

2017 年 06 月 29 日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元) A 股 93 元/B 股 55.9 港元

公司基本信息

产业别	医药生物
A 股价(2017/6/29)	80.70
深证成指(2017/6/29)	10511.86
股价 12 个月高/低	80.81/64.25
总发行股数(百万)	428.13
A 股数(百万)	307.74
A 市值(亿元)	248.35
主要股东	国药控股股份有限公司(56.06%)
每股净值(元)	20.04
股价/账面净值	4.03
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	8.7 6.1 24.4

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2017-04-20	75.6	买入

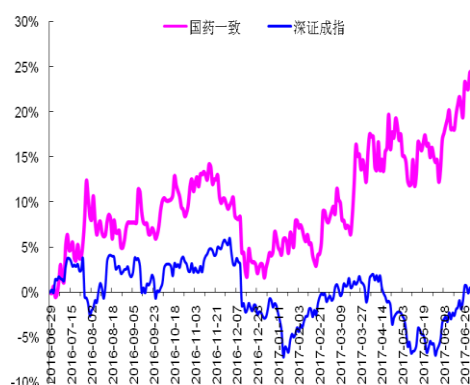
产品组合

医药商业	92.1%
医药制造	7.7%
物流及仓储服务	0.1%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	18.8%
一般法人	50.9%

股价相对大盘走势



国药一致(000028.SZ/200028.SZ)

Buy 买入

两广分销龙头+全国零售的龙头

点评:

■ **重组后聚焦批零业务:** 公司于 2016 年末实现重组, 置入国大药房、佛山南海、广州新特及南方医贸, 置出致君医药、致君医贸及坪山制药。重组完成后, 公司不再控股医药工业类业务, 增发注入的分销及零售业务将使得公司在巩固和增强两广分销龙头地位的基础上, 又直接获得了全国零售龙头的地位。我们认为整合后的国药一致作为国药集团旗下的医药商业平台公司, 未来将可充分整合分销、零售资源, 打造批零一体化的管控运营模式, 提升核心竞争力。

■ **将在“两票制”及“医药分家”推进中受益:** 国务院于 2017 年初发布了国家版的“两票制”实施方案, 目前已经有 20 多个省份发文实施两票制, 从各省份设定的过渡期来看, 将集中于 2017 年下半年开始正式实施, 我们认为行业将进入加速整合阶段, 公司作为两广医药商业龙头 (2016 年两广区域市占率约为 21%), 将会直接受益, 市场份额预计将会不断提升。国家在加速推动公立医院取消药品加成以及药占比下降政策的实施, 叠加分级诊疗的推进和以及药店在慢病管理方面的布局, 我们认为药店处方药的承接量将会逐步增加, 而两票制和营改增政策对于单体药店上游渠道的影响以及新版 GSP 对单店运营成本的提升将会使得规模较大的连锁药店竞争优势凸显, 行业集中度将会不断提升。国药一致下的国大药房拥有 3500 多家门店, 布局广泛, 是连锁药店绝对的龙头, 我们认为其将在处方外流和行业集中度提升中直接受益, 并且国大药房还将通过并购扩张实现规模的进一步提升。另外, 国大药房目前净利水平较低 (1.8%), 我们认为并入国药一致后随着管理的优化以及批零一体化整合, 国大药房的净利率水平将会逐步向行业平均水平靠拢 (5%-7%)。

■ **盈利预测:** 我们预计 2017/2018 年公司净利润分别为 13.3 亿元 (YOY+11.8%) /15.8 亿元 (YOY+18.9%), EPS 分别为 3.10 元/3.68 元, 对应 A 股 PE 分别为 26 倍/22 倍, 对应 B 股 PE 分别为 15 倍/12 倍。公司整合后作为全国的零售龙头和两广区域的分销龙头, 在未来行业集中度提升以及医药分家的行业趋势下将会受益。另外, 公司作为国药系控股子公司受益于国企混合所有制改革, 有望进一步提高经营效率, 实现净利率的提升。目前公司 A 股估值合理, 维持“买入”投资建议; B 股估值较低, 维持“买入”投资建议。

年度截止 12 月 31 日		2014	2015	2016	2017E	2018E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	652	761	1187	1327	1577
同比增减	%	25.36	16.68	55.86	11.83	18.86
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.9	2.1	2.8	3.1	3.68
同比增减	%	4.97	10.53	33.33	10.69	18.86
A 市盈率 (P/E)	X	42.47	38.43	28.82	26.03	21.93
B 市盈率 (P/E)	X	23.91	21.63	16.23	14.65	12.35
股利 (DPS)	RMB 元	0.2	0.3	0.4	0.43	0.51
股息率 (Yield)	%	0.26	0.4	0.53	0.57	0.68

预期报酬 (Expected Return; ER) 为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

人民币百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E
营业收入	23954	25993	41248	56956	63017
经营成本	22003	23972	37557	51118	56557
营业税金及附加	47	51	82	131	145
销售费用	522	534	1385	2899	3201
管理费用	474	459	738	1111	1229
财务费用	123	91	121	199	221
资产减值损失	54	37	45	35	35
投资收益	50	57	228	280	335
营业利润	781	907	1548	1743	1964
营业外收入	50	55	54	50	55
营业外支出	2	1	2	2	2
利润总额	829	961	1600	1791	2017
所得税	159	174	366	344	387
少数股东损益	17	26	48	120	52
归母净利润	652	761	1187	1327	1577

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E
货币资金	868	1571	1806	2077	2389
存货净额	7018	6154	7385	8862	10634
应收帐款净额	2322	2533	2407	2286	2172
流动资产合计	10992	11210	13452	16142	19371
长期投资净额	158	181	235	306	397
固定资产合计	746	1079	1187	1306	1437
无形资产及其他资产合计	330	176	211	254	304
资产总计	1837	2008	2310	2656	3055
流动负债合计	12829	13218	15762	18798	22425
长期负债合计	7688	7326	8791	10549	12659
负债合计	290	326	339	352	367
少数股东权益	7978	7652	9130	10902	13026
股东权益合计	87	113	34	44	101
负债和股东权益总计	4765	5453	6598	7852	9298

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2014	2015	2016	2017E	2018E
经营活动所得现金净额	-797	1048	1,153	1,268	1,395
投资活动所用现金净额	-315	-135	-1400	-1400	-1400
融资活动所得现金净额	868	-198	-2000	-2000	-2000
现金及现金等价物净增加额	-244	715	-2247	-2132	-2005

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场，或买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。