

2018年03月22日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元) A股 66 元/B股 42 港元

公司基本信息

产业别	医药生物
A 股价(2018/3/22)	59.60
深证成指(2018/3/22)	10877.25
股价 12 个月高/低	83.89/53.02
总发行股数(百万)	428.13
A 股数(百万)	307.74
A 市值(亿元)	183.42
主要股东	国药控股股份有限公司(56.06%)
每股净值(元)	21.95
股价/账面净值	2.72
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	9.1 0.4 -20.2

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2017-11-30	59.31	买入

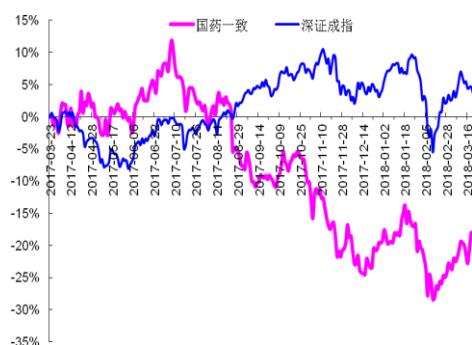
产品组合

医药商业	75.74%
医药零售	24.15%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	13.6%
一般法人	61.3%

股价相对大盘走势



国药一致(000028.SZ/200028.SZ)

Buy 买入

分销短期承压，看好零售业务的长期发展

结论与建议：

■ **同口径对比业绩小幅增长：**公司 2017 年实现营收 412.6 亿元，录得净利润 10.6 亿元，分别同比持平 and 下降 10.9%。公司业绩下滑主要是由于比较报表包含了 2016 年 10 月重组置出的三家医药工业企业，剔除此因素后公司营收同比增长 3.0%，净利同比增长 9.1%，公司实际净利润增长符合我们的预期。公司拟每 10 股派现金红利 3 元（含税）。

■ **分销短期承压：**受两票制、GPO 和品种降价等因素影响，公司分销业务增速短期承压。2017 年分销业务共实现营收 315.2 亿，YOY+1.2%，实现净利润 6.4 亿元，YOY+6.0%。其中重组并入的东方新特药、佛山南海、南方医贸均完成了 2017 年的业绩承诺。从中长期来看，我们认为整合后公司分销业务已是两广龙头，未来将在两票制、营改增等政策中持续受益，并且随着新进子公司对接理顺后，我们预计公司分销业务将会恢复稳健增长的状态。

■ **看好零售业务的长远发展：**2017 年国大药房实现营收 100.3 亿元，同比增长 10.1%，实现净利润 2.62 亿元，同比增长 17.6%。净利率较 2016 年再次提升 0.2 个百分点至 2.6%，继续得到改善。公司于 2017 年 11 月 30 日公告国大药房拟增资扩股引入世界领先的医药零售商沃博联（预计增资扩股后持有国大药房 40% 的股份，增资金额 27.6 亿元），我们认为国大药房引入沃博联将可借助国外先进的管理经验提升公司的经营能力和单店坪效，加速提升公司的净利率水平。另外，在连锁药房行业集中度提升的背景下，增资后的国大药房将具备较强的资金优势，我们预计公司未来将会加速实现外延并购。我们看好公司零售业务的长远发展。

■ **参股获得医药工业企业发展红利：**公司现在主要通过参股致君医药（49%）、坪山制药（49%）、现代制药（15.6%）、万乐药业（35.2%）等获得医药工业企业的发展红利。公司 2017 年共获得 2.6 亿元的投资收益，略低于我们的预期。现代制药目前处于重组融合工作的第一年，我们预计随着整合的深入，公司业绩将会不断提升，并入现代制药下的致君制药、坪山制药业绩预计也将不断增长，公司未来将可持续获得医药工业企业的发展红利。

■ **盈利预测：**我们预计公司 2018/2019 年净利润分别为 11.9 亿元（YOY+12.8%）/13.6 亿元（YOY+14.2%），EPS 分别为 2.79 元/3.18 元，对应 A 股 PE 分别为 21 倍/19 倍，对应 B 股 PE 分别为 10 倍/9 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持续受益。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		2015	2016	2017	2018E	2019E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	761	1187	1058	1193	1363
同比增减	%	16.68	55.86	-10.86	12.82	14.21
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.10	2.80	2.81	2.79	3.18
同比增减	%	10.53	33.33	0.36	-0.80	14.21
A 市盈率 (P/E)	X	28.38	21.29	21.21	21.38	18.72
B 市盈率 (P/E)	X	13.49	10.12	10.08	10.17	8.90
股利 (DPS)	RMB 元	0.30	0.40	0.39	0.39	0.45
股息率 (Yield)	%	0.50	0.67	0.66	0.65	0.75

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	2015	2016	2017	2018E	2019E
营业收入	25993	41248	41264	45994	51743
经营成本	23972	36648	36820	41027	46155
营业税金及附加	51	124	120	138	155
销售费用	534	2198	2306	2530	2836
管理费用	459	860	736	805	906
财务费用	91	102	110	115	129
资产减值损失	37	-9	-2	0	0
投资收益	57	223	265	304	360
营业利润	907	1548	1464	1684	1923
营业外收入	55	59	11	10	13
营业外支出	1	7	9	9	9
利润总额	961	1600	1466	1685	1927
所得税	174	318	309	359	412
少数股东损益	26	95	99	133	151
归母净利润	761	1187	1058	1193	1363

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2015	2016	2017	2018E	2019E
货币资金	1571	1806	2077	2389	2747
存货净额	6154	7385	8862	10634	12761
应收帐款净额	2533	2407	2286	2172	2063
流动资产合计	11210	13452	16142	19371	23245
长期投资净额	181	235	306	397	516
固定资产合计	1079	1187	1306	1437	1580
无形资产及其他资产合计	176	211	254	304	365
资产总计	2008	2310	2656	3055	3513
流动负债合计	13218	15762	18798	22425	26758
长期负债合计	7326	8791	10549	12659	15191
负债合计	326	339	352	367	381
少数股东权益	7652	9130	10902	13026	15572
股东权益合计	113	34	44	101	335
负债和股东权益总计	5453	6598	7852	9298	10850

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2015	2016	2017	2018E	2019E
经营活动所得现金净额	1048	1,153	1,268	1,395	1,534
投资活动所用现金净额	-135	-1400	-1400	-1400	-1400
融资活动所得现金净额	-198	-2000	-2000	-2000	-2000
现金及现金等价物净增加额	715	-2247	-2132	-2005	-1866

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及意见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券①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券②。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。