



分析师: 魏贇
Tel: 021-53686159
E-mail: weiyun@shzq.com
执业证书编号: S0870513090001

资产重组护航区域龙头, 渠道优势显著

基本数据 (2016Q1)

报告日股价 (元)	30.16
12mth A 股价格区间 (元)	25.05-48.5
总股本 (百万股)	478.80
无限售 A 股/总股本	58%
流通市值 (亿元)	83.74
每股净资产 (元)	6.58
PBR (X)	4.58
DPS (Y2015, 元)	10 派 1.00

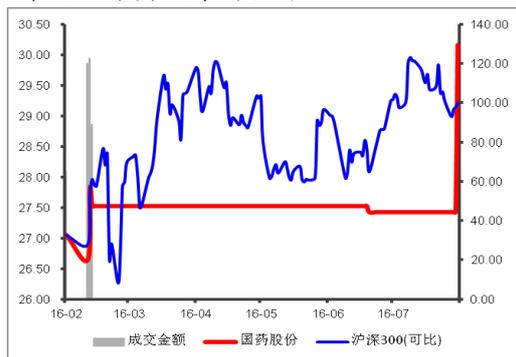
主要股东 (2016Q1)

国药控股股份有限公司	44.01%
中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品-005L-CT001 沪	2.7%
中国平安财产保险股份有限公司-传统-普通保险产品	2.41%

收入结构 (2015H2)

商品销售	100.92%
产品销售	2.67%
仓储物流	1.39%
内部抵消	-5.12%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: WY16-CT09

首次报告日期: 2015年03月23日

相关报告:

《国药股份 (600511) 2014 年年报点评: 积极推进电商业务 关注国企改革进展》

——2015年03月23日

《医药优质商企, 业绩增长再超预期》

——2007年07月30日

■ 公司动态事项

公司因实际控制人中国医药集团总公司筹划涉及公司经营业务的重大事项, 自2月18日开市起停牌; 7月20日, 公司召开第六届董事会第十三次会议, 审议了本次重大资产重组相关议案, 并于7月21日公布了《国药集团药业股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》; 公司股票于8月4日开市起复牌交易。

■ 事项点评

重组预案

1) 发行股份购买资产

公司拟向控股股东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; 拟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; 拟向康辰药业发行股份购买其持有的北京康辰49%股权。

表 1 标的资产概况

标的公司	本次购买股权比例	标的资产预估值 (亿元)	营业收入 (亿元, 2015)	净利润 (亿元, 2015)	市盈率 (2015)
国控北京	100%	27.80	89.04	2.32	12.00
北京康辰	100%	10.29	22.79	0.54	19.02
北京华鸿	60%	13.04	38.70	1.45	15.01
天星普信	51%	10.71	46.08	1.48	14.19
合计		61.83	196.61	5.78	13.97

数据来源: 公司公告 上海证券研究所

公司采用定价基准日2016年7月21日前20个交易日公司股票交易均价作为市场参考价, 确定以不低于该市场参考价的90%作为发行价格, 即25.10元/股, 考虑2015年公司股利分配除权除息因素后, 本次对价股份发行价格调整后为25.10元/股, 合计向交易对方发行股份约为24,635万股, 锁定期为3年。

2) 非公开发行股份募集配套资金

公司在本次发行股份购买资产的同时, 拟向平安资管、长城国融、上汽投资、国寿资管、国药基金、上海永钧、诚富投资、嘉颐投资及建奇启航共9名投资者非公开发行股份募集配套资金不超过11.3亿元, 募集资金金额不超过拟购买资产交易价格的100%。股份发行价格为

25.10元/股，发行股份数量不超过4,501.99万股，不超过发行后总股本的5.85%，锁定期为3年。

表 2 发行对象及认购概况

募集配套资金发行对象	认购金额（万元）	认购股数（万股）
平安资管	30,000	1,195.22
上汽投资	13,000	517.93
长城国融	10,000	398.41
国寿资管	10,000	398.41
国药基金	10,000	398.41
上海永钧	10,000	398.41
诚富投资	10,000	398.41
嘉颐投资	10,000	398.41
建奇启航	10,000	398.41
合计	113,000	4,501.99

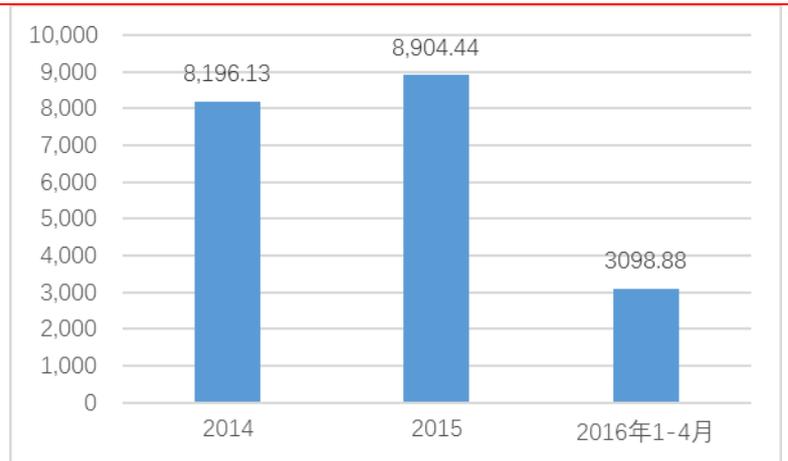
数据来源：公司公告 上海证券研究所

本次配套募集资金将用于标的公司实施医院供应链延伸项目、社区医院药房托管项目、医院冷链物流系统建设项目和信息化系统建设项目等在建项目的建设。

标的分析

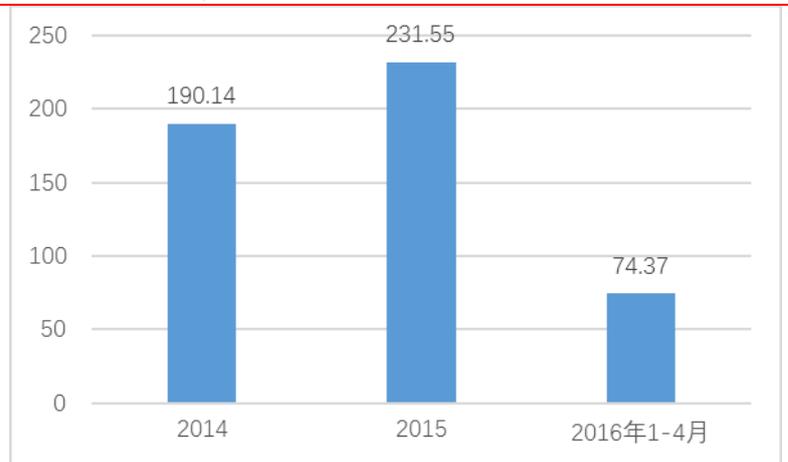
1) 国控北京：北京地区毒麻药品的二级分销商，市场占有率高
 国控北京专业从事药品分销配送业务，主要定位于北京市各级医院及零售药店终端市场，是国家指定的中央药品储备单位、北京市指定的毒麻药品供应单位。近年来，公司在稳固原有二三级医院直销业态的基础上，大力拓展社区市场，取得北京市社区基药配送资格，是北京市指定的五家社区基本药物配送商之一，覆盖过千家社区医疗客户。不同于国药股份是全国麻精药品最主要的一级分销商，国控北京专注于北京地区的毒麻药品分销，是当地毒麻药品主要的二级分销商，截至2015年11月底，国控北京毒麻药品销售占北京地区市场份额超过40%，是国控北京的特色产品，具有显著的竞争优势。
 国控北京拥有覆盖北京地区的销售网络布局，其中三级医院覆盖率近100%，二级医院覆盖率达90%以上。
 2015年国控北京按营业收入构成分类，医院销售、其他医疗机构销售、商业调拨的销售金额分别占比为66.43%、19.32%、11.66%。

图 1 国控北京近年营业收入（百万元）



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 2 国控北京近年净利润（百万元）

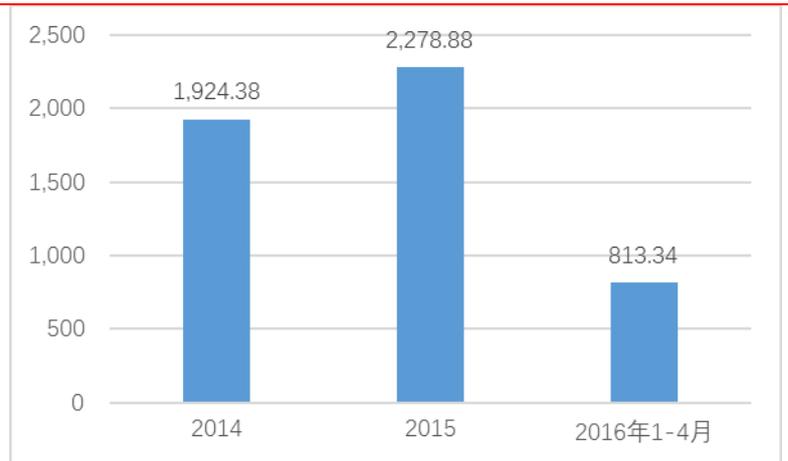


数据来源：公司公告 上海证券研究所

2) 北京康辰：血液制品与冷链物流结合，形成联动效应

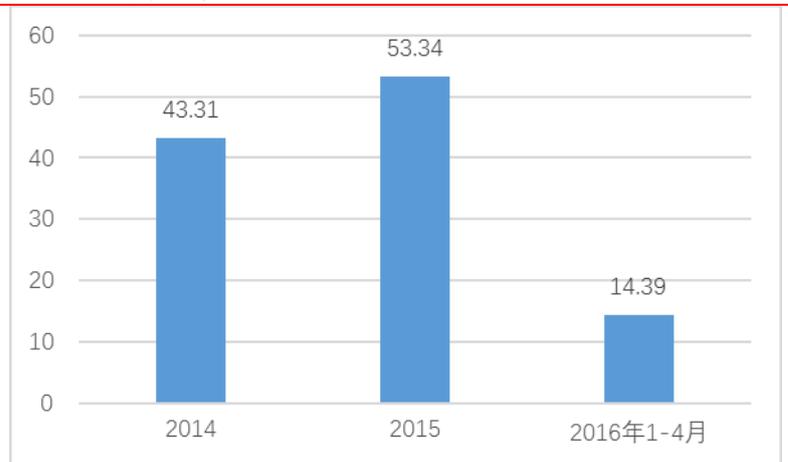
北京康辰成立于2005年1月，经过多年发展从过去以经营血液制品、生物制品为主的专业化公司发展成为北京地区大型综合药品批发企业，主要品类涉及西药、中成药、中药饮片、疫苗等。自2014年以来，北京康辰大力拓展血液制品销售规模，并于同年引入国内一线企业血液制品的全产品线，始终保持着北京乃至全国血液制品市场的领先地位。目前北京康辰已经囊括了血液制品大部分品种，主要包括人血白蛋白、静丙、破伤风免疫球蛋白、纤维蛋白原等，在北京市场占有率达70%以上。同时，北京康辰将冷链管理系统与血液制品进行有效结合，形成联动效应，进一步扩大医疗终端市场的销售规模，提升竞争实力和市场地位。2015年北京康辰按营业收入构成分类，医院销售、商业调拨的销售金额分别占比为87.45%、12.17%。

图 3 北京康辰近年营业收入（百万元）



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 4 北京康辰近年净利润（百万元）



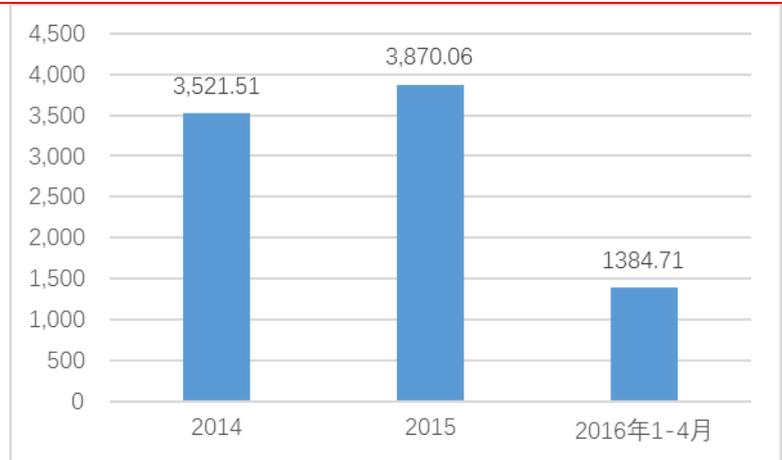
数据来源：公司公告 上海证券研究所

3) 北京华鸿：深耕服务，药品配送+产品推广+院内药品管理

北京华鸿立足于北京市场，主营业务涵盖北京地区医药产品的直销配送，进口和国产新特药品国内代理、市场营销业务，医院的增值业务等业务。北京华鸿现已覆盖北京市所有三级医院，二级医院覆盖率达90%以上。北京华鸿在北京市医院纯销市场位列前五。北京华鸿为国内外中小型医药企业的新特药专科产品提供在中国的营销推广管理服务，“泰勒宁”作为核心营销产品，在口服镇痛领域市场占有率第二，北京华鸿拥有“泰勒宁”在国内的独家代理权，2015年销售额达数亿元；2014年北京华鸿签约引进日本三共阵痛产品“乐松”，在全国范围内进行联合推广，仅一年时间销售量突破100万盒。北京华鸿拥有最先进的SPD增值服务模式，能有效改善医院内部药品流转手续、降低药库管理成本、节省药库库存空间，目前北京华鸿已与北京市7家医院开展SPD增值服务合作，其中与北京大学人民医院合作的SPD项目已被卫生部确立为医院院内物流改革的试点项目。北京华鸿自主研发的HMIS（药品在院管理系统）通过了软件产品注册权审批，目前已有

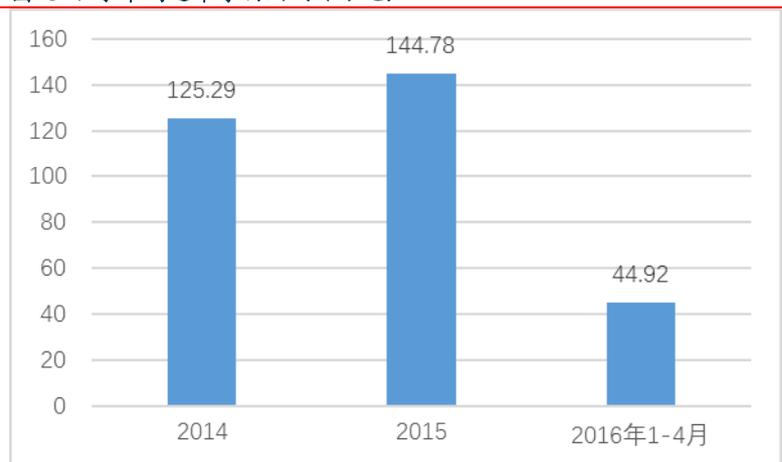
20多家二级以上医院在药品自动化管理中使用该系统。2015年北京华鸿按营业收入构成分类，医院销售、商业调拨的销售金额分别占比为83.13%、12.59%。

图 5 北京华鸿近年营业收入（百万元）



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 6 北京华鸿近年净利润（百万元）



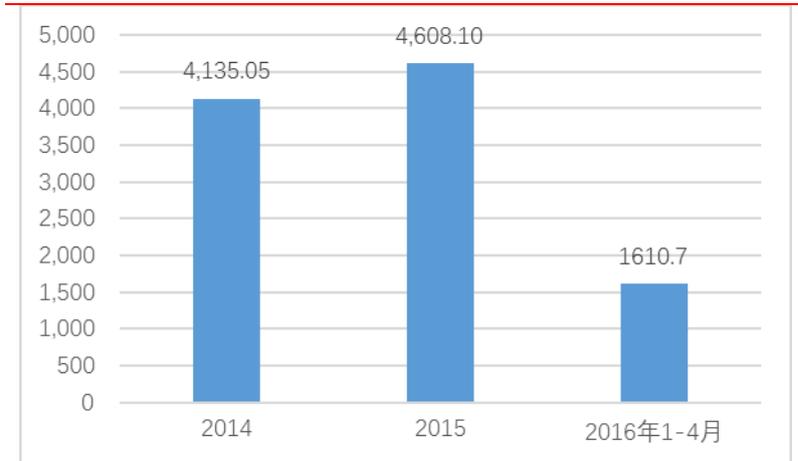
数据来源：公司公告 上海证券研究所

4) 天星普信：拥有配送军队医院的渠道优势

天星普信是一家向客户及供应商提供分销、物流及增值服务的综合性医药经营企业，主要经营包括生物制品、化学药品、抗生素、生化药品、化学原料药、中成药、体外诊断试剂及疫苗等近万个品种，其中生物制品是天星普信的优势品种，占天星普信主营业务收入约20%，销售额位居北京地区前列。公司已覆盖北京地区各区县二级以上医院和部分小终端客户200余家，其中三级医院覆盖率达93.2%。此外，天星普信与军队系统客户建立了紧密的合作关系，在中国人民解放军总医院（301医院）、中国武警总医院、中国人民解放军302医院、中国人民解放军空军总医院、中国人民解放军海军总医院、北京军区总医院等医院销售额均名列前茅，在部分医院更位列第二或第二。2015年天星普信按营业收入构成分类，医院销售、商业调拨的销售金额分

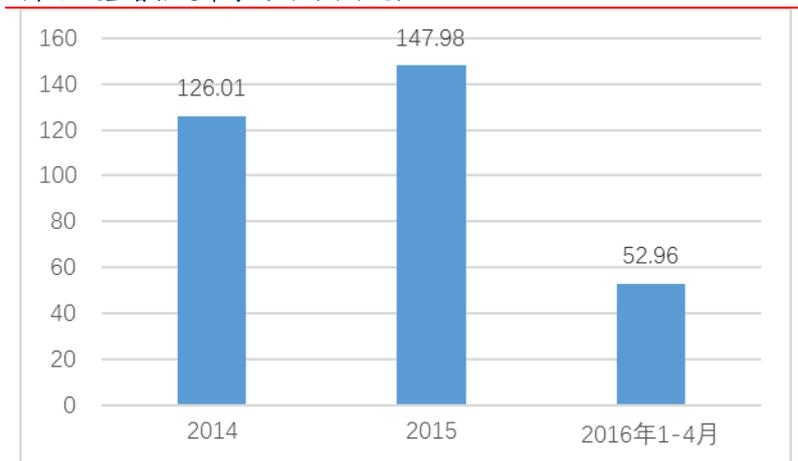
别占比为89.27%、7.62%。

图 7 天星普信近年营业收入（百万元）



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 8 天星普信近年净利润（百万元）



数据来源：公司公告 上海证券研究所

对上市公司的影响

1) 整合国药集团北京地区药品配送业务，增厚公司业绩

按照标的公司2015年业绩计算，合并报表后公司2015年营业收入、归母净利润分别为3.17亿元、0.96亿元，较资产重组前分别增长163%、109%，假设非公开发行股票募集配套资金达上限4,501.99万股，合并报表后2015年每股收益为1.25元/股，较合并报表前增长16.70%，明显增厚公司业绩。

公司本身作为北京地区药品配送龙头企业，通过本次资产重组并购了几个北京地区排名靠前的药品配送公司，横向整合产业链，有利于提高公司与上下游企业的议价能力，扩大企业的竞争优势。公司明晰“一个核心、一个驱动、四个专业平台”——以打造“特色医药健康产业专业化品牌”为核心、深化资本创新驱动、创建四个专业平台的战略升级定位，深化公司的业务布局，竞合特色资源，形成集中优势，提升竞争实力，实现规模倍增、效益提升，全面打造“特色医药健康

产业专业化”品牌。

2) 有利于解决与控股股东同业竞争的隐患

本次交易完成后，国药控股下属北京地区医药分销子公司国控北京、北京康辰、北京华鸿以及天星普信将全部纳入国药股份合并报表范围。在普通药品分销领域，国药股份和国药控股将实现明确的地域划分，国药股份主要在北京地区开展业务，国药控股将在北京以外地区开展业务；同时，国药股份将作为国药控股下属全国唯一麻精特药一级分销平台。

本次交易有利于解决国药股份与控股股东国药控股之间同业竞争问题，全面提升国药股份业务布局、资产规模、盈利能力。资产重组完成后，国药股份将成为国药控股下属北京地区唯一的医药分销平台和全国麻精特药一级分销平台。

3) 对公司股本、股权结构的影响

本次交易后，公司控股股东国药控股对公司的持股比例将从44.01%提升到55.15%，控股股东及实际控制人均未发生改变；公司股本将从47,880万股提升到77,017.36万股（假设非公开发行股票募集配套资金达上限4,501.99万股）。

■ 投资建议

未来六个月内，维持“谨慎增持”评级

公司完成资产重组且合并报表后，公司2016-2018年实现每股收益1.34元、1.44元、1.54元，以8月4日收盘价30.16元计算，公司动态市盈率分别为22.52倍、20.97倍、19.62倍。同类型可比上市公司16年市盈率中位值为30.08倍，公司市盈率低于行业平均水平。我们认为，公司资产重组后将强化公司作为北京地区药品配送龙头的地位，整合医院终端的渠道资源优势提高公司的竞争力，维持“谨慎增持”评级。

表 3 可比上市公司估值概况

公司名称	股票代码	EPS			PE		
		2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
国药一致	000028	2.10	2.34	2.81	33.52	30.08	25.05
九州通	600998	0.43	0.53	0.67	45.67	37.06	29.31
上海医药	601607	1.07	1.21	1.38	18.68	16.52	14.49

数据来源: Wind 上海证券研究所

■ 风险提示

资产重组进度不达预期的风险；标的资产业绩承诺不达标的风险；业务整合不达预期的风险。

■ 数据预测与估值:

至12月31日(¥.百万元)	2015A (并表后)	2016E	2017E	2018E
营业收入	31,739.67	34,913.64	38,055.86	41,100.33
增长率	/	10.00%	9.00%	8.00%
归属于母公司的净利润	960.08	1,031.65	1,107.59	1,183.67
增长率	/	7.45%	7.36%	6.87%
每股收益(元)	1.25	1.34	1.44	1.54
PER (X)	24.19	22.52	20.97	19.62

注: 有关指标按当年股本摊薄

分析师承诺

魏贇

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20% 以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10% 以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10% 以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。