

国药一致 (000028)

引入战投，看好国大药房未来协同发展

增持 (维持)

2017年09月04日

市场数据

报告日期	2017-09-04
收盘价(元)	68.59
总股本(百万股)	428.13
流通股本(百万股)	362.63
总市值(百万元)	29365.23
流通市值(百万元)	21108.19
净资产(百万元)	8864.46
总资产(百万元)	22199.77
每股净资产	20.71

主要财务指标

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	41248	44658	49230	54679
同比增长(%)	9.1%	8.3%	10.2%	11.1%
净利润(百万元)	1187	1237	1433	1668
同比增长(%)	27.9%	4.2%	15.8%	16.4%
毛利率(%)	11.2%	11.0%	11.5%	11.9%
净利润率(%)	2.9%	2.8%	2.9%	3.1%
净资产收益率(%)	14.0%	12.6%	12.7%	12.9%
每股收益(元)	1.81	2.89	3.35	3.90
每股经营现金流(元)	3.44	2.08	2.51	2.59

相关报告

《内生增长平稳，看好国大药房发展空间》2017-08-23
《业绩保持稳定增长，未来“批零一体”空间广阔》2017-04-18
《业绩保持稳定增长，未来“零售分销”空间广阔》2017-03-22

分析师：

杜向阳

duxiangyang@xyzq.com.cn

S0190517080004

徐佳熹

xujiaxi@xyzq.com.cn

S0190513080003

投资要点

- 近日，公司公告，第七届董事会第二十五次会议决议公告通过《关于全资子公司国药控股国大药房有限公司增资扩股引入战略投资者的议案》、《关于国药控股国大药房内蒙古有限公司收购呼和浩特市天赐医药连锁有限公司资产的议案》、《关于国药控股广州有限公司投资新设佛山市医用耗材供应链有限公司的议案》、《关于国药控股广西有限公司合资新设国药控股国润医疗供应链服务(广西)有限公司的议案》等。
- **盈利预测与评级：**公司在两广地区药品分销业务增速虽然放缓，但公司通过布局供应链服务，积极培育新的利润增长点。我们看好公司引入战略投资者，未来国大药房有望实现协同发展，市场占有率有望进一步提升。公司工业实现投资收益有望保持平稳增长。我们预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 2.89、3.35、3.90 元，对应 PE 分别为 24、21、18 倍，继续维持对公司的“增持”评级，建议长线投资者作为战略性品种积极配置。
- **风险提示：**国大药房未来业绩低于预期，分销业务拓展低于预期

报告正文

事件

- 近日，公司公告，第七届董事会第二十五次会议决议公告通过《关于全资子公司国药控股国大药房有限公司增资扩股引入战略投资者的议案》、《关于国药控股国大药房内蒙古有限公司收购呼和浩特市天赐医药连锁有限公司资产的议案》、《关于国药控股广州有限公司投资新设佛山市医用耗材供应链有限公司的议案》、《关于国药控股广西有限公司合资新设国药控股国润医疗供应链服务（广西）有限公司的议案》等。

点评

- **引入战略投资者，实现国大药房协同发展。**董事会同意国大药房增资扩股引入 1 名战略投资者，以资产评估报告为定价参考依据，增资完成后，国药一致仍然保持控股地位，持股 60%，战投持股 40%。我们认为此次引入战投意义重大：1) 2016 年重组方案中，国大药房以 2015 年 9 月 30 日为资产评估日，评估价值为 21.57 亿元，以 2015 年整体净利润 1.39 亿元来算 PE 约 16 倍，以归母净利润来算 PE 约为 27 倍。2016 年国大药房实现净利润 2.23 亿元 (+60.93%)，2017 年上半年实现净利润 1.31 亿元 (+30%)。考虑到国大药房业绩保持较快增速，我们认为国大药房估值有望得到明显的提升。2) 公司公告拟以 2835 万元收购呼和浩特市天赐医药连锁有限公司 16 家门店资产，未来国大药房预计还是通过”自建+收购“实现规模扩大，此次引入战投有利于优化股权结构，通过股权融资为公司提供并购资金来源；3) 国大药房目前遍布 19 个省市自治区，覆盖全国近 70 个城市，门店总数 3693 家（净增门店 191 家，直营新店净增 160 家，新开门店坪效逐步上升），通过引入战投有利于公司业务实现协同发展，提升经营效率，进一步拓展公司市场占有率。
- **布局供应链服务，积极推进业务转型。**国控广州拟持股 70%，设立佛山市医用耗材供应链有限公司。国控广西拟持有 30.6% 股权，合资设立国药控股国润医疗供应链服务（广西）有限公司。此次通过合资设立公司布局医用耗材与医疗器械等供应链业务，借助公司在两广区域拥有完整的药品分销网络（全面覆盖了两广二甲以上医疗机构，2016 年基层覆盖一级以上医院 1660 家，基层医疗客户 3348 家，零售终端客户 1447 家），积极培育新的利润增长点。
- **盈利预测与评级：**公司在两广地区药品分销业务增速虽然放缓，但公司通过布局供应链服务，积极培育新的利润增长点。我们看好公司引入战略投资者，未来国大药房有望实现协同发展，市场占有率有望进一步提升。公司工业实现投资收益有望保持平稳增长。我们预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 2.89、3.35、3.90 元，对应 PE 分别为 24、21、18 倍，继续维持对公司的“增持”评级，建议长线投资者作为战略性品种积极配置。

- **风险提示:** 国大药房未来业绩低于预期, 分销业务拓展低于预期

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	17685	19861	22603	25682
货币资金	3520	4528	5733	6979
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	7654	8287	9135	10147
其他应收款	475	514	567	629
存货	4049	4386	4810	5317
非流动资产	3628	3546	3431	3325
可供出售金融资产	14	14	14	14
长期股权投资	1413	1413	1413	1413
投资性房地产	167	167	167	167
固定资产	487	522	547	567
在建工程	47	36	31	28
油气资产	0	0	0	0
无形资产	320	202	85	-33
资产总计	21313	23407	26034	29006
流动负债	12136	12958	13900	15070
短期借款	1513	1513	1513	1513
应付票据	2407	2610	2861	3163
应付账款	6702	7268	7967	8809
其他	1515	1567	1559	1585
非流动负债	263	50	188	188
长期借款	0	-73	-43	-13
其他	263	123	231	201
负债合计	12399	13008	14089	15259
股本	363	428	428	428
资本公积	3152	3354	3354	3354
未分配利润	4689	5872	7304	8972
少数股东权益	464	563	678	812
股东权益合计	8914	10398	11946	13748
负债及权益合计	21313	23407	26034	29006

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1187	1237	1433	1668
折旧和摊销	220	106	110	113
资产减值准备	-28	13	7	12
无形资产摊销	80	80	80	80
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	102	-60	-110	-117
投资损失	-223	0	0	0
少数股东损益	95	99	115	134
营运资金的变动	-116	366	595	668
经营活动产生现金流量	465	888	1077	1110
投资活动产生现金流量	69	-16	-12	-12
融资活动产生现金流量	-449	136	140	147
现金净变动	84	1008	1205	1246
现金的期初余额	2655	3520	4528	5733
现金的期末余额	2739	4528	5733	6979

利润表

单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	41248	44658	49230	54679
营业成本	36648	39746	43568	48173
营业税金及附加	124	134	148	164
销售费用	2198	2322	2609	2898
管理费用	860	849	1083	1312
财务费用	102	-60	-110	-117
资产减值损失	-9	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	223	0	0	0
营业利润	1548	1668	1932	2250
营业外收入	59	0	0	0
营业外支出	7	0	0	0
利润总额	1600	1668	1932	2250
所得税	318	332	384	448
净利润	1282	1336	1548	1802
少数股东损益	95	99	115	134
归属母公司净利润	1187	1237	1433	1668
EPS(元)	1.81	2.89	3.35	3.90

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长性(%)				
营业收入增长率	9.1%	8.3%	10.2%	11.1%
营业利润增长率	25.4%	7.7%	15.8%	16.4%
净利润增长率	27.9%	4.2%	15.8%	16.4%
盈利能力(%)				
毛利率	11.2%	11.0%	11.5%	11.9%
净利率	2.9%	2.8%	2.9%	3.1%
ROE	14.0%	12.6%	12.7%	12.9%

偿债能力(%)

资产负债率	58.2%	55.6%	54.1%	52.6%
流动比率	1.46	1.53	1.63	1.70
速动比率	1.12	1.19	1.28	1.35

营运能力(次)

资产周转率	1.98	2.00	1.99	1.99
应收帐款周转率	5.30	5.57	5.62	5.64

每股资料(元)

每股收益	1.81	2.89	3.35	3.90
每股经营现金	3.44	2.08	2.51	2.59
每股净资产	19.74	22.97	26.32	30.21

估值比率(倍)

PE	24.75	23.74	20.50	17.60
PB	3.48	2.99	2.61	2.27

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
- 中 性: 相对表现与市场持平
- 回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
- 增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
- 中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
- 减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn
			杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
			李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn	胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn
			曹静婷	021-68982274	caojt@xyzq.com.cn
姚丹丹	021-38565778	yaodandan@xyzq.com.cn	卢俊	021-68982297	lujun@xyzq.com.cn
			张馨月	13167227339	zhangxinyue@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-68583167					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn	苏蔚	010-66290190	suwei@xyzq.com.cn
			朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn
			吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
袁博	15611277317	yuanb@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
陈姝宏	15117943079	chenshuhong@xyzq.com.cn	王文凯	010-66290197	wangwenkai@xyzq.com.cn
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元戩	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn
李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23826027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn	王留阳	13530830620	wangliuyang@xyzq.com.cn
张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					

国际机构销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	0755-23826028	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
马青岚	021-38565909	maql@xyzq.com.cn	曾雅琪	18817533269	zengyaqi@xyzq.com.cn
申胜雄	021-20370768	shensx@xyzq.com.cn	陈俊凯	021-38565472	chenjunkai@xyzq.com.cn
俞晓琦	021-38565498	yuxiaoqi@xyzq.com.cn	蔡明珠	021-68982273	caimzh@xyzq.com.cn
王奇	14715018365	kim.wang@xyzq.com.cn			
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-68583167					
港股机构销售服务团队					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
王文洲	18665987511	petter.wang@xyzq.com.hk	郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk
晁启滨 Evan	(852) 67350150	evan.chao@xyzq.com.hk	段濛濛	13823242912	duanmm@xyzq.com.hk
钟骏 Stephen	(852) 53987752	stephen.chung@xyzq.com.hk	陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk
张蔚瑜 Nikola	(852) 68712096	nikola.cheung@xyzq.com.hk	孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk
周围	13537620185	zhouwei@xyzq.com.hk			
地址：香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真：(852) 3509-5900					
私募及企业业务负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私企销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn	唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn
管庆	18612596212	guanqing@xyzq.com.cn	黄谦	18511451579	huangq@xyzq.com.cn
金宁	18810340769	jinning@xyzq.com.cn	陈欣	15999631857	chenxintg@xyzq.com.cn
彭蜀海	0755-23826013	pengshuhai@xyzq.com.cn	陶醉	0755-23826015	taozui@xyzq.com.cn
李桂玲	021-20370658	ligl@xyzq.com.cn	袁敏	021-20370677	yuanmin@xyzq.com.cn
晏宗飞	021-20370630	yanzongfei@xyzq.com.cn	徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-68583167					
证券与金融业务负责人			张枫	021-38565711	zhangfeng@xyzq.com.cn
证金销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
周子吟	021-38565485	zhouziyin@xyzq.com.cn	吴良彬	021-38565799	wulb@xyzq.com.cn
双星	021-38565665	shuangxing@xyzq.com.cn	黄梅君	021-38565911	huangmj@xyzq.com.cn
张力	021-68982272	zhanglil@xyzq.com.cn	王方舟	021-68982302	wangfangzhou@xyzq.com.cn
罗敬云	021-20370633	luojy@xyzq.com.cn	李晓政	021-38565996	lixzh@xyzq.com.cn
束海平	021-68982266	shuhp@xyzq.com.cn			
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-68583167					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

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。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。