

日期: 2019年08月23日

行业: 医药商业



利润增速超预期 持续深化北京区域资源整合

分析师: 金鑫
Tel: 021-53686163
E-mail: jinxin1@shzq.com
SAC 证书编号: S0870518030001

■ 公司动态事项

公司发布2019年半年度报告。

■ 事项点评

19Q2 利润同比增速有所上升

公司2019年上半年实现收入210.22亿元, 同比增长11.99%; 实现归母净利润7.55亿元, 同比增长18.66%; 实现扣非归母净利润7.28亿元, 同比增长14.64%。分季度来看, 公司2019Q2实现营业收入109.73亿元, 同比增长13.82%; 实现归母净利润4.68亿元, 同比增长22.85%, 利润同比增速较19Q1有所提升。公司是国药集团旗下北京地区唯一医药分销平台, 已实现北京地区二三级医院的100%覆盖, 并覆盖超过4500家基层医疗机构, 具有强大的北京医疗终端覆盖及服务能力, 在北京区域拥有终端覆盖能力强、服务能力优异等竞争优势。重组四家标的公司国控北京、国控康辰、国控华鸿、国控天星2019H1分别实现净利润1.38亿元、0.53亿元、1.18亿元、0.90亿元, 同比分别增长37.22%、8.91%、12.12%、59.29%, 分别占2019年业绩承诺的40%、50%、52%、35%, 随着公司加速北京区域资源整合, 业绩承诺完成情况有望改善。

基本数据 (2019Q2)

报告日股价 (元)	25.72
12mth A 股价格区间 (元)	20.71-28.29
总股本 (百万股)	764.40
无限售 A 股/总股本	36%
流通市值 (亿元)	70.77
每股净资产 (元)	12.67
PBR (X)	2.03
DPS (Y2018, 元)	10 派 4.50

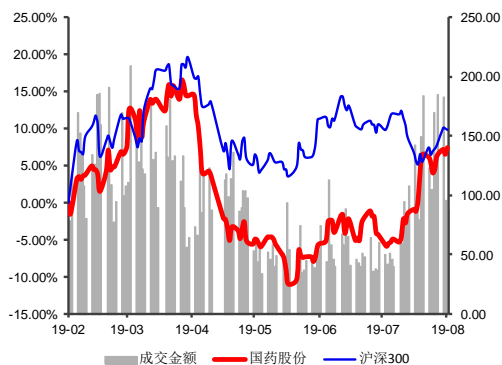
主要股东 (2019Q2)

国药控股股份有限公司	55.29%
北京康辰药业股份有限公司	2.65%
全国社保基金一零三组合	2.62%

收入结构 (2018Y)

商品销售	103.8%
产品销售	2.4%
仓储物流	0.6%
内部抵消	-6.9%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



麻精特药业务持续深化竞争优势

公司麻精特药业务一直保持80%左右的市场份额, 19H1引进多个一类、二类精神药品, 引进萌蒂临床新品, 开始尝试二级和县级医疗单位的麻精药品院内管理, 持续深化公司在麻精特药业务上的竞争优势, 预计公司麻精特药业务19H1收入增速略高于公司整体。参股公司宜昌人福2019H1实现营业收入、净利润分别为19.65亿元、4.99亿元, 同比分别增长24.47%、21.69%, 保持良好的业绩表现。

毛利率水平小幅下降, 期间费用率控制良好

公司2019年上半年销售毛利率为8.50%, 同比下降0.65个百分点, 主要受公司积极参与“4+7”集采、与安必生、京新药业等中标企业深度合作等因素所致。公司2019年上半年期间费用率为3.52%, 同比下降0.85个百分点, 其中销售费用率为2.29%, 同比下降0.49个百分点。

■ 风险提示

两票制等行业政策风险; 资产重组完成后整合进度不及预期风险; 业绩承诺不及预期风险; 商誉减值风险; 药品降价风险等

■ 投资建议

未来六个月，维持“谨慎增持”评级

预计公司19、20年EPS至1.92、2.14元，以8月21日收盘价25.72元计算，动态PE分别为13.40倍和12.03倍。公司已逐步适应“阳光采购”等政策环境变化，巩固公司北京区域医药流通的龙头地位，凭借终端医院覆盖面全、基层医疗机构配送能力强等竞争优势，积极拓展直销业务，叠加麻精特药、器械等高毛利业态快速增长，带动公司整体业绩回暖。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)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	38,739.83	41,942.79	45,963.44	50,397.04
年增长率	6.77%	8.27%	9.59%	9.65%
归属于母公司的净利润	1,404.10	1,467.14	1,634.87	1,815.87
年增长率	23.01%	4.49%	11.43%	11.07%
每股收益(元)	1.84	1.92	2.14	2.38
PER(X)	14.00	13.40	12.03	10.83

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	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,099	6,168	7,531	8,649
存货	3,343	2,721	3,536	3,835
应收账款及票据	10,573	10,476	12,674	13,328
其他	307	80	368	167
流动资产合计	19,323	19,445	24,109	25,980
长期股权投资	786	786	786	786
固定资产	554	483	420	342
在建工程	75	75	75	75
无形资产	287	265	243	221
其他	485	395	420	427
非流动资产合计	2,186	2,003	1,943	1,850
资产总计	21,510	21,448	26,052	27,830
短期借款	984	984	984	984
应付账款及票据	9,242	7,611	10,719	10,631
其他	399	382	312	457
流动负债合计	10,625	8,977	12,015	12,072
长期借款和应付债券	42	42	42	42
其他	233	208	229	223
非流动负债合计	275	250	270	265
负债合计	10,900	9,227	12,285	12,337
少数股东权益	1,377	1,559	1,645	1,740
股东权益合计	10,610	12,222	13,767	15,493
负债和股东权益总计	21,510	21,448	26,052	27,830

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	1,404	1,467	1,635	1,816
折旧和摊销	105	89	90	90
营运资本变动	(621)	(602)	(280)	(711)
经营活动现金流	982	1,082	1,478	1,238
资本支出	(9)	4	(4)	10
投资收益	296	154	161	169
投资活动现金流	(195)	123	169	184
股权融资	(3)	0	0	0
负债变化	42	0	0	0
股息支出	0	(147)	(163)	(182)
融资活动现金流	(1,073)	(136)	(284)	(303)
净现金流	(286)	1,069	1,363	1,119

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	38,740	41,943	45,963	50,397
营业成本	35,321	38,138	41,885	46,011
营业税金及附加	85	92	103	112
营业费用	1,044	1,174	1,333	1,336
管理费用	402	488	500	553
财务费用	152	101	109	117
资产减值损失	(1)	8	10	10
投资收益	296	154	161	169
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	2,038	2,094	2,186	2,428
营业外收支净额	(15)	0	0	0
利润总额	2,023	2,094	2,186	2,428
所得税	431	446	465	517
净利润	1,593	1,648	1,721	1,911
少数股东损益	189	181	86	96
归属母公司股东净利润	1,404	1,467	1,635	1,816

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	6.77%	8.27%	9.59%	9.65%
EBITDA 增长率	16.72%	0.51%	4.44%	10.50%
EBIT 增长率	17.10%	0.46%	4.58%	10.91%
净利润增长率	23.01%	4.49%	11.43%	11.07%
毛利率	8.83%	9.07%	8.87%	8.70%
EBITDA/总收入	5.86%	5.44%	5.19%	5.23%
EBIT/总收入	5.64%	5.23%	4.99%	5.05%
净利润率	3.62%	3.50%	3.56%	3.60%
资产负债率	50.68%	43.02%	47.16%	44.33%
流动比率	1.82	2.17	2.01	2.15
速动比率	1.50	1.86	1.71	1.83
总资产回报率 (ROA)	7.40%	7.69%	6.61%	6.87%
净资产收益率 (ROE)	15.21%	13.76%	13.49%	13.20%
EV/营业收入	0.5	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	6.5	7.3	6.4	5.4
PE	14.0	13.4	12.0	10.8
PB	2.1	1.8	1.6	1.4

分析师承诺

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。