



分析师：魏贇

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

执业证书编号：S0870513090001

研究助理：金鑫

Tel: 021-53686163

E-mail: jinxin1@shzq.com

执业证书编号：S0870116070016

基本数据 (2016Q4)

报告日股价 (元)	75.6
12mth A 股价格区间 (元)	59.92-76.57
总股本 (百万股)	428.13
无限售 A 股/总股本	72%
流通市值 (亿元)	232.65
每股净资产 (元)	23.12
PBR (X)	3.27
DPS (Y2016, 元)	无

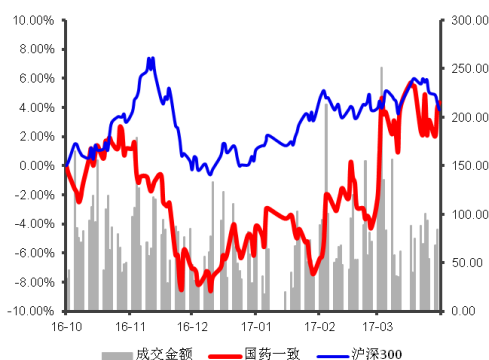
主要股东 (2016Y)

国药控股股份有限公司	51.0%
HTHK/CMG FSGUFP-CMG FIRST	2.28%
STATE CHINA GROWTH FD	
TARGET VALUE FUND	1.32%

收入结构 (2016Y)

医药批发	75.1%
医药零售	21.2%
医药制造	2.9%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号：WY17-CT10

首次报告日期：

相关报告：

《国药一致 (000028) 2016 年三季报点评：主营业务增长平稳 资产重组进度符合预期》

资产重组定位“全国零售+两广分销” 国大药房利润增速超预期

■ 公司动态事项

4月19日，公司发布2016年年度报告，拟每10股派现3.30元（含税）。

■ 事项点评

重大资产重组完成，“全国零售+两广分销”协同发展

公司2016年全年实现营业收入412.48亿元，同比增长9.07%，实现归母净利润11.87亿元，同比增长27.92%，实现扣非归母净利润8.34亿元，同比增长17.53%，利润增速高于收入增速，主要原因是公司于2016Q2出售苏州致君67%股权，获得投资收益1.22亿元。

公司2016年销售毛利率为11.15%，同比下降0.45pp，期间费用率为7.66%，同比下降0.40pp，其中销售费用率为5.33%，同比下降0.06pp，管理费用率为2.08%，同比下降0.24pp，财务费用率为0.25%，同比下降0.09pp。

2016年公司完成重大资产重组，此次重组方案包括：1) 公司以致君制药51%、致君医贸51%股权、坪山制药51%股权、坪山基地认购现代制药；2) 公司向国药控股非公开发行股票购买国大药房100%股权、佛山南海100%股权、广东新特药100%股权，向国药外贸非公开发行股票购买南方医贸51%股权，向符月群等11名少数股东支付现金购买南方医贸49%股权；3) 募集配套资金用于支付股权现金对价。

重组完成后，我们认为：1) 公司确定了“全国零售+两广分销+工业投资”的发展战略，定位明确，未来依靠批零一体化双轮驱动的发展模式，发挥协同效应，有利于公司业务保持稳健增长；2) 国大药房被注入上市公司，使国药集团旗下的医药零售业务获得优秀的融资平台，有利于零售业务实施并购、零售网络建设等战略；3) 公司成为国药集团旗下两广医药分销唯一平台；4) 公司不再控股任何医药工业类业务，解决公司与控股股东、实际控制人在医药分销业务、医药工业业务的同业竞争问题。

分销业务增长稳健，布局 DTP 业务

公司分销业务2016年实现收入为311.36亿元，同比增长9.9%，实现净利润6.04亿元，同比增长10.15%。2016年公司在分销业务上持续推进，主要包括：1) 公司进一步拓展终端网络，覆盖一级以上医院1,660家，基层医疗客户3,348家，零售终端客户1,447家，目前公司分销业务已实现两广区域规模第一；2) 公司已开设16家DTP药房，销售规模超过2亿元。

我们认为：1) 公司作为两广区域的医药分销龙头企业，具有区域竞争优势，受下游医疗机构青睐；2) 公司积极布局DTP业务，在取消药品加成、控制药占比的大背景下，公司凭借与医院等医疗机构的良好关

——2016年10月27日

《国药一致(000028)2016年中报点评:股权转让收益带动净利润大增 资产重组夯实批零一体化布局》

——2016年08月19日

系,有望承接处方外流。

国大药房利润增速超预期,零售业务有望持续增厚公司业绩

公司全资子公司国大药房零售业务2016年实现收入为91.09亿元,同比增长13.99%,国大药房是全国销售规模连续五年排名第一的医药零售企业,建立了28家区域连锁公司,零售连锁网络覆盖全国18个省(自治区及直辖市),近70个大中城市,截至2016年末,国大药房拥有门店3,502家(+13.70%),其中直营店2,503家,加盟店999家。

国大药房零售业务2016年实现净利润2.23亿元,同比增长60.93%,利润增速高于收入增速,主要原因是公司通过会员拓展、慢病管理等项目,提高国大药房的专业竞争力,同时通过精细化管理提高经营效率、控制成本。

根据公司公告披露,公司控股股东国药控股承诺国大药房2016-2018年净利润分别不低于9,846.61万元、11,099.89万元、13,127.55万元。国大药房2016年净利润规模是业绩承诺的2.27倍,超出预期。

我们认为,随着国大药房注入上市公司,借助公司资本优势,加速实施线下药房并购、零售网络建设等发展战略,未来零售业务有望成为公司利润的新增长点,持续增厚公司业绩。

■ 风险提示

两票制等行业政策风险;DTP业务增速不及预期的风险;资产重组完成后整合、管理不及预期的风险等

■ 投资建议

未来六个月内,维持“谨慎增持”评级

预计17、18年实现EPS为3.01、3.34元,以4月19日收盘价75.60元计算,动态PE分别为25.16倍和22.62倍。同类型可比上市公司17年市盈率中位值为27.21倍,公司市盈率略低于行业平均水平。我们认为:1)公司2016年完成资产重组后,明确“全国零售+两广分销”的战略定位,依赖批零一体化双轮驱动的发展模式,发挥协同效应,有利于公司业务保持稳健增长;2)公司分销业务规模已达两广第一,终端布局不断强化,业绩稳健,配合DTP业务,有望承接处方外流;3)公司零售业务增速较快,国大药房注入后,凭借公司资本优势有望加速并购,成为公司利润的新增长点。未来六个月,维持“谨慎增持”评级。

■ 数据预测与估值:

至12月31日(¥.百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	41,248.43	45,161.84	49,820.95	54,841.66
年增长率	9.07%	9.49%	10.32%	10.08%
归属于母公司的净利润	1,186.60	1,286.60	1,520.99	1,780.88
年增长率	27.92%	8.43%	18.22%	17.09%
每股收益(元)	2.77	3.01	3.55	4.16
PER(X)	27.28	25.16	21.28	18.17

注:有关指标按当年股本摊薄

■ 附表

附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业总收入	41,248.43	45,161.84	49,820.95	54,841.66
二、营业总成本	39,923.74	43,450.20	47,792.94	52,477.63
营业成本	36,648.24	40,012.60	44,100.34	48,484.21
营业税金及附加	124.27	127.24	140.36	154.51
销售费用	2,198.20	2,393.58	2,630.55	2,879.19
管理费用	859.72	812.91	846.96	877.47
财务费用	101.86	90.32	74.73	82.26
资产减值损失	-8.55	13.55	14.95	16.45
三、其他经营收益	223.47	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	223.47	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	1,548.16	1,711.64	2,028.01	2,364.03
加: 营业外收入	58.94	64.84	71.32	78.45
减: 营业外支出	6.84	9.58	10.54	11.59
五、利润总额	1,600.26	1,766.90	2,088.79	2,430.89
减: 所得税	318.38	357.94	423.15	489.51
六、净利润	1,281.88	1,408.96	1,665.64	1,941.38
减: 少数股东损益	95.28	122.36	144.65	160.50
归属于母公司所有者的净利润	1,186.60	1,286.60	1,520.99	1,780.88
七、摊薄每股收益 (元)	2.77	3.01	3.55	4.16

资料来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

魏贇 金鑫

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，任何机构和个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。