

低估值的商业白马

■国家版“两票制”文件落地，商业龙头有望受益。顶层框架的落地有望助推各省“两票制”加速出台。目前，安徽、四川、湖南等六省份已正式实行两票制，两年内全国大部分地区有望完成改革，流通行业集中度提升将是大势所趋。业务体量大，配送能力强的大型医药商业集团有望受益。公司作为全国性商业龙头，有望充分享受政策红利，外延并购、业绩释放、估值中枢上移将是未来三年的主旋律。

■工商业协同发展，业绩增长确定性高：前三季度工业收入同比增长5.76%，毛利率同比上升2.48个pp，在聚焦重点产品的策略导向下，未来有望进一步提升。分销业务布局全国20余个省份，覆盖各类医疗机构2.1万家，市场份额在两票制环境下有望进一步扩增，分销毛利率有望维持在6%以上，中性估计未来三年复合增速将在15-20%之间；零售行业受益于即将到来的医保支付制度改革，行景气度有望提升，目前拥有门店约1800家，并将继续外延扩张；DTP业务与“云健康”平台实现整合，在承接处方外流方面取得先发优势。

■“内生+外延”双发驱动，有望实现跨越式发展：拥有临床批件28个（新药4个），品种储备丰富，有望厚积薄发。在手现金120亿元，并获准发行60亿公司债（已发行20亿，票面利率2.98%），1-9月经营现金流同比增长95.40%，资金状况良好，能够轻松应对“营改增+两票制”所带来的财务压力，并有望在分销、零售、大健康等领域加速并购。新董事长已经就任，管理层存在改善预期，在“研发+并购”双重战略驱动下，3-5年内有望成为国内医药行业的领军企业。

■投资建议：考虑到“两票制”环境下分销业务份额的提升，预计公司2016年-18年的收入增速分别为14.69%、16.88%、18.28%，EPS分别为1.20、1.35、1.61元，对应当前市值PE分别为17X、15X、13X；首次给予买入-A的投资评级，未来12个月目标价为27.00元。

■风险提示：外延进展不达预期

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	92,398.9	105,516.6	121,018.9	141,443.6	167,297.0
净利润	2,591.1	2,877.0	3,691.7	4,156.5	4,922.5
每股收益(元)	0.96	1.07	1.20	1.35	1.61
每股净资产(元)	10.35	11.13	14.73	15.93	21.55

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	21.2	19.1	17.1	15.2	12.7
市净率(倍)	2.0	1.8	1.4	1.3	0.9
净利润率	2.8%	2.7%	2.7%	2.6%	2.6%
净资产收益率	9.6%	10.0%	8.5%	8.8%	7.9%
股息收益率	1.4%	1.6%	1.8%	2.0%	2.4%
ROIC	13.9%	13.2%	12.6%	11.4%	12.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 买入-A

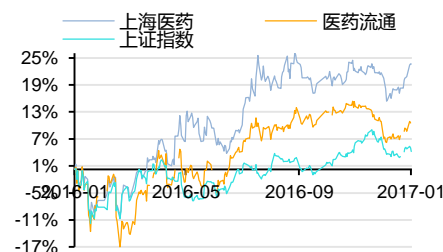
首次评级

12个月目标价：27.00元
 股价(2017-01-11) 20.44元

交易数据

总市值(百万元)	54,961.33
流通市值(百万元)	39,304.79
总股本(百万股)	2,688.91
流通股本(百万股)	1,922.94
12个月价格区间	15.15/20.84元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.61	-0.61	16.89
绝对收益	1.64	2.3	15.34

吴永强

分析师

SAC 执业证书编号：S1450512060001
 wuyq@essence.com.cn
 010-83321077

徐嘉辰

报告联系人

xujc1@essence.com.cn
 010-83321076

肖寒

报告联系人

xiaohan@essence.com.cn
 010-83321075

相关报告

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	92,398.9	105,516.6	121,018.9	141,443.6	167,297.0	成长性					
减:营业成本	80,994.1	92,715.3	106,829.5	125,537.4	149,414.3	营业收入增长率	18.1%	14.2%	14.7%	16.9%	18.3%
营业税费	229.3	263.7	307.0	354.4	420.6	营业利润增长率	6.4%	12.8%	10.2%	17.2%	19.6%
销售费用	4,826.4	5,348.2	5,929.9	6,506.4	7,110.1	净利润增长率	15.5%	11.0%	11.8%	12.7%	19.5%
管理费用	2,954.8	3,234.1	3,570.1	3,819.0	4,015.1	EBITDA 增长率	11.2%	14.8%	12.1%	16.3%	18.2%
财务费用	436.3	564.9	690.1	773.8	861.1	EBIT 增长率	12.0%	14.7%	11.8%	16.5%	18.4%
资产减值损失	283.9	350.6	410.0	490.0	630.0	NOPLAT 增长率	9.5%	17.5%	11.2%	16.5%	18.4%
加:公允价值变动收益	0.2	0.3	-0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	23.3%	16.8%	28.0%	4.7%	32.7%
投资和汇兑收益	595.2	646.6	780.0	800.0	850.0	净资产增长率	7.2%	8.7%	30.2%	8.6%	33.1%
营业利润	3,269.5	3,686.6	4,062.4	4,762.6	5,695.8	利润率					
加:营业外净收支	530.2	485.2	600.0	490.0	580.0	毛利率	12.3%	12.1%	11.7%	11.2%	10.7%
利润总额	3,799.7	4,171.9	4,662.4	5,252.6	6,275.8	营业利润率	3.5%	3.5%	3.4%	3.4%	3.4%
减:所得税	807.7	807.5	923.1	1,040.0	1,242.6	净利润率	2.8%	2.7%	2.7%	2.6%	2.6%
净利润	2,992.0	3,364.4	3,739.3	4,212.6	5,033.2	EBITDA/营业收入	4.6%	4.7%	4.6%	4.5%	4.5%
						EBIT/营业收入	4.0%	4.0%	3.9%	3.9%	3.9%
						运营效率					
						固定资产周转天数	16	17	17	16	14
						流动资产周转天数	44	47	56	59	66
						流动营业资本周转天数	178	178	184	191	200
						应收账款周转天数	72	78	84	88	94
						存货周转天数	47	48	49	49	50
						总资产周转天数	235	237	240	241	243
						投资资本周转天数	92	96	103	101	102
						投资回报率					
						ROE	9.6%	10.0%	8.5%	8.8%	7.9%
						ROA	4.7%	4.5%	4.3%	4.1%	4.1%
						ROIC	13.9%	13.2%	12.6%	11.4%	12.9%
						费用率					
						销售费用率	5.2%	5.1%	4.9%	4.6%	4.3%
						管理费用率	3.2%	3.1%	3.0%	2.7%	2.4%
						财务费用率	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%
						三费/营业收入	8.9%	8.7%	8.4%	7.8%	7.2%
						偿债能力					
						资产负债率	51.7%	54.5%	49.6%	53.0%	48.6%
						负债权益比	106.9%	119.9%	98.4%	112.9%	94.5%
						流动比率	1.52	1.41	1.62	1.55	1.76
						速动比率	1.11	1.03	1.20	1.16	1.32
						利息保障倍数	8.49	7.53	6.89	7.16	7.61
						分红指标					
						DPS(元)	0.29	0.33	0.36	0.40	0.48
						分红比率	30.1%	30.8%	30.0%	30.0%	30.0%
						股息收益率	1.4%	1.6%	1.8%	2.0%	2.4%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	2,992.0	3,364.4	3,739.3	4,212.6	5,033.2	EPS(元)	0.96	1.07	1.20	1.35	1.61
加:折旧和摊销	646.6	745.8	768.8	885.6	1,036.1	BVPS(元)	10.35	11.13	14.73	15.93	21.55
资产减值准备	283.9	350.6	-	-	-	PE(X)	21.2	19.1	17.1	15.2	12.7
公允价值变动损失	-0.2	-0.3	-0.0	-	0.0	PB(X)	2.0	1.8	1.4	1.3	0.9
财务费用	580.5	613.3	690.1	773.8	861.1	P/FCF	-182.8	44.9	-14.9	15.9	-7.9
投资损失	-595.2	-646.6	-780.0	-800.0	-850.0	P/S	0.6	0.5	0.5	0.4	0.3
少数股东损益	400.9	487.4	523.5	589.8	704.7	EV/EBITDA	9.9	10.9	9.8	8.2	6.7
营运资金的变动	-3,026.3	-3,133.0	-7,186.7	-1,553.5	-12,926.5	CAGR(%)	12.1%	14.4%	12.5%	12.1%	14.4%
经营活动产生现金流量	1,335.7	1,349.2	-2,768.6	3,518.4	-6,846.1	PEG	1.8	1.3	1.4	1.3	0.9
投资活动产生现金流量	-1,844.6	-1,908.9	-911.5	-655.0	-720.0	ROIC/WACC	1.4	1.4	1.3	1.2	1.3
融资活动产生现金流量	-948.8	636.4	7,373.5	499.1	11,892.9	REP	1.1	1.3	1.1	1.1	0.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

吴永强声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034