



国药一致 (000028)

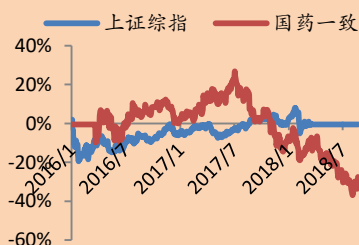
投资评级: 增持 (维持)

报告日期: 2018-08-24

前收盘价 (元) 47.45

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)	191.78
A 股流通比例 (%)	71.88%
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)	64.65/39.65

医药生物行业组

方馥涛

证券执业证书编号:

S0010518080001

电话: 021-60956118

邮件: fyt0614@foxmail.com

分销业务持续放缓, 零售业务超预期

事件:

公司公告 2018 年中报, 2018 年上半年实现营收 207.79 亿 (+1.24%); 归母净利润 6.42 亿 (+15.39%)。

业绩: 增速整体符合预期

毛利率 11.61%, 同比提升 1.08 个百分点, 三费率整体稳健, 同比小幅抬升。从单季度数据来看, 2018Q2 营收 105.23 亿元 (+2.14%), 归母净利润 3.49 亿 (+23.08%), 毛利率 12.3%、净利率 3.6%, 同比分别提升 1.1 个百分点和 0.6 个百分点。

分销: 增速放缓, 积极开展创新业务

分销业务收入 154.30 亿元 (+0.79%), 增速持续放缓, 主要是受两票制执行影响, 调拨业务萎缩; 同时, GPO 和药房托管的影响使得品种存在降价压力。毛利率 6.11%, 同比提高 0.81 个百分点。分销业务有望逐步通过业务创新和向服务化转型来增加毛利率。

零售: 净利润超预期, 净利率有望持续提升

国大药房上半年实现营收 51.44 亿元 (+5.23%), 净利润 1.39 亿元 (+40.66%), 毛利率 25.16%, 同比提升 0.52 个百分点。上半年净增 169 家门店 (直营 163 家, 院边店增加 29 家至 332 家), 现拥有 4004 家门店 (直营 2965 家+加盟 1039 家), 已经覆盖 19 个省级地区和 70 个大中城市。收入增长主要来源于存量门店挖掘 (可比店增速 5%)、新建门店以及批零一体化项目的对接。公司已与沃博联签订入股 40% 协议 (正处于国家商务部反垄断局审查阶段), 通过此次交易后, 国大药房有望建立差异化的商业模式, 在管理和经营效率上进一步提升, 净利率有望提升。

盈利预测与评级

预计公司 2018/2019/2020 年 EPS 分别为 2.72/3.14/3.46 元, 对应当前股价 PE 分别为 17/15/14 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	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	41264	44948	48808	54313
收入同比 (%)	0%	9%	9%	11%
归属母公司净利润	1058	1166	1346	1481
净利润同比 (%)	-11%	10%	15%	10%
毛利率 (%)	10.8%	11.0%	11.2%	11.2%
ROE (%)	11.7%	11.1%	11.8%	11.6%
每股收益 (元)	2.47	2.72	3.14	3.46
P/E	19.20	17.43	15.09	13.71
P/B	2.16	1.95	1.75	1.57
EV/EBITDA	14	14	12	11

资料来源: Wind, 华安证券研究

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	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	18,321	20,086	22,369	25,425	营业收入	41,264	44,948	48,808	54,313
现金	4,192	4,495	5,125	6,192	营业成本	36,820	40,004	43,342	48,230
应收账款	8,247	9,061	9,957	11,085	营业税金及附加	120	135	146	163
其他应收款	673	739	829	908	销售费用	2,306	2,742	2,928	3,259
预付账款	517	597	683	780	管理费用	736	764	830	923
存货	3,789	4,165	4,631	5,233	财务费用	110	20	23	20
其他流动资产	903	1,030	1,144	1,228	资产减值损失	(2)	30	30	30
非流动资产	4,023	3,998	4,201	4,370	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1,651	1,500	1,500	1,500	投资净收益	265	280	300	300
固定资产	552	635	712	782	营业利润	1,464	1,534	1,809	1,988
无形资产	326	392	460	520	营业外收入	11	10	10	10
其他非流动资产	1,495	1,470	1,529	1,568	营业外支出	9	10	10	10
资产总计	22,344	24,083	26,570	29,795	利润总额	1,466	1,534	1,809	1,988
流动负债	12,130	12,796	13,974	15,785	所得税	309	307	362	398
短期借款	1,561	1,761	1,961	2,161	净利润	1,157	1,227	1,447	1,590
应付账款	6,144	6,675	7,243	8,192	少数股东损益	99	61	101	109
其他流动负债	4,425	4,360	4,769	5,431	归属母公司净利润	1,058	1,166	1,346	1,481
非流动负债	286	271	282	280	EBITDA	1,657	1,625	1,916	2,105
长期借款	32	32	32	32	EPS (元)	2.47	2.72	3.14	3.46
其他非流动负债	254	239	251	248					
负债合计	12,416	13,067	14,257	16,065	主要财务比率				
少数股东权益	531	592	694	802	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	428	428	428	428	成长能力				
资本公积	3,181	3,168	3,168	3,168	营业收入	0.04%	8.93%	8.59%	11.28%
留存收益	5,787	6,828	8,025	9,333	营业利润	-5.44%	4.77%	17.95%	9.89%
归属母公司股东权益	9,397	10,424	11,621	12,929	归属于母公司净利润	-10.86%	10.19%	15.48%	10.06%
负债和股东权益	22,344	24,084	26,571	29,796	获利能力				
					毛利率(%)	10.77%	11.00%	11.20%	11.20%
					净利率(%)	16.33%	2.56%	2.59%	2.76%
					ROE(%)	11.65%	11.14%	11.75%	11.58%
					ROIC(%)	19.55%	18.35%	11.93%	11.70%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	55.57%	54.26%	53.65%	53.92%
					净负债比率(%)	67.07%	57.40%	49.81%	44.08%
					流动比率	1.51	1.57	1.60	1.61
					速动比率	1.20	1.24	1.27	1.28
					营运能力				
					总资产周转率	1.89	1.94	1.93	1.93
					应收账款周转率	5.38	5.61	5.55	5.58
					应付账款周转率	6.42	7.01	7.01	7.04
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	2.47	2.72	3.14	3.46
					每股经营现金流(最新摊薄)	3.00	0.01	1.29	2.36
					每股净资产(最新摊薄)	21.95	24.35	27.14	30.20
					估值比率				
					P/E	19.2	17.4	15.1	13.7
					P/B	2.2	1.9	1.7	1.6
					EV/EBITDA	13.98	13.65	11.70	10.78

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。