

## 2019H1 业绩增长强劲，国企混改启动

### 投资要点

- **事件：**公司近日收到控股股东重庆医药健康产业有限公司及健康产业公司之控股股东重庆化医控股（集团）公司通知，化医控股集团拟对健康产业公司进行混合所有制改革。
- **引入战略投资者，内部经营机制有望优化。**化医控股集团拟公开征集一名战略投资者，转让其持有的健康产业公司 49% 股权，转让低价是 41 亿元，意向受让方应为从事医药商业或者医药工业或者医养健康相关业务，需与医药健康产业公司现有经营业务具有协同性，且意向受让方或其控股股东系中国企业联合会公布的“2018 中国企业 500 强榜单”前 200 位企业，或者中国医药商业协会公布的“2018 年药品批发企业主营业务收入前 100 位企业”的前 15 位企业。我们认为，在保持重庆市国资委仍为公司控股股东的前提下，此次公开转让股权将进一步补充公司在西南地区的竞争力且有望推动公司业务向全国范围内渗透，激活化医集团内部市场化经营机制、助推公司健康产业做强做优。
- **2019H1 业绩超预期，借助“4+7”契机持续增强发展动力。**2019 年 H1 公司实现收入 162 亿元，同比增长 33.8%，实现归母净利润 4.6 亿元，同比增长 49.7%，实现扣非归母净利润 4.3 亿元，同比增长 45.6%，业绩增长十分强劲。公司借助“4+7”政策契机持续增强公司增长动力，2019 年上半年积极参与国家组织药品集中采购试点方案药品配送工作，在入围的 25 个带量品种中，公司在重庆地区实现全覆盖，同时在试点城市成都公司也获得部分品种配送权。
- **大力深耕西部地区，龙头地位持续提升。**公司深耕西部地区 60 余年，在核心销售区域重庆市内，已实现三级甲等医疗机构全覆盖，二级医院基本覆盖，重庆市内二级及以上医疗机构覆盖率达 80% 以上，在重庆市内区县入围 40 个联合体，全市医疗机构覆盖率居领先地位，随着行业集中度的持续提升，公司作为西部地区商业领域龙头，行业地位将持续加强。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2019-2021 年归母净利润分别为 8.9 亿、10.8 亿和 13 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 7.65 元。
- **风险提示：**混改进度或不及预期，经营效率或大幅下降。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	25802.74	33353.76	41575.57	49883.42
增长率	11.97%	29.26%	24.65%	19.98%
归属母公司净利润（百万元）	690.67	884.72	1076.25	1297.10
增长率	-37.57%	28.10%	21.65%	20.52%
每股收益 EPS（元）	0.40	0.51	0.62	0.75
净资产收益率 ROE	9.26%	11.11%	12.36%	13.21%
PE	16	12	10	8
PB	1.49	1.34	1.21	1.08

数据来源：Wind，西南证券

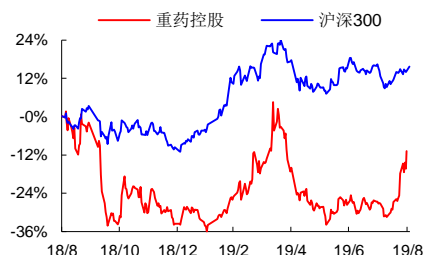
### 西南证券研究发展中心

分析师：朱国广  
 执业证号：S1250513110001  
 电话：021-58351962  
 邮箱：zhugg@swsc.com.cn

分析师：陈铁林  
 执业证号：S1250516100001  
 电话：023-67909731  
 邮箱：ctl@swsc.com.cn

分析师：刘闯  
 执业证号：S1250519060002  
 电话：021-58352031  
 邮箱：liuch@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)	17.28
流通 A 股(亿股)	7.11
52 周内股价区间(元)	4.84-8.33
总市值(亿元)	109.05
总资产(亿元)	238.79
每股净资产(元)	4.55

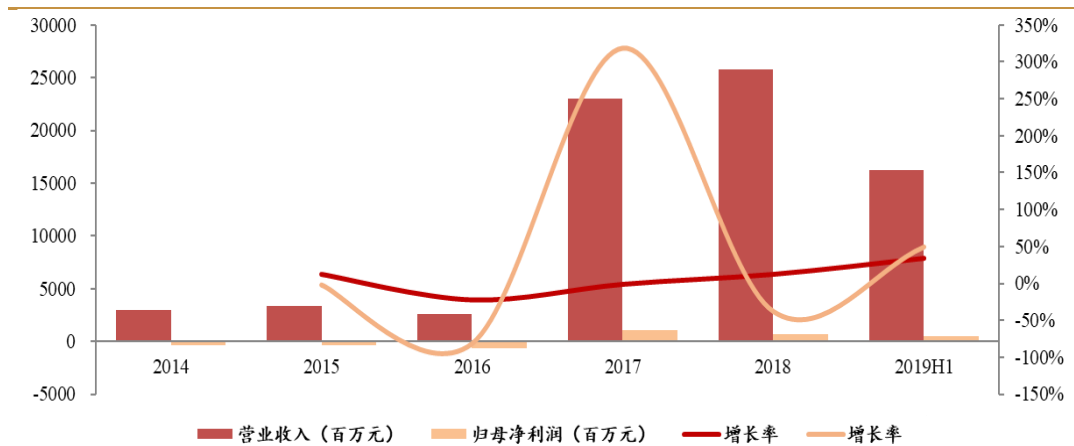
### 相关研究

## 1 公司概况：西南地区商业流通领域龙头

公司是重庆市国资委重点骨干子企业，主要从事药品与医疗器械的批发和零售。公司立足医药商业和医养健康协同发展，是西部领先的医药健康产业集团。其中，医药商业板块涵盖药品、医疗器械、保健产品的批发和零售，医养健康板块以医疗、养老、康复为三大业态，积极参与公立医院改革，通过新建、并购等方式，运营管理优质医疗机构，布局基层医疗网点，拟构建以三甲综合医院为塔尖，以特色专科医院、二级综合医院为塔身，基层医疗机构为塔基的金字塔型分级诊疗服务体系。

2019 年上半年公司实现营业收入 162 亿元，同比增长 33.8%，实现归母净利润为 4.6 亿，同比增长 49.7%。

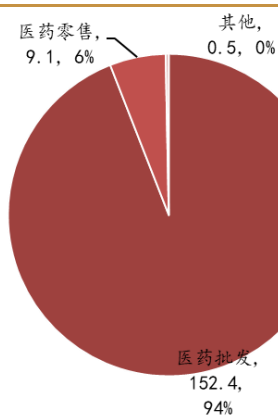
图 1：2014-2019H1 公司营业收入与归母净利润及增速（百万元）



数据来源：wind，西南证券整理

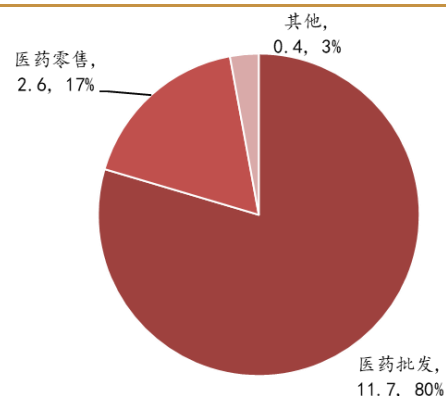
2019 年上半年，公司产品收入主要来源于医药批发和医药零售两大产品，其中医药批发收入 152.4 亿元，占比 94%，医药零售收入 9.1 亿元，占比 6%。毛利端看，2019H1 医药批发实现毛利 11.7 亿元，占比 80%，医药零售实现毛利 2.6 亿元，占比 17%。

图 2：公司 2019H1 业务收入情况（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：公司 2019H1 毛利分布情况（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：医药批发业务预计 2019-2021 年销量增速分别为 30%、25%、20%，单价维持稳定，毛利率分别为 7.7%、7.7%、7.7%；

假设 2：医药零售业务预计 2019-2021 年销量增速分别为 20%、20%、20%，单价维持稳定，毛利率分别为 25%、25%、25%。

假设 3：其他业务预计 2019-2021 年销量增速分别为 15%、15%、15%，单价维持稳定，毛利率分别为 80%、80%、80%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元	2018A	2019E	2020E	2021E
合计：营业收入	258.0	333.5	415.8	498.8
yoy	12.0%	29.3%	24.7%	20.0%
合计：营业成本	234.9	303.3	378.4	454.0
毛利率	9.0%	9.1%	9.0%	9.0%
<b>医药批发</b>				
收入	239.6	311.5	389.4	467.2
yoy	21.6%	30.0%	25.0%	20.0%
成本	221.5	287.5	359.4	431.2
毛利率	7.5%	7.7%	7.7%	7.7%
<b>医药零售</b>				
收入	17.3	20.8	25.0	29.9
yoy	23.0%	20.0%	20.0%	20.0%
成本	13.1	15.6	18.7	22.5
毛利率	24.2%	25.0%	25.0%	25.0%
<b>其他</b>				
收入	1.1	1.3	1.5	1.7
yoy	5.5%	15.0%	15.0%	15.0%
成本	0.2	0.3	0.3	0.3
毛利率	78.7%	80.0%	80.0%	80.0%

数据来源：wind，西南证券

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 8.9 亿、10.8 亿、13 亿元，参考可比公司，我们给予公司 2019 年 15 倍 PE，对应目标价 7.65 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值情况

代码	简称	市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
600511.SH	国药股份	224	14	15.4	17.5	16	15	18
600998.SH	九州通	250	13.4	16.9	20.8	19	15	12
平均						18	15	15

数据来源：wind，西南证券整理。注：wind 一致预期截止 2019-9-1

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	25802.74	33353.76	41575.57	49883.42	净利润	750.91	1005.36	1251.45	1508.25
营业成本	23490.69	30334.30	37837.36	45403.37	折旧与摊销	90.35	67.01	67.01	67.01
营业税金及附加	70.52	90.06	113.58	135.75	财务费用	228.79	230.65	253.84	306.73
销售费用	824.76	1033.97	1288.84	1521.44	资产减值损失	103.94	50.00	70.00	100.00
管理费用	483.73	767.14	935.45	1097.44	经营营运资本变动	-2613.70	854.18	-2207.09	-1588.93
财务费用	228.79	230.65	253.84	306.73	其他	-266.06	-348.95	-426.67	-496.74
资产减值损失	103.94	50.00	70.00	100.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-1705.76</b>	<b>1858.25</b>	<b>-991.46</b>	<b>-103.68</b>
投资收益	233.86	300.00	350.00	400.00	资本支出	-362.80	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.04	-0.06	-0.06	-0.06	其他	153.66	402.97	349.94	399.94
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-209.14</b>	<b>402.97</b>	<b>349.94</b>	<b>399.94</b>
<b>营业利润</b>	<b>846.75</b>	<b>1147.59</b>	<b>1426.45</b>	<b>1718.62</b>	短期借款	2270.06	-1108.18	1894.49	1056.50
其他非经营损益	7.15	8.00	12.00	15.00	长期借款	939.80	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>853.89</b>	<b>1155.59</b>	<b>1438.45</b>	<b>1733.62</b>	股权融资	-45.51	0.00	0.00	0.00
所得税	102.98	150.23	187.00	225.37	支付股利	0.00	-138.13	-176.94	-215.25
净利润	750.91	1005.36	1251.45	1508.25	其他	-601.35	-227.34	-253.84	-306.73
少数股东损益	60.25	120.64	175.20	211.16	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>2563.00</b>	<b>-1473.65</b>	<b>1463.71</b>	<b>534.53</b>
归属母公司股东净利润	690.67	884.72	1076.25	1297.10	<b>现金流量净额</b>	<b>648.09</b>	<b>787.57</b>	<b>822.18</b>	<b>830.78</b>
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2547.81	3335.38	4157.56	4988.34	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	10871.09	11080.09	15116.73	18095.27	销售收入增长率	11.97%	29.26%	24.65%	19.98%
存货	2749.56	3551.87	4439.30	5324.19	营业利润增长率	-32.59%	35.53%	24.30%	20.48%
其他流动资产	233.43	167.66	208.24	249.24	净利润增长率	-34.86%	33.89%	24.48%	20.52%
长期股权投资	1439.48	1439.48	1439.48	1439.48	EBITDA 增长率	-38.41%	23.96%	20.90%	19.75%
投资性房地产	83.69	83.69	83.69	83.69	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	534.54	496.21	457.88	419.54	毛利率	8.96%	9.05%	8.99%	8.98%
无形资产和开发支出	939.47	915.29	891.10	866.92	三费率	5.96%	6.09%	5.96%	5.86%
其他非流动资产	715.82	711.32	706.83	702.33	净利率	2.91%	3.01%	3.01%	3.02%
<b>资产总计</b>	<b>20114.88</b>	<b>21780.99</b>	<b>27500.81</b>	<b>32169.02</b>	ROE	9.26%	11.11%	12.36%	13.21%
短期借款	3099.85	1991.67	3886.16	4942.67	ROA	3.73%	4.62%	4.55%	4.69%
应付和预收款项	6368.70	7892.23	10226.23	12124.59	ROIC	11.49%	12.10%	12.92%	12.60%
长期借款	978.40	978.40	978.40	978.40	EBITDA/销售收入	4.52%	4.33%	4.20%	4.19%
其他负债	1560.30	1865.60	2282.44	2702.77	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>12007.25</b>	<b>12727.91</b>	<b>17373.23</b>	<b>20748.43</b>	总资产周转率	1.46	1.59	1.69	1.67
股本	1728.18	1728.18	1728.18	1728.18	固定资产周转率	50.69	66.95	90.41	118.33
资本公积	2527.72	2527.72	2527.72	2527.72	应收账款周转率	3.04	3.37	3.53	3.33
留存收益	3142.00	3888.58	4787.88	5869.73	存货周转率	9.43	9.60	9.46	9.29
归属母公司股东权益	7319.68	8144.49	9043.79	10125.63	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.94%	—	—	—
少数股东权益	787.95	908.59	1083.80	1294.95	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>8107.63</b>	<b>9053.08</b>	<b>10127.59</b>	<b>11420.59</b>	资产负债率	59.69%	58.44%	63.17%	64.50%
负债和股东权益合计	20114.88	21780.99	27500.81	32169.02	带息债务/总负债	33.96%	23.34%	28.00%	28.54%
					流动比率	1.51	1.57	1.48	1.46
					速动比率	1.26	1.26	1.20	1.19
					股利支付率	0.00%	15.61%	16.44%	16.59%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.40	0.51	0.62	0.75
					每股净资产	4.24	4.71	5.23	5.86
					每股经营现金	-0.99	1.08	-0.57	-0.06
					每股股利	0.00	0.08	0.10	0.12
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	1165.89	1445.25	1747.29	2092.36					
PE	15.79	12.33	10.13	8.41					
PB	1.49	1.34	1.21	1.08					
PS	0.42	0.33	0.26	0.22					
EV/EBITDA	9.94	6.65	6.12	5.22					
股息率	0.00%	1.27%	1.62%	1.97%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn