



分析师：魏贇

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

SAC 证书编号：S0870513090001

研究助理：金鑫

Tel: 021-53686163

E-mail: jinxin1@shzq.com

SAC 证书编号：S0870116070016

基本数据 (2017Q2)

报告日股价 (元)	68.59
12mth A 股价格区间 (元)	66.21-83.6
总股本 (百万股)	428.13
无限售 A 股/总股本	72%
流通市值 (亿元)	211.08
每股净资产 (元)	20.71
PBR (X)	3.31
DPS (Y2016, 元)	10 派 3.30

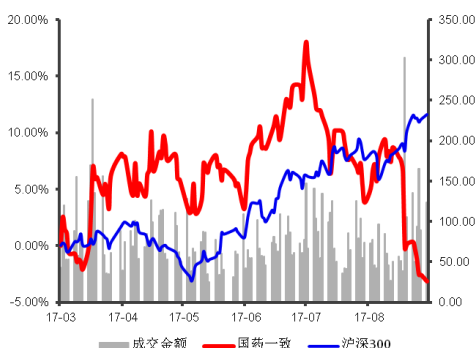
主要股东 (2017Q2)

国药控股股份有限公司	56.06%
HTHK/CMG FSGUFP-CMG FIRST STATE CHINA GROWTH FD	2.04%
中国人寿保险股份有限公司- 传统 - 普通保险产品 -005L-CT001 深	1.51%

收入结构 (2017Q2)

药品批发	75.7%
药品零售	23.5%
租赁及培训服务	0.8%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号：WY17-CT45

首次报告日期：2016 年 08 月 19 日

相关报告：

《国药一致 (000028) 2017 年中报点评：上半年业绩略低于预期，长期看好“全国零售+两

国大药房通过增资扩股引入战略投资者 长期看好公司零售业务较快增长

■ 公司动态事项

9月5日，公司公告披露，董事会会议审议通过《关于全资子公司国药控股国大药房有限公司增资扩股引入战略投资者的议案》、《关于国药控股国大药房内蒙古有限公司收购呼和浩特市天赐医药连锁有限公司资产的议案》、《关于国药控股广州有限公司增资收购河源市新特药有限公司70%股权的议案》、《关于国药控股广州有限公司投资新设佛山市医用耗材供应链有限公司的议案》、《关于国药控股广西有限公司合资新设国药控股国润医疗供应链服务（广西）有限公司的议案》等议案。

■ 事项点评

国大药房引入战略投资者，增资后有望加速并购，同时改善经营效率

公司董事会同意全资子公司国大药房增资扩股引入1名战略投资者，增资完成后，公司、战略投资者的持股比例分别为60%、40%；董事会同意国大药房属下内蒙古国大以2,835万元的作价收购呼和浩特市天赐医药连锁有限公司16家门店的相关资产及业务。

国大药房是全国销售规模排名第一的医药零售企业，零售连锁网络遍布19个省、自治区及直辖市，覆盖近70个大中城市，2017年H1实现营业收入48.88亿（+12.00%）、归母净利润0.99亿（+30.08%），截至2017年6月底，国大药房拥有3,693家零售药店门店。

公司于2015年10月启动重大资产重组（今年1月已完成重组），重组方案包括收购国大药房100%股权，作价21.57亿元，以国大药房2015年归母净利润0.84亿元计算，对应2015年市盈率为25.64倍。公司重组时公告披露，某战略投资者正在与公司控股股东国药控股就国大药房的战略入股事宜进行接洽，拟采用现金增资的方式，入股完成后国药控股或公司仍将拥有国大药房的控股权。

我们认为：1) 国大药房引入战略投资者从洽谈阶段转向实施阶段，按照议案增资后公司仍持有国大药房60%股权，拥有国大药房控股权；2) 增资后战略投资者持股比例为40%，持股比例较高，对国大药房的经营管理形成一定的影响力，按照国大药房2017年H1业绩计算，国大药房净利率为2.69%，与益丰药房、老百姓、一心堂等连锁药店龙头相比仍有一定差距，国大药房引入战略投资者后有望逐步改善经营效率，提升净利率水平；3) 国大药房通过本次增资，增强资本实力，有望加速推进外延式门店扩张，深化全国零售网络布局，带动公司零售业务保持较快增速。

广分销”双轮驱动》

——2017年08月25日

《国药一致(000028)2016年年报点评: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》

——2017年04月20日

《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》

——2016年10月27日

收购河源新特药 70%股权强化区域分销网络布局,探索供应链服务增强客户粘性

董事会同意子公司国控广州增资收购河源新特药70%股权,对河源新特药增资1,594.6万元(河源新特药2016年实现营业收入5,558.55万元,净利润155.77万元);董事会同意子公司国控广州合资设立医用耗材供应链公司,国控广州持有70%股权;董事会同意子公司国控广西合资设立医疗供应链服务公司,国控广西持有30.6%股权。

公司是两广地区医药流通龙头企业,在两广区域拥有比较全面的药品分销网络,覆盖两广二甲以上医疗机构和大型连锁药店,并为社区医疗服务网点等第三终端提供药品配送服务,本次收购河源新特药有利于公司强化两广区域分销网络布局,同时增厚公司业绩,带动公司分销业务稳健增长。此外,公司设立合资公司开展供应链服务业务,有利于公司深化与下游客户的合作关系,增强客户粘性,为分销业务长期稳健增长提供了推动力。

■ 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;国大药房业绩不及预期风险

■ 投资建议

未来六个月,维持“谨慎增持”评级

暂不考虑国大药房引入战略投资者对公司业绩的影响,预计17、18年实现EPS为2.82、3.28元,以9月4日收盘价68.59元计算,动态PE分别为24.30倍和20.94倍。同类型可比上市公司17年市盈率中位值为23.90倍,公司市盈率与行业平均水平基本持平。我们认为:1)国大药房通过增资扩股引入战略投资者,一方面增强公司资本实力,借助资本优势有望加速推进公司零售业务外延式扩张的速度,另一方面战略投资者持股比例较高,对公司经营管理形成一定的影响力,有望改善国大药房经营效率,提升净利率水平;2)公司分销业务通过并购一方面深耕两广区域分销网络布局,强化竞争优势,另一方面通过探索供应链服务等创新业务,增强客户粘性,有望维持分销业务稳健增长。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	42,798.84	46,566.56	50,799.46
年增长率	58.69%	3.76%	8.80%	9.09%
归属于母公司的净利润	1,186.60	1,208.33	1,402.32	1,590.00
年增长率	55.86%	1.83%	16.05%	13.38%
每股收益(元)	2.77	2.82	3.28	3.71
PER(X)	24.75	24.30	20.94	18.47

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)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	3,520	4,708	5,588	7,112
存货	4,049	2,832	4,646	3,505
应收账款及票据	9,633	7,638	11,153	9,346
其他	483	135	510	191
流动资产合计	17,685	15,312	21,897	20,154
长期股权投资	1,413	1,413	1,413	1,413
固定资产	487	540	581	601
在建工程	47	47	47	47
无形资产	320	285	249	213
其他	1,360	1,292	1,184	1,179
非流动资产合计	3,628	3,578	3,475	3,453
资产总计	21,313	18,890	25,371	23,607
短期借款	1,513	1,629	1,736	1,855
应付账款及票据	10,025	6,525	11,459	8,145
其他	598	380	516	448
流动负债合计	12,136	8,534	13,711	10,448
长期借款和应付债券	0	0	0	0
其他	263	256	257	259
非流动负债合计	263	256	257	259
负债合计	12,399	8,789	13,968	10,707
少数股东权益	464	520	600	702
股东权益合计	8,914	10,035	11,338	12,835
负债和股东权益总计	21,313	18,824	25,306	23,542

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	1,282	1,208	1,402	1,590
折旧和摊销	220	282	345	416
营运资本变动	190	(79)	(528)	(113)
经营活动现金流	1,473	1,289	1,079	1,741
资本支出	(177)	(300)	(350)	(400)
投资收益	223	300	330	363
投资活动现金流	(9)	9	(22)	(39)
股权融资	0	65	0	0
负债变化	(72)	0	0	0
股息支出	(141)	(150)	(181)	(197)
融资活动现金流	(476)	(110)	(177)	(178)
净现金流	987	1,188	880	1,524

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	41,248	42,799	46,567	50,799
营业成本	36,648	38,311	41,630	45,378
营业税金及附加	124	106	115	126
营业费用	2,198	2,354	2,468	2,692
管理费用	860	685	792	813
财务费用	102	109	109	108
资产减值损失	(9)	13	14	15
投资收益	223	300	330	363
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	1,548	1,521	1,769	2,030
营业外收支净额	52	55	61	67
利润总额	1,600	1,576	1,829	2,097
所得税	318	299	348	405
净利润	1,282	1,277	1,482	1,693
少数股东损益	95	69	80	103
归属母公司股东净利润	1,187	1,208	1,402	1,590

财务比率分析

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
总收入增长率	58.69%	3.76%	8.80%	9.09%
EBITDA 增长率	64.46%	5.32%	16.23%	14.94%
EBIT 增长率	65.35%	-1.20%	15.21%	13.87%
净利润增长率	55.86%	1.83%	16.05%	13.38%
毛利率	22.02%	28.27%	28.50%	29.06%
EBITDA/总收入	4.40%	4.47%	4.77%	5.03%
EBIT/总收入	4.00%	3.81%	4.03%	4.21%
净利润率	2.88%	2.82%	3.01%	3.13%
资产负债率	58.18%	46.69%	55.20%	45.48%
流动比率	1.46	1.79	1.60	1.93
速动比率	1.12	1.46	1.26	1.59
总资产回报率 (ROA)	6.01%	6.76%	5.84%	7.17%
净资产收益率 (ROE)	14.04%	12.70%	13.06%	13.10%
EV/营业收入	0.9	0.5	0.7	0.6
EV/EBITDA	12.2	15.3	12.9	10.7
PE	24.7	24.3	20.9	18.5
PB	3.5	3.1	2.7	2.4

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。