

2019 年 11 月 27 日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价 A 股 51 元/B 股 33 港元

公司基本信息

產業別	医药生物
A 股价(2019/11/26)	43.16
深证成指(2019/11/26)	9677.23
股價 12 個月高/低	52.75/37.41
總發行股數(百萬)	428.13
A 股數(百萬)	307.74
A 市值(億元)	132.82
主要股東	国药控股股份有限公司(56.06%)
每股淨值(元)	29.08
股價/賬面淨值	1.48
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-7.6 -10.8 0.1

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2019-08-25	45.9	买入

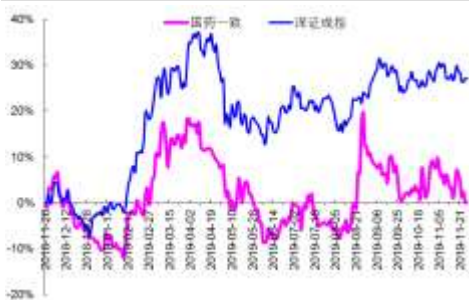
产品组合

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

外延扩张稳步推进

事件:

- 公司董事会于 11 月 26 日审议通过了《关于国药控股国大药房有限公司收购普洱淞茂济安堂医药有限公司 60%股权的议案》，公司将以不高于 9,000 万元收购普洱淞茂医药集团有限公司持有普洱淞茂济安堂医药有限公司 60%的股权。
- 公司股东大会于 11 月 14 日审议通过了《关于国药控股国大药房有限公司收购上海鼎群企业管理咨询有限公司 100%股权的议案》及《关于国药控股国大药房有限公司收购上海浦东新区医药药材有限公司 75%股权的议案》。公司将以不超过 93,424 万元现金收购上海鼎群 100%股份来间接收购吉林省流通零售龙头企业国控天和 85%的股权，并将以不超过 16,312 万元收购国药控股持有的批发零售商浦东药材 75%的股权。

点评:

- **外延扩张稳步推进，“批零一体化”战略逐步实现：**自 2018 年 WBA 入股后公司获得丰厚的现金，外延扩张战略稳步推进，收购的标的均将对公司区域布局及批零一体化战略起到积极作用，并且并购预计将增厚公司 2020 年约 4%的净利润，我们看好公司外延扩张战略的推进。(1) 国控天和是吉林唯一兼具批发和零售业务的大型流通企业，批发业务销售规模排名第三，医药零售业务排名第二，拥有 438 家直营门店，国控天和 2018 年营收 19.6 亿元，净利润 0.9 亿元，收购静态 PE 为 13 倍，我们认为收购国控天和将可联合公司的沈阳国大药房构建东北三省的销售网络，并且其“批发+零售”有利于公司在东北区域的批零一体化推进；(2) 浦东药材主要布局在上海，除批发业务外还有连锁药房“养和堂”，拥有 75 家直营店和 3 家加盟店。浦东药材 2018 年营收 3.3 亿元，净利 669 万元，收购静态 PE 为 22 倍，收购浦东药材将可增强公司上海区域的批发及零售业务规模；济安堂为云南普洱市的药店连锁企业，拥有 96 家门店，2018 年营收 1.5 亿元，净利 765 万元，静态收购 PE 为 20 倍，公司目前药店主要分布在沿海区域外加新疆、内蒙和辽宁，通过收购济安堂将为公司开发西南区域广阔的市场提供立足点。
- **盈利预计及投资建议：**我们预计公司 2019、2020 年分别实现净利润 12.8 亿元、14.6 亿元，分别 YOY+5.8%、+13.6%，EPS 分别为 3.0 元、3.4 元，对应 A 股 PE 分别为 15 倍/13 倍，对应 B 股 PE 分别为 9 倍/8 倍。公司已是全国的零售龙头和两广区域的分销龙头，目前积极推动的并购战略及批零一体化战略将会不断提升公司的规模及效率，我们看好公司长远发展。目前公司 A/B 股估值均处于历史较低水平，继续给予“买入”的投资建议。
- **风险提示：**分销恢复不及预期；国大药房净利率提升不及预期；并购执行不及预期

年度截止 12 月 31 日		2016	2017	2018	2019E	2019E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1187	1058	1211	1281	1456
同比增减	%	55.86	-10.86	14.46	5.82	13.63
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.80	2.47	2.83	2.99	3.40
同比增减	%	33.33	-11.79	14.57	5.74	13.63
A 市盈率(P/E)	X	15.79	17.90	15.63	14.78	13.00
B 市盈率(P/E)	X	9.21	10.44	9.11	8.62	7.58
股利 (DPS)	RMB 元	0.33	0.30	0.40	0.42	0.48
股息率 (Yield)	%	0.75	0.68	0.90	0.95	1.08

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 ($ER \leq -30\%$)

标的	区域	收购价格 (百万元)	收购 股权 比例 (%)	收购 PE	2018 年分 销营收 (百 万元)	2018 年分 销净利 (百 万元)	2018 零售营 收 (百万元)	2018 零售净 利 (百万元)	零售店数量 (家)
国药天和	吉林	934.24	85%	12.75	1423.15	55.63	533.76	30.60	438 家直营
浦东药材	上海	163.12	75%	21.68	425.16	3.34	335.82	6.69	75 家直营+3 家加盟
济安堂	云南	90	60%	19.61			150.08	7.65	96 家(其中 93 家拥有医保资质)

附一：合并损益表

人民币百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E
营业收入	41248	41264	43122	45635	48787
经营成本	36648	36820	38024	40259	42837
营业税金及附加	124	120	121	119	146
销售费用	2198	2306	2763	2753	2976
管理费用	860	736	783	748	781
财务费用	102	110	113	188	259
资产减值损失	-9	-2	3	4	3
投资收益	223	265	320	319	300
营业利润	1548	1464	1671	1895	2086
营业外收入	59	11	13	7	15
营业外支出	7	9	5	11	9
利润总额	1600	1466	1679	1890	2092
所得税	318	309	330	381	418
少数股东损益	95	99	138	228	218
归母净利润	1187	1058	1211	1281	1456

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E
货币资金	3520	4192	8090	9546	11264
存货净额	7654	7589	9337	9430	9525
应收帐款净额	4049	3782	4389	4170	3961
流动资产合计	17685	18321	24496	25720	27006
长期投资净额	1413	1651	1880	2219	2618
固定资产合计	487	552	608	693	790
无形资产及其他资产合计	47	23	36	27	20
资产总计	3628	4023	4435	5100	5865
流动负债合计	21313	22344	28930	30820	32871
长期负债合计	12136	12130	14758	17710	21251
负债合计	263	286	267	277	288
少数股东权益	12399	12416	15025	17987	21540
股东权益合计	464	531	2287	7548	32457
负债和股东权益总计	8450	9397	11618	5285	-21126

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2016	2017	2018	2019E	2020E
经营活动所得现金净额	1473	1285	1323	1,455	1,600
投资活动所用现金净额	-9	-286	-222	-350	-350
融资活动所得现金净额	-476	-477	2859	-500	-500
现金及现金等价物净增加额	987	523	3959	605	750

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@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@。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。