

拟收购康德乐，跻身全国第二大流通商

投资要点

- **事件：**公司公告拟以 5.57 亿美元收购康德乐马来西亚 100% 股权。
- **顺应行业趋势，看好公司与康德乐的协同效应。**“两票制”出台后，公司顺应行业趋势展开商业版图扩张。马来西亚康德乐核心业务为康德乐中国业务，分成五大板块：药品分销、医疗器械分销、医院直销、特质药、以及特质药房与商业技术板块。其分销商网络覆盖 322 座城市，服务近 11000 家医疗机构等下游客户，同时拥有 30 家 DTP 药房。我们认为公司与康德乐的协同效应将体现在以下方面：

康德乐中国 2016.7.1-2017.6.30 财年收入规模为 255 亿元、1.3 亿元，为中国第八大医药流通商，并表后公司将超越华润，跻身全国第二大流通商；

康德乐中国的特色为进口医药品代理，为大多数国内药品流通企业的上游企业，本次收购将丰富公司代理的药品和非药产品种类，公司将成为中国最大的进口药品代理商和分销商，进一步巩固在流通行业的地位；

公司在华东、华北地区拥有 40 余家 DTP 药房，康德乐中国在 22 个城市拥有 30 家 DTP 药房，本次收购将形成中国第一大 DTP 专业品牌连锁药房；

康德乐净利率仅 0.5%，低于行业水平，我们认为加入公司后有望通过以下几个方面提升盈利能力：1) 康德乐资产负债率达 84%，公司作为国有企业，且工商业联动，现金流状况较纯医药流通企业更佳，融资成本更低，有望通过债务结构优化释放财务费用方面的业绩弹性。2) 康德乐加入公司后将有望借助公司的终端力量提升纯销业务占比，提升毛利率。3) 收购完成后公司与康德乐有望共享管理、物流等，释放规模效应，降低节约期间费用率。

- **公司受益行业变革，持续看好后续发展。**在商业领域，公司将受益于两票制带来的行业整合机会；在工业领域，公司将受益于一贯性评价，截止 2017 年 6 月，公司已选定 20 余家药理学研究机构以及 44 个产品临床合作基地开展一致性评价工作，第一、二批共立项 99 个品种，125 个品规（其中 36 个品种 43 个品规在 289 目录外），已有 15 个产品进入临床阶段；在零售领域，公司率先布局 DTP 药房，收购康德乐后将拥有 70 余家 DTP 药房，将抢占处方外流先机。
- **盈利预测与投资建议。**考虑康德乐的并表效应(预计 2018 年全年并表)，我们上调了公司的盈利预测，预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.31 元、1.57 元、1.81 元，对应估值分别为 19 倍、16 倍、14 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**核心业务增速不及预期风险，一致性评价推进不及预期风险、并购资产业绩不及预期风险。

指标/年度	2016A	2017A	2018A	2019A
营业收入(百万元)	120764.66	131939.52	172030.19	192246.51
增长率	14.45%	9.25%	30.39%	11.75%
归属母公司净利润(百万元)	3196.39	3535.92	4230.77	4865.68
增长率	11.10%	10.62%	19.65%	15.01%
每股收益 EPS(元)	1.19	1.31	1.57	1.81
净资产收益率 ROE	10.40%	10.57%	11.51%	12.00%
PE	21	19	16	14
PB	1.80	1.66	1.51	1.37

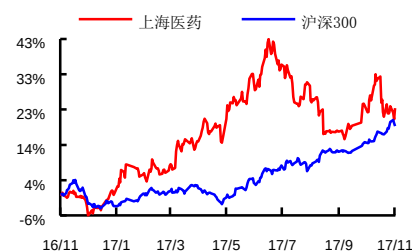
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
 执业证号: S1250513070001
 电话: 021-68413530
 邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 张肖星
 执业证号: S1250517080003
 电话: 021-68415020
 邮箱: zxxing@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	26.89
流通 A 股(亿股)	19.23
52 周内股价区间(元)	19.08-28.88
总市值(亿元)	664.16
总资产(亿元)	919.91
每股净资产(元)	12.39

相关研究

1. 上海医药 (601607): 业绩表现稳健, 盈利能力提升 (2017-10-31)
2. 上海医药 (601607): 工业增速创新高, 一致性评价加速推进 (2017-08-29)
3. 上海医药 (601607): 重点工业品种增速加快, 加快分销全国布局 (2017-04-28)
4. 上海医药 (601607): 扣非净利润增长加速, 分销业务增长趋势良好 (2017-03-22)
5. 上海医药 (601607): 被低估的医药商业 + 工业龙头 (2017-02-13)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017A	2018A	2019A	现金流量表（百万元）	2016A	2017A	2018A	2019A
营业收入	120764.66	131939.52	172030.19	192246.51	净利润	3829.71	4236.50	5069.04	5829.74
营业成本	106530.89	115960.85	152726.77	170673.33	折旧与摊销	824.04	583.90	644.25	689.96
营业税金及附加	336.86	422.21	516.09	576.74	财务费用	586.74	785.00	1083.79	1076.58
销售费用	6067.50	6676.14	8085.42	9035.59	资产减值损失	446.34	300.00	300.00	300.00
管理费用	3567.95	3958.19	4558.80	4998.41	经营营运资本变动	-2423.26	-1111.93	-6048.61	-3220.78
财务费用	586.74	785.00	1083.79	1076.58	其他	-1316.91	-1010.31	-688.17	-1026.82
资产减值损失	446.34	300.00	300.00	300.00	经营活动现金流净额	1946.67	3783.16	360.31	3648.68
投资收益	978.79	862.80	949.08	1043.99	资本支出	-2208.18	-830.00	-830.00	-830.00
公允价值变动损益	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	其他	-681.37	862.72	949.00	1043.91
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2889.54	32.72	119.00	213.91
营业利润	4207.10	4699.85	5708.32	6629.77	短期借款	-761.46	-777.77	5704.12	540.51
其他非经营损益	431.90	431.90	431.90	431.90	长期借款	744.28	0.00	0.00	0.00
利润总额	4639.00	5131.75	6140.21	7061.67	股权融资	-588.12	0.00	0.00	0.00
所得税	809.28	895.25	1071.17	1231.92	支付股利	-887.34	-985.85	-1090.57	-1304.88
净利润	3829.71	4236.50	5069.04	5829.74	其他	2140.04	-825.13	-1083.79	-1076.58
少数股东损益	633.32	700.59	838.26	964.06	筹资活动现金流净额	647.40	-2588.76	3529.75	-1840.96
归属母公司股东净利润	3196.39	3535.92	4230.77	4865.68	现金流量净额	-298.11	1227.13	4009.07	2021.63
资产负债表（百万元）	2016A	2017A	2018A	2019A	财务分析指标	2016A	2017A	2018A	2019A
货币资金	11966.82	13193.95	17203.02	19224.65	成长能力				
应收和预付款项	30976.97	34064.80	44477.80	49656.56	销售收入增长率	14.45%	9.25%	30.39%	11.75%
存货	16415.76	17940.37	23741.37	26579.70	营业利润增长率	14.12%	11.71%	21.46%	16.14%
其他流动资产	907.34	990.93	1290.79	1442.00	净利润增长率	13.83%	10.62%	19.65%	15.01%
长期股权投资	4227.21	4227.21	4227.21	4227.21	EBITDA 增长率	12.42%	8.03%	22.54%	12.91%
投资性房地产	328.97	328.97	328.97	328.97	获利能力				
固定资产和在建工程	6561.09	6906.99	7192.54	7432.38	毛利率	11.79%	12.11%	11.22%	11.22%
无形资产和开发支出	8615.10	8538.77	8462.43	8386.10	三费率	8.46%	8.65%	7.98%	7.86%
其他非流动资产	2743.46	2719.99	2696.52	2673.06	净利率	3.17%	3.21%	2.95%	3.03%
资产总计	82742.72	88911.97	109620.65	119950.63	ROE	10.40%	10.57%	11.51%	12.00%
短期借款	9627.80	8850.03	14554.14	15094.65	ROA	4.63%	4.76%	4.62%	4.86%
应付和预收款项	28002.38	31432.24	41262.75	45943.77	ROIC	9.97%	10.40%	11.31%	11.17%
长期借款	837.69	837.69	837.69	837.69	EBITDA/销售收入	4.65%	4.60%	4.32%	4.37%
其他负债	7440.38	7728.10	8923.67	9507.27	营运能力				
负债合计	45908.25	48848.05	65578.26	71383.39	总资产周转率	1.54	1.54	1.73	1.67
股本	2688.91	2688.91	2688.91	2688.91	固定资产周转率	23.67	22.89	26.38	27.80
资本公积	13558.19	13558.19	13558.19	13558.19	应收账款周转率	4.51	4.44	4.81	4.48
留存收益	15354.26	17904.32	21044.52	24605.32	存货周转率	6.59	6.59	7.19	6.68
归属母公司股东权益	31622.55	34151.42	37291.62	40852.42	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.53%	—	—	—
少数股东权益	5211.91	5912.50	6750.77	7714.83	资本结构				
股东权益合计	36834.47	40063.92	44042.38	48567.24	资产负债率	55.48%	54.94%	59.82%	59.51%
负债和股东权益合计	82742.72	88911.97	109620.65	119950.63	带息债务/总负债	27.15%	23.92%	26.52%	25.12%
					流动比率	1.47	1.50	1.43	1.46
					速动比率	1.07	1.10	1.04	1.06
					股利支付率	27.76%	27.88%	25.78%	26.82%
					每股指标				
					每股收益	1.19	1.31	1.57	1.81
					每股净资产	13.70	14.90	16.38	18.06
					每股经营现金	0.72	1.41	0.13	1.36
					每股股利	0.33	0.37	0.41	0.49
业绩和估值指标	2016A	2017A	2018A	2019A					
EBITDA	5617.88	6068.75	7436.36	8396.31					
PE	20.78	18.78	15.70	13.65					
PB	1.80	1.66	1.51	1.37					
PS	0.55	0.50	0.39	0.35					
EV/EBITDA	11.29	10.12	8.49	7.34					
股息率	1.34%	1.48%	1.64%	1.96%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn