属国有资产总量、营业收入双超“万亿”。
2014年7月6日	山东	《关于深化省属国有企业改革完善国有资产管理体制的意见》	要推进国有企业产权多元化改革，加快完善现代企业制度和国有资产管理体制，改革国有资本运营机制，营造深化改革的良好环境。力争到2020年，形成更加符合基本经济制度和市场经济规则要求的现代企业制度、国有资产管理体制和国有经济布局结构，国有经济的活力、控制力、影响力进一步增强。省属国有企业公司制股份制改革全面完成，国有资产管理体制进一步完善，国有资本战略性调整基本完成。

资料来源：各地方国资委，国信证券经济研究所整理

# 地方国企改革推进情况-3

时间	地区	颁布文件或事项	主要目标
2014年7月9日	江苏	《关于全面深化国有企业和国有资产管理体制改革的意见》	改革的目标是到2020年构建完成具有江苏特色的国有经济布局 and 结构，企业国有资本在基础设施、能源资源、公共服务、战略性新兴产业、金融投资等重要领域的集聚度达到80%以上。本次江苏国资改革还将国企分为公共服务类、特定功能类以及一般竞争类三种类型，实施分类管理。并对混合所有制的改革给予大篇幅的介绍，明确提出允许混合所有制企业的员工持股。
2014年8月11日	青海	《关于深化国资国企改革的指导意见》	力争到2020年，形成更加符合基本经济制度和社会主义市场经济要求，具有青海特点的国有经济实现形式、国有资本运营方式、国有企业运行机制、国有资产监管体制，使国有经济、国有企业的活力得到显著增强。80%以上的国有资本聚集到关系全省经济社会发展的基础设施、重要资源开发、公共服务、新兴产业等重点行业和关键领域。
2014年8月18日	广东	《关于全面深化国有企业改革的意见》	要求到2015 年，全面完成国有企业公司制改造；至2017 年，全省混合所有制企业户数比重超过70%。国有资本主要集中在基础性、公共性、平台性、资源性、引领性等关键领域和优势产业，形成30 家左右营业收入超千亿或资产超千亿、具有国际竞争力的国有控股混合所有制企业。
2014年8月29日	北京	《关于全面深化市属国资国企改革的意见》	到2020 年，城市公共服务类和特殊功能类企业中的国有资本应占资本总量的60%以上，竞争类企业则以战略支撑企业为主；到2020 年，80%以上的国有资本集中到提供公共服务等领域。国资增量将从不具备竞争优势的产业和环节退出。国资增量一般不再以独资增量方式进入完全竞争领域。
2014年9月15日	陕西	《关于推进混合所有制经济发展的意见（试行）》	2014年，完成省属国有企业分类改革，积极推进子公司层面建立混合所有制企业；到2017年，大多数省属国有企业实现股权多元化，国有资产证券化率比2014年提升10%以上；到2020 年，国有企业基本建成现代企业制度，混合所有制企业成为市场经济的主要微观主体，国有资产证券化率再提高10%以上。

资料来源：各地方国资委，国信证券经济研究所整理

# 地方国企改革推进情况-4

时间	地区	颁布文件或事项	主要目标
2014年9月	甘肃	《关于进一步深化国资国企改革促进企业发展的意见》	四项主要目标：一是国资监管体制进一步完善。二是现代企业制度进一步健全。2017年前，国有企业全部完成公司制股份制改革，2020年国有经济中混合所有制比重达到60%左右。三是国有经济布局结构不断优化，国有资本向优势高效企业倾斜，向重点工业园区集中。四是国有企业发展质量明显提升。
2014年10月28日	河北	《关于深化国有企业改革指导意见》	2020 年所有的省属国企百分之百是混合所有制企业，并且已选定第一批、第二批试点企业。将对列入试点的省属国企分类实施混合所有制、董事会授权、改组改建国有资本投资公司、股权激励四项改革试点。河北省国资委网站资料显示，目前河北省国资委监管企业共有27家，涉及煤炭、钢铁、设计院所、航空、金融等多个行业。
2014年10月30日	宁夏	《关于进一步深化国有企业改革的意见》	2014年年底前提出分类监管实施办法，针对不同类型企业采取一企一策，研究提出不同改革措施。2015年上半年，开展自治区参股中央企业、区属国有独资企业混合所有制改革试点。2015年下半年，研究制定混合所有制企业职工持股办法。对已改制为混合所有制的企业，允许员工个人入股或以投资公司、股权信托、有限合伙企业等方式持股。
2014年10月	河南	《省管企业发展混合所有制经济试点工作方案》《省管企业市场化选聘职业经理人试点工作方案》	确定8 户省管企业担负第一批改革试点任务。此8 户试点企业，是力争在不同行业、不同层级、不同股权结构上具有代表性，在优化股权结构、规范企业公司治理、构建市场化经营机制等方面，有希望形成一批可推广、可复制的有效做法和经验。
2014年11月15日	黑龙江	《贯彻落实中央全面深化改革决定的意见》	到2020年，全省国资国企改革要在重要领域和关键环节上取得突破性、决定性成果。第一，推动国资监管从管人、管事、管资产向管资本过渡；第二，发展混合所有制经济，推动国有资本和非国有资本之间的相互融合、优势互补；第三，国有企业的分类监管。根据不同领域国有资本的战略定位和发展目标，将国企分为竞争类、功能类和公益类三个类别，实施分类监管、分类指导、分类考核。
2014年12月20日	辽宁	《关于进一步深化全省国资国企改革的意见》	到2017年底，重点集团至少拥有1家上市公司，经营性国有资产证券化率达到40%；90%的国有资本聚积到重要行业和关键领域，国有资本布局聚积到40个行业左右。



# 地方国企改革推进情况-5

时间	地区	颁布文件或事项	主要目标
2015年2月13日	北京	《2015年市政府工作报告重点工作分工方案》	妥善解决国有企业历史遗留问题，推动市属企业与中央企业、中关村高新技术企业合作发展，完善法人治理结构，提高国有资本证券化率；健全国资监管体制，以管资本为主加强国资监管，完善国有企业负责人长效激励和约束机制。
2015年2月28日	山东	审议并原则通过6项意见、方案、规定和办法。	改革政策、方案、力度、进度相统一，是26条的具体化、深化、细化，这里头有时间进度，有责任分工，有成果要求。省属企业国有资本划转充实社会保障基金有了具体时间表。
2015年3月13日	云南	5户企业试点方案制定完成	云南省国资委重点抓好发展混合所有制经济、完善现代企业制度、调整优化布局结构、推进分类监管、完善监管体制等5个方面文件的制定，同时推进自主创新、转型升级、国际化经营等配套文件起草。同时确定了农垦集团、能投集团、圣乙公司、西南交建和云锡控股等企业作为改革试点企业，目前5户企业试点方案已经制定完成。
2015年5月8日	浙江	《关于加快推进省属国有资产证券化工作的实施意见》	多渠道推进企业上市。优化企业股权结构。推进资产重组整合。提高中介机构服务效率。积极解决遗留问题。多形式实现资产证券化。形成推进资产证券化工作合力。
2015年12月09日	河北	《关于地方国有企业发展混合所有制经济的实施意见》	大型企业集团，通过分离改革辅业和办社会职能，做强做优企业，改制重组为公众公司，加快在境内外资本市场上市或整体上市，着力提高国有资本证券化水平。中小型国有企业，通过实施资产重组、资源重组、资本重组和要素重组，加快股权结构多元化进程，着力推动国有资本有序进退，合理流动和优化配置。通过各类市场主体、社会资本与国有资本投资互动、打捆投资、抱团出海，以及生产经营模式、资本运营模式、商业模式的不断创新，在优势支柱产业、战略性新兴产业、公共基础设施建设和国际产能合作等领域，着力建设发展一批境内外优质高效项目，形成建设经济强省、美丽河北的新生力量。
2015年12月18日	内蒙古	《关于推进国有企业发展混合所有制经济的实施意见》	通过深化国有企业混合所有制改革，推动完善现代企业制度，健全企业法人治理结构；提高国有资本配置和运行效率，优化国有经济布局，增强国有经济活力、控制力、影响力和抗风险能力，主动适应和引领经济发展新常态；促进国有企业转换经营机制，放大国有资本功能，实现国有资产保值增值，实现各种所有制资本取长补短、相互促进、共同发展，夯实社会主义基本经济制度的微观基础。在国有企业混合所有制改革中，要防止因监管不到位、改革不彻底而导致国有资产流失。

# 地方国企改革推进情况-6

时间	地区	颁布文件或事项	主要目标
2015年12月22日	湖北	《关于深化国有企业改革的实施意见》	到2020年，在国有企业改革重要领域和关键环节取得决定性成果，使国有企业真正成为依法自主经营、自负盈亏、自担风险、自我约束、自我发展的独立市场主体，做强做优做大国有企业。
2015年12月22日	江西	《江西省属国资国企改革实施方案》	提出到2018年底，要通过整体上市等方式，使混合所有制经济成为省属国有经济的重要实现形式，80%左右的省属国有资本向战略性新兴产业、高端服务业、传统优势产业和基础设施与民生保障领域集中，形成2-3家营业收入过千亿的大型集团，4-5家国有资本投资运营公司，10家左右营业收入过百亿的龙头企业，实现省属国有资产总量、营业收入双超“万亿”。
2016年1月8日	甘肃	《关于深化国有企业改革的实施意见》	到2020年，在国有企业改革重要领域和关键环节取得决定性成果，形成更加符合我国基本经济制度和社会主义市场经济发展要求的国有资产管理体制、现代企业制度、市场化经营机制，国有资本布局结构更趋合理，造就一批德才兼备、善于经营、充满活力的优秀企业家，培育一批具有创新能力和国际竞争力的国有骨干企业，国有经济活力、控制力、影响力、抗风险能力明显增强，使国有企业成为带动全省经济社会持续健康发展的重要支撑力量。
2016年2月18日	福建	《关于深化国有企业改革的实施意见》	到2020年，国有企业改革重要领域和关键环节取得决定性成果，国有企业市场主体地位更加凸显，与市场经济相融合的现代企业制度全面建立；以依法治企为核心的公司法人治理结构基本形成，适应市场竞争的国有企业领导人员管理体制机制有效运转；以管资本为主的国有资产管理体制健全完善，经营性国有资产实现集中统一监管；国有企业自主创新、产业转型升级、保护环境、履行社会责任的引领和表率作用充分发挥；国有企业党的建设和反腐倡廉工作进一步加强，国有企业党组织政治核心作用充分发挥。
2016年3月29日	重庆	《关于深化市属国有企业改革的实施方案》	明确了全市“十三五”时期国资国企改革的指导思想，细化了目标任务，包括分类推进国企改革、完善现代企业制度、完善国有资产管理体制、发展混合所有制经济、强化监督防止国有资产流失、加强和改进党对国有企业的领导、为国企改革创造良好环境条件等。
2016年4月28日	广西	《关于推进国有企业发展混合所有制经济的实施意见》	加快培育发展上市公司，加快国有企业公司制股份制改革，推进产权结构向多元化、股份化、证券化转变。分类推进混合所有制改革，根据不同企业的功能定位，合理设定国有股权比例，优化股权结构。分层推进混合所有制改革，区分集团公司、子公司不同层级推进混合所有制改革。积极推进开放性市场化联合重组，鼓励支持非国有资本通过出资入股、收购股权、认购可转债、融资租赁等多种方式参与国有企业改制重组、参与国有控股上市公司增资扩股、参与国有企业项目投资。探索实行混合所有制企业员工持股，坚持激励和约束相结合的原则。

资料来源：各地方国资委，国信证券经济研究所整理

# 地方国企改革推进情况-7

时间	地区	颁布文件或事项	主要目标
2016年5月21日	天津	《关于深化市属国有企业“四个一批”改革的支持政策》	提出“四个一批”的政策：支持出清一批空壳企业，支持出让一批低效企业，支持混改一批潜力企业，支持上市一批优势企业。
2016年09月12日	广东	《关于深化国有企业改革的实施意见》	到2020年，在国有企业改革重要领域和关键环节取得决定性成果，形成更加符合我国基本经济制度和社会主义市场经济发展要求的国有资产管理体制、现代企业制度、市场化经营机制，国有资本布局结构更趋合理，造就一大批德才兼备、善于经营、充满活力的优秀企业家，培育一大批具有创新能力和国际竞争力的国有骨干企业，国有经济活力、控制力、影响力、抗风险能力明显增强。
2016年12月5日	四川	《四川省深化国有企业改革实施方案》	到2020年，实现国有资本布局不断优化、现代企业制度不断健全、产权多元化取得新突破、国有资产监管体制进一步健全等四大目标。
2016年12月23日	青海	《关于全面深化省属出资企业重点改革工作的实施意见》	2017年将在符合条件的省属出资企业推进董事会授权改革试点；将选择部分市场化程度较高、董事会运作规范的企业开展市场化选聘经营者试点；开展省属出资企业重大信息公开披露制度改革试点，加快构建“五位一体”的国资监管体系；启动开展省属出资企业三项制度改革试点；2017年上半年完成省属国有独资公司章程新一轮修订，加快国有控股公司章程修订；启动开展企业分离办社会职能工作等。
2016年12月26日	北京	《关于市属国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的实施办法》	1) 与国资发改革〔2016〕133号文保持一致，不突破政策底线和红线。2) 优先支持符合首都城市战略定位的企业参与试点，市属一级企业、四级及以下企业原则上暂不开展试点，城市公共服务类和特殊功能类企业中从事资源性、垄断性和政策性业务的企业，不实施员工持股。3) 从员工持股方案制订到程序履行做了详细的规定，关注职工、监事会、外部董事和非公有资本股东意见，明确员工持股与股权激励的区别，注意与上市公司员工持股计划等相关政策进行衔接。
2017年1月18日	上海	《关于本市地方国有控股混合所有制企业员工持股首批试点工作实施方案》	试点标准为：1) 竞争性行业。2) 非公有资本所持股份原则上不低于10%。3) 关联交易创造的收入、利润占比低。4) 科研院所、高新技术企业等优先。5) 市属一级企业原则上暂不展开。

资料来源：各地方国资委，国信证券经济研究所整理



## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业 投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券经济研究所

Guosen Securities Economic Research Institute

全球视野 本土智慧  
GLOBAL VIEW LOCAL WISDOM

