



国药一致 (000028)

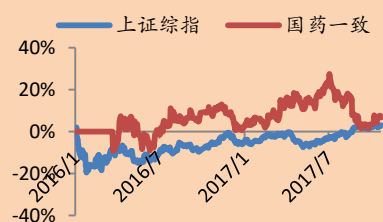
投资评级: 增持 (维持)

报告日期: 2017-10-26

前收盘价 (元) 69.97

目标价格 (元) -

股价走势:



主要数据

总股本(百万股)	428.127
A 股股本(百万股)	428.127
B/H 股股本(百万股)	-/-
总市值 (亿元)	279
A 股流通比例 (%)	82.5%
第一大股东	国药控股
第一大股东持股比例	56.06%
12 个月最高/最低(元)	83.89/65.22

医药生物行业组

联系人: 方驭涛

电话: 021-60956118

邮件: fyt0614@foxmail.com

业绩略低于预期, 国大药房有望实现快速增长

□ 事件:

公司公告 2017 年三季报: 前三季度实现营业收入 312.79 亿元, 同比增长 0.54%; 归母净利润 8.03 亿元, 同比减少 11.67%; 扣非归母净利润 7.91 亿元, 同比增长 37.71%; EPS 0.5777 元。

□ 分销业务放缓, 增速略低于预期

营业收入和归母净利润下降主要是: 1) 公司 2016 年同比基数较高, 2016 年 10 月发生了重大资产重组, 因此 2016 年同比数据包含了置出的三家工业公司 2016 年前三季度的净利润; 同时, 2016 年 1.2 亿元出售苏州致君 67% 股权计入投资收益; 2) 分销业务放缓, 主要是两票制推广后, 导致调拨业务受到影响。毛利率 10.43%, 同比提升 3.26 个百分点, 环比下滑 0.1 个百分点; 三费率 7.32%, 较 2016 年同期提升 0.03 个百分点。

□ 引入战略投资者, 国大药房有望效率再提升

9 月 10 日公司公告拟以不低于 27.67 亿元挂牌征集 1 名战略投资者引入国大药房(按战略投资者持股比例 40%), 增资扩股后国药一致仍持股 60%。国大药房拥有全国性直营药品零售网络, 拥有 3693 家门店(2663 直营+1030 加盟), 引入战略投资者后, 国大药房经营效率有望在提升, 净利率有望持续提升。

□ 盈利预测与评级

公司定位于“全国零售+两广分销+工业投资”的发展战略, 整合现有资源, 建立批零一体双轮驱动发展模式。预计 2017 年、2018 年、2019 年 EPS 分别为 2.52 元、2.68 元、3.11 元, 对应当前股价 PE 分别为 28 倍、26 倍、23 倍, 维持公司“增持”评级。

□ 风险提示

业务整合不及预期; 政策变动风险。

盈利预测:

单位: 百万元

财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	41248	42538	45640	49762
收入同比(%)	59%	3%	7%	9%
归属母公司净利润	1187	1079	1149	1331
净利润同比(%)	56%	-9%	6%	16%
毛利率(%)	11.2%	10.6%	10.8%	11.2%
ROE(%)	14.4%	11.4%	11.0%	11.5%
每股收益(元)	2.77	2.52	2.68	3.11
P/E	25.25	27.76	26.08	22.51
P/B	3.55	3.18	2.87	2.57
EV/EBITDA	12	22	20	17

资料来源: Wind, 华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	17,685	19,064	21,002	23,588	营业收入	41,248	42,538	45,640	49,762
现金	3,520	4,254	4,792	5,673	营业成本	36,648	38,029	40,711	44,189
应收账款	8,129	8,527	9,403	10,484	营业税金及附加	124	128	137	149
其他应收款	494	350	375	409	销售费用	2,198	2,267	2,483	2,742
预付账款	425	501	582	671	管理费用	860	885	1,013	1,154
存货	4,064	4,214	4,540	4,964	财务费用	102	22	23	22
其他流动资产	1,053	1,218	1,309	1,388	资产减值损失	(9)	30	30	30
非流动资产	3,628	3,869	4,086	4,256	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1,413	1,500	1,500	1,500	投资净收益	223	200	230	250
固定资产	487	586	672	747	营业利润	1,548	1,377	1,473	1,726
无形资产	320	383	445	505	营业外收入	59	50	50	50
其他非流动资产	1,407	1,401	1,470	1,503	营业外支出	7	7	8	8
资产总计	21,313	22,934	25,088	27,844	利润总额	1,600	1,420	1,515	1,768
流动负债	12,136	12,774	13,819	15,279	所得税	318	284	303	354
短期借款	1,513	1,713	1,913	2,113	净利润	1,282	1,136	1,212	1,414
应付账款	6,702	6,981	7,495	8,196	少数股东损益	95	57	64	83
其他流动负债	3,921	4,081	4,411	4,970	归属母公司净利润	1,187	1,079	1,149	1,331
非流动负债	263	227	232	236	EBITDA	1,816	1,467	1,577	1,841
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.77	2.52	2.68	3.11
其他非流动负债	263	227	232	236	主要财务比率				
负债合计	12,399	13,001	14,051	15,515	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	464	521	584	668	成长能力				
股本	363	428	428	428	营业收入	58.69%	3.13%	7.29%	9.03%
资本公积	3,152	3,138	3,138	3,138	营业利润	70.77%	-11.06%	7.00%	17.11%
留存收益	4,871	5,846	6,887	8,093	归属于母公司净利润	55.86%	-9.05%	6.44%	15.84%
归属母公司股东权益	8,450	9,412	10,453	11,659	获利能力				
负债和股东权益	21,313	22,934	25,089	27,841	毛利率(%)	11.15%	10.60%	10.80%	11.20%
现金流量表					净利率(%)	16.33%	2.88%	2.54%	2.52%
单位:百万元					ROE(%)	14.38%	11.44%	10.98%	11.47%
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	ROIC(%)	27.53%	17.81%	10.99%	11.52%
经营活动现金流	1,473	750	494	816	偿债能力				
净利润	1,282	1,079	1,149	1,331	资产负债率(%)	58.18%	56.69%	56.01%	55.73%
折旧摊销	220	68	81	93	净负债比率(%)	31.87%	66.40%	58.72%	52.30%
财务费用	60	22	23	22	流动比率	1.46	1.49	1.52	1.54
投资损失	(223)	(200)	(230)	(250)	速动比率	1.12	1.16	1.19	1.22
营运资金变动	39	(306)	(621)	(494)	营运能力				
其他经营现金流	96	87	94	113	总资产周转率	2.39	1.92	1.90	1.88
投资活动现金流	(9)	(103)	0	20	应收账款周转率	5.94	5.34	5.26	5.17
资本支出	0	(230)	(230)	(230)	应付账款周转率	7.68	6.22	6.31	6.34
长期投资	(1,233)	(87)	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	1,223	214	230	250	每股收益(最新摊薄)	2.77	2.52	2.68	3.11
筹资活动现金流	(476)	105	73	58	每股经营现金流(最新摊薄)	3.44	1.75	1.15	1.91
短期借款	300	200	200	200	每股净资产(最新摊薄)	19.74	21.99	24.42	27.23
长期借款	(72)	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	66	0	0	P/E	25.2	27.8	26.1	22.5
资本公积增加	1,288	(14)	0	0	P/B	3.5	3.2	2.9	2.6
其他筹资现金流	(1,991)	(147)	(127)	(142)	EV/EBITDA	12.28	21.64	20.25	17.48
现金净增加额	987	753	567	893					

资料来源: Wind, 华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或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。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。