



买入

52% ↑

目标价格:人民币 9.24

000078.CH

价格:人民币 6.07

目标价格基础:25倍 18年市盈率

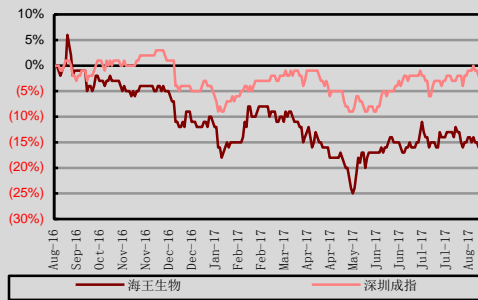
板块评级:未有评级

海王生物

并购提速加快扩张, 内生外延确立高速增长态势

公司 2017 上半年实现营业收入 92.22 亿元, 同比增长 45.00%; 实现归母净利润 2.36 亿元, 同比增长 135.34%; 实现归属于上市公司股东的扣非净利润 2.38 亿元, 同比增长 130.88%。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(4.3)	(1.6)	2.2	(15.0)
相对深证成指	(9.6)	(5.2)	(7.5)	(15.8)

发行股数(百万)	2,647
流通股(%)	70
流通股市值(人民币 百万)	11,270
3个月日均交易额(人民币 百万)	91
净负债比率(%) (2017E)	净现金
主要股东(%)	
深圳海王集团股份有限公司	46

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2017 年 8 月 30 日收市价为标准

相关研究报告

《海王生物——外延加速实现跨越式发展, 打造区域流通龙头》2017.7.28

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 医药商业

高睿婷

(8621)20328514

ruiting.gao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517080001

邓周宇

(0755)82560525

Zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

支撑评级的要点

- **外延并购提速, 扩大全国化商业布局。**2017 年上半年公司以并购及自设方式新增 20 余家药品与器械流通公司, 在原有优势地区基础上向外扩张, 抓住两票制压力下流通行业的兼并整合大潮进行跑马圈地, 力争成为医药流通区域龙头企业。
- **内生增长稳健, 股权激励提高内部动力。**公司“阳光集中配送”随业务模式成熟, 规模效应逐渐放大, 费用控制亦有成效, 前期开拓市场的费用随市场逐渐成熟, 费用率持续下降, 利润增速大幅快于收入增速。同时在山东、湖北、安徽、河南、黑龙江、湖南各省分别设立区域集团公司, 提高在招投标和集中采购过程中的议价能力, 对所在区域子公司股权进行梳理并实行股权激励, 提高内部动力。
- **多种融资渠道为公司快速发展提供资金支持。**公司通过公司债、信托贷款、中短期债券、ABS 等方式进行多渠道融资, 为公司发展提供充足资金保障, 现金流和资产负债率将得到明显改善。

评级面临的主要风险

- 并购速度不达预期的风险; 账期延长的风险; 相关政策的风险。

估值

- 公司加快全国化跑马圈地, 并购进一步提速, 内部增长动力稳健。预计 2017-2019 年净利润分别为 7.60/10.07/13.03 亿元, 对应每股收益分别为 0.29/0.38/0.49 元。维持目标价 9.24 元, 对应 25 倍 18 年市盈率, 维持**买入**评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	11,118	13,606	26,837	37,013	51,176
变动(%)	13	22	97	38	38
净利润(人民币 百万)	475	418	760	1,007	1,303
全面摊薄每股收益(人民币)	0.631	0.158	0.289	0.380	0.492
变动(%)	1,840.2	(75.0)	83.1	31.3	29.4
市场预期每股收益(人民币)			0.300	n.a.	n.a.
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.286	0.374	0.441
调整幅度(%)			1.05	1.60	11.56
全面摊薄市盈率(倍)	9.6	38.4	21.0	16.0	12.3
价格/每股现金流量(倍)	50.5	(10.7)	52.5	10.4	(10.3)
每股现金流量(人民币)	0.12	(0.57)	0.12	0.58	(0.59)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	29.3	17.4	8.9	6.2	5.0
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源: 公司数据及中银证券预测

外延并购提速，扩大全国化商业布局

2017年上半年公司以并购及自设方式新增20余家药品与器械流通公司，在原有优势地区基础上向外扩张，抓住两票制压力下流通行业的兼并整合大潮进行跑马圈地，力争成为医药流通区域龙头企业。

新增子公司以已布局城市为中心向周边拓展，重点分布于山东、河南、湖北、安徽、湖南、广东、黑龙江、上海等地，在传统优势省份内提高市场占有率的同时向外开拓新的市场，完成全国化布局，实现由量变到质变的跨越式发展。

根据公司公告及企业信息公示系统查询，截至8月中旬至少有16家新合并报表子公司完成工商变更登记。由于大部分公司在5月中旬之后并入，因此在中报中并未充分体现并购子公司对于收入和利润的贡献：从购买日到报告期末的收入仅12.5亿，利润共8,146万。随着下半年已收购公司并表比例增大以及3、4季度持续的并购进行，外延对于公司带来的收入规模和盈利能力的提高将有明显体现。

图表 1. 2017 年完成工商变更登记的收购公司

序号	被收购公司	所在地区	完成股权工商变更登记时间	持股比例 (%)	股权取得成本 (万元)	购买日至六月末收入 (万元)	购买日至六月末净利润 (万元)
1	河南海王百悦医药有限公司	河南省	2016/12/29	65	1,950	40,187.35	3,574.86
2	黑龙江海王成康医药有限公司	黑龙江	2017/1/19	60	600	893.29	24.10
3	湖南海王医药有限公司	湖南省	2017/1/24	70	20,160	11,201.18	1,512.08
4	黑龙江海王华通医疗器械开发有限公司	黑龙江	2017/2/7	65	5,850	3,474.87	76.20
5	上海兆科医疗器械有限公司	上海市	2017/3/13	65	1,000	3,596.77	238.17
6	青岛华仁医药配送有限公司	山东省	2017/3/22	65	11,700	12,420.21	263.00
7	威海市儒泰药品销售有限公司	山东省	2017/3/22	65	0	2,048.62	53.80
8	广东海王龙康医疗技术服务有限公司	广东省	2017/5/15	80	16,440	16,647.84	643.30
9	安徽海王国安医药有限公司	安徽省	2017/5/24	80	29,800	4,511.23	815.59
10	周口市仁和药业有限公司	河南省	2017/5/24	65	10,849	5,958.32	125.39
11	禹州市盛隆医药有限公司	河南省	2017/5/26	65	21,600	3,945.27	332.62
12	河南康弘药业有限公司	河南省	2017/5/26	65	0	2,377.28	203.94
13	山东康诺盛世医药有限公司	山东省	2017/6/13	80	40,800	16,268.06	273.45
14	山东明阳医药有限公司	山东省	2017/6/13	80	0	1,364.77	9.58
15	大庆海王众康医药有限公司	黑龙江	2017/6/28	90			
16	山东九州通医疗器械有限公司	山东省	2017/6/29	65			
17	湖北海王凯安晨医药有限公司	湖北省	2017/7/3	70			
18	海王十堰医药有限公司	湖北省	2017/7/13	70			
19	长沙海王医药有限公司	湖南省	2017/8/1	75			

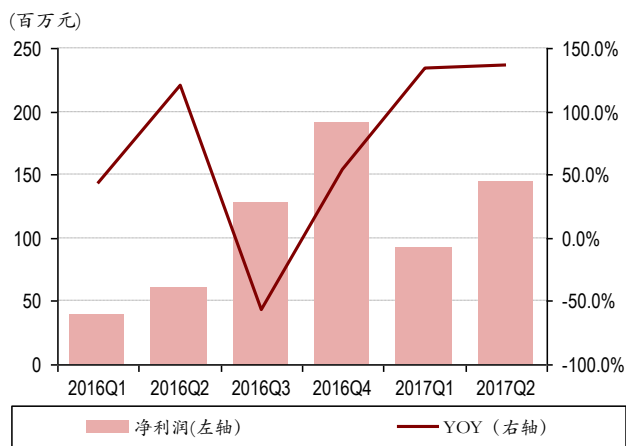
资料来源：公司公告，中银证券

注：威海儒泰、河南康弘和山东明阳分别为青岛华仁、禹州盛隆和山东康诺的全资控股子公司。

内生增长稳健，股权激励提高内部动力

公司“阳光集中配送”随业务模式成熟，规模效应逐渐放大，费用控制亦有成效，前期开拓市场的费用随市场逐渐成熟，费用率持续下降，同时2016年中的定向增发使得财务费用明显降低，2015年股权激励摊销费用的降低也使得管理费用率下降。公司利润增速大幅快于收入增速，主要流通子公司山东海王、河南东森、枣庄银海及医药工业子公司海王福药利润均保持稳定高速增长。

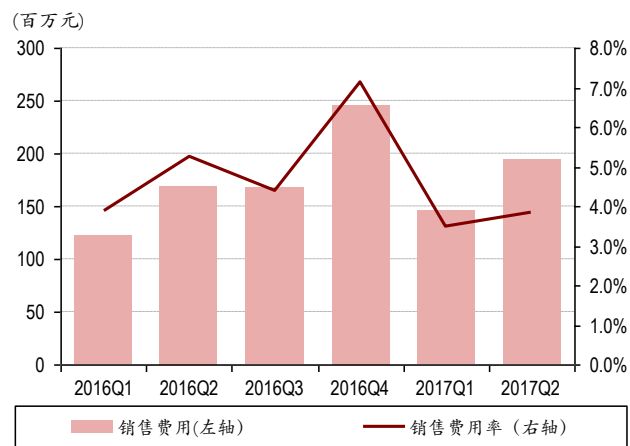
图表 2. 公司单季度净利润及同比增速



资料来源：公司公告，中银证券

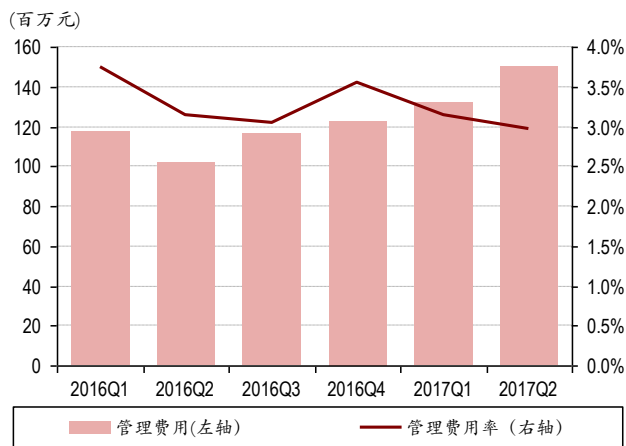
(注：2016Q3 增速低是由于 2015Q3 有非经常性损益)

图表 3. 单季度销售费用及销售费用率变化



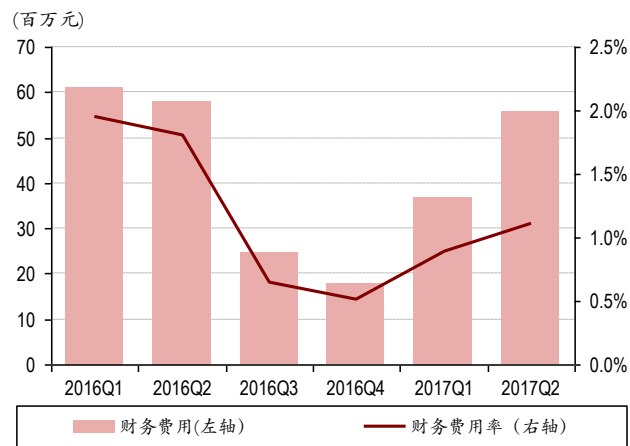
资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 单季度管理费用及管理费用率变化



资料来源：公司公告，中银证券

图表 5. 单季度财务费用及财务费用率变化



资料来源：公司公告，中银证券

四大主营业务板块中药品和器械流通保持较高增速，器械作为公司重点培育板块收入增速达 117.2%，同时毛利率比去年同期提高了 2.65 个百分点，达 14.8%；药品流通板块收入同比增长 43.47%，毛利率也有小幅提升，比去年同期增加了 0.96 个百分点，达 11.24%。工业板块在稳健发展战略下打造优势品种，并形成多层次的产品布局。

为提高各区域子公司的综合竞争实力并加强公司对各子公司的统一管理，公司在山东、湖北、安徽、河南、黑龙江、湖南各省分别设立区域集团公司，提高在招投标和集中采购过程中的议价能力。区域集团公司对所在区域子公司股权进行梳理，并以区域集团公司的股权的 20% 授予激励人员，以 2017-2020 年业绩情况为考核指标，于 2022 年进行回购，以实现子公司管理层与公司的利益绑定，实现长效激励，提高内部动力。

多种融资渠道为公司快速发展提供资金支持，应收账款转让改善现金流

公司已通过公司债（8 亿元）、短期融资券（5 亿元）和中期票据（8 亿元）等方式进行多渠道融资，同时拟通过超短期融资券（20 亿元）、信托贷款（7 亿元）、非公开公司债（25 亿元）和应收账款 ABS（30 亿元规模）等方式进行融资，为外延整合和公司发展提供充足资金保障。

同时通过应收账款折价转让的方式解决医药流通业应收账款周期较长、流动资金回收较慢的问题，降低资产负债率，提高流动性。中报现金流已有所好转，预计于下半年经营净现金可以逐渐转正，实现对财务状况的积极改善。

图表 6. 2017 中报业绩摘要表

(人民币, 百万)	2016 年上半年	2017 年上半年	同比增长(%)
营业收入	6,359.73	9,221.64	45.00
营业税及附加	14.27	31.61	121.56
净营业收入	6,345.46	9,190.03	44.83
营业成本	5,545.17	8,026.01	44.74
销售费用	291.61	339.66	16.48
管理费用	219.01	282.01	28.76
财务费用	119.19	92.72	(22.20)
资产减值损失	3.21	2.73	(15.03)
营业利润	165.70	443.34	167.55
营业外收入	2.96	5.65	90.59
营业外支出	4.57	5.27	15.40
利润总额	164.09	443.71	170.40
所得税	40.13	120.24	199.64
少数股东损益	23.83	87.82	268.50
归属母公司股东净利润	100.14	235.66	135.34
扣除非经常性损益的净利润	103.15	238.16	130.88
每股收益(元)	0.04	0.09	135.45
扣非后每股收益(元)	0.04	0.09	130.74
毛利率(%)	12.81	12.97	增加 0.16 个百分点
净利率(%)	1.95	3.51	增加 1.56 个百分点
销售费用率(%)	4.59	3.68	减少 0.9 个百分点
管理费用率(%)	3.44	3.06	减少 0.39 个百分点
财务费用率(%)	1.87	1.01	减少 0.87 个百分点

资料来源：公司公告，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	11,118	13,606	26,837	37,013	51,176
销售成本	(9,524)	(11,630)	(23,152)	(32,075)	(44,518)
经营费用	(1,056)	(1,099)	(2,029)	(2,748)	(3,769)
息税折旧前利润	538	877	1,656	2,189	2,889
折旧及摊销	(80)	(75)	(100)	(123)	(139)
经营利润(息税前利润)	457	802	1,556	2,065	2,750
净利息收入/(费用)	(218)	(161)	(212)	(304)	(461)
其他收益/(损失)	390	14	9	17	17
税前利润	629	654	1,352	1,778	2,306
所得税	(111)	(155)	(323)	(418)	(545)
少数股东权益	(44)	(80)	(269)	(353)	(457)
净利润	475	418	760	1,007	1,303
核心净利润	476	420	761	1,008	1,304
每股收益(人民币)	0.631	0.158	0.289	0.380	0.492
核心每股收益(人民币)	0.632	0.159	0.287	0.381	0.493
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	13	22	97	38	38
息税前利润增长(%)	36	75	94	33	33
息税折旧前利润增长(%)	27	63	89	32	32
每股收益增长(%)	1,840	(75)	83	31	29
核心每股收益增长(%)	1,730	(75)	81	32	29

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	629	654	1,352	1,778	2,306
折旧与摊销	80	75	100	123	139
净利息费用	218	161	212	304	461
运营资本变动	(356)	(1,836)	1,043	(400)	(1,007)
税金	(67)	(75)	(317)	(419)	(547)
其他经营现金流	(414)	(477)	(2,085)	156	(2,913)
经营活动产生的现金流	91	(1,497)	306	1,543	(1,561)
购买固定资产净值	18	34	230	215	60
投资减少/增加	322	(394)	10	10	10
其他投资现金流	(429)	(372)	(363)	(445)	(143)
投资活动产生的现金流	(89)	(732)	(123)	(220)	(73)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(38)	(495)	2,547	1,102	4,349
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	728	2,915	317	(187)	321
融资活动产生的现金流	690	2,447	2,917	1,018	4,891
现金变动	691	217	3,100	2,340	3,258
期初现金	1,530	3,076	3,072	6,173	8,513
公司自由现金流	1	(2,229)	183	1,323	(1,634)
权益自由现金流	181	(2,563)	2,943	2,729	3,177

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	3,186	3,126	6,247	8,592	11,839
应收帐款	6,744	9,393	19,734	21,431	36,286
库存	1,066	1,485	3,591	3,420	6,332
其他流动资产	179	311	816	628	1,389
流动资产总计	11,174	14,314	30,388	34,072	55,846
固定资产	509	580	711	803	724
无形资产	333	366	366	366	365
其他长期资产	585	716	595	667	686
长期资产总计	1,426	1,662	1,672	1,836	1,775
总资产	12,762	16,661	32,623	36,456	58,178
应付帐款	6,344	6,797	16,818	17,795	30,124
短期债务	2,763	2,243	3,624	4,318	6,711
其他流动负债	1,327	1,579	3,351	3,507	5,802
流动负债总计	10,434	10,619	23,793	25,620	42,637
长期借款	0	24	1,191	1,598	3,555
其他长期负债	185	140	132	152	142
股本	753	2,648	2,648	2,648	2,648
储备	1,220	2,826	4,079	5,303	7,605
股东权益	1,973	5,474	6,727	7,951	10,253
少数股东权益	339	512	781	1,135	1,592
总负债及权益	12,762	16,661	32,623	36,456	58,178
每股帐面价值(人民币)	2.62	2.07	2.54	3.00	3.87
每股有形资产(人民币)	2.18	1.93	2.40	2.86	3.73
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.42)	(0.30)	(0.51)	(0.98)	(0.57)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	4.8	6.4	6.2	5.9	5.6
息税前利润率(%)	4.1	5.9	5.8	5.6	5.4
税前利润率(%)	5.7	4.8	5.0	4.8	4.5
净利率(%)	4.3	3.1	2.8	2.7	2.5
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.3	1.3	1.3	1.3
利息覆盖率(倍)	2.1	5.0	7.3	6.8	6.0
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	1.2	1.1	1.2	1.2
估值					
市盈率(倍)	9.6	38.4	21.0	16.0	12.3
核心业务市盈率(倍)	9.6	38.3	21.1	15.9	12.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	14.6	58.3	32.2	24.3	18.8
市净率(倍)	2.3	2.9	2.4	2.0	1.6
价格/现金流(倍)	50.5	(10.7)	52.5	10.4	(10.3)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	29.3	17.4	8.9	6.2	5.0
周转率					
存货周转天数	39.6	40.0	40.0	39.9	40.0
应收帐款周转天数	194.4	216.4	198.1	203.0	205.8
应付帐款周转天数	170.0	176.3	160.6	170.7	170.9
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	27.8	11.2	12.5	13.7	14.3
资产收益率(%)	3.4	4.2	4.8	4.6	4.4
已运用资本收益率(%)	2.5	1.6	1.9	1.8	1.8

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371