

1099.HK 国药控股

未评级

医药分销龙头，业绩平稳增长

2016年08月22日

市场数据

报告日期	2016.08.22
收盘价(港元)	39.70
H股(亿股)	11.93
总股本(亿股)	27.67
H股市值(亿港元)	473.62
总市值(亿港元)	1,099.00
净资产(亿元)	428.85
总资产(亿元)	1,525.39
每股净资产(元)	15.50

数据来源: Wind

相关报告

海外医药研究

高级分析师: 鲁衡军
注册国际投资分析师 CIIA
luhj@xyzq.com.hk
SFC: AZF126
SAC: S0190515010004

主要财务指标

会计年度	2012A	2013A	2014A	2015A
营业收入(百万元)	1,022	1,365	1,669	2,001
增长率(%)	47.65%	33.53%	22.24%	19.94%
股东净利润(百万元)	24	31	36	46
增长率(%)	31.29%	28.20%	16.22%	27.15%
毛利率	8.17%	8.05%	8.02%	8.16%
净利润率	2.35%	2.26%	2.15%	2.27%
每股收益(元/股)	0.66	0.82	0.89	1.11

数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

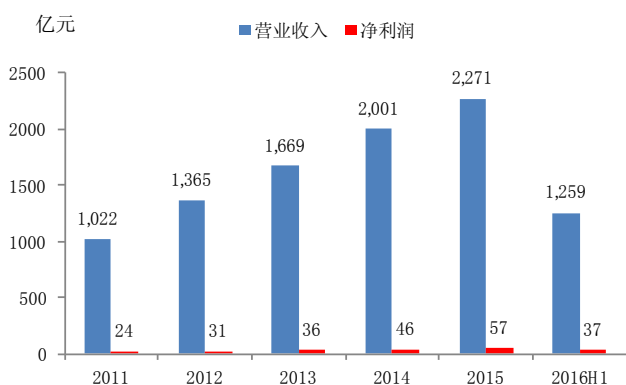
投资要点

- **中期业绩平稳增长，符合预期。** 国药控股(1099.HK)8月22日公告2016年中期经营业绩: 营业收入同比增长13.4%至1,258.88亿元; 毛利润同比增长11.9%至102.23亿元; 经营利润同比增长12.3%至51.88亿元; 净利润同比增长29.1%至37.30亿元, 每股收益为0.96元。公司中期业绩增长平稳, 符合市场预期。
- **营收增速维持行业增长水平，毛利率微降。** 上半年, 公司医药分销收入1,197.79亿元, 同比增长13.63%, 占总收入比为94.20%。2016年上半年医药制造业收入同比增长10.0%, 医药流通行业也呈改善迹象, 预计同比增长约12%, 与公司分销业务增速相若。公司整体毛利率8.12%, 微降0.11个百分点, 主要是非分销业务拖累。公司净利润增速(29%)远高于毛利增速(11.9%)主要是一次性资产出售和拆迁补偿增加所致。受益于利率水平下降, 发行超短融和公司债等金融产品, 公司财务费用同比小幅下降。
- **医药分销龙头地位稳固。** 公司在医药分销领域已形成一体化的医药供应链, 全国性分销网络不断拓展整合。截至2016年6月30日, 分销网络已覆盖中国31个省、直辖市和自治区, 直接客户包括13,841家医院, 小规模终端客户108,712家, 零售药店71,051家。
- **我们的观点:** 公司分销龙头地位进一步保持, 零售行业也居于中国领先地位, 同时在医药、医疗、融资租赁等健康相关产业中积极创新, 探索多元化业务协同发展。随着医药刚性需求持续显现、行业集中度继续提升, 规模优势的重要性进一步凸显, 公司销售规模和利润也将持续稳步增长。预计公司2016年业绩对应当前股价大约在25倍PE, 建议投资者密切关注。
- **风险提示:** 市场竞争激烈, 毛利率下降; 新医药流通模式创新的不确定性。

报告正文

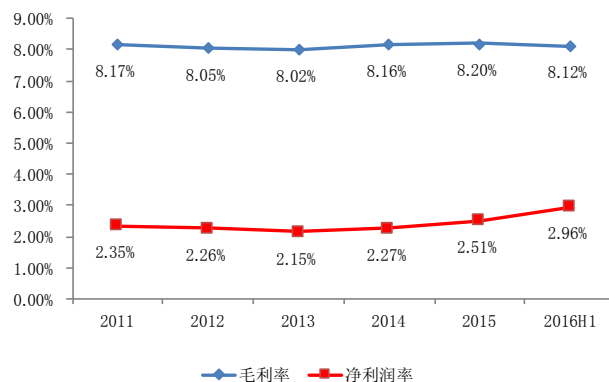
- **中期业绩增长平稳，符合预期。** 国药控股(1099.HK)8月22日公告2016年中期经营业绩：营业收入同比增长13.4%至1,258.88亿元；毛利润同比增长11.9%至102.23亿元；经营利润同比增长12.3%至51.88亿元；净利润同比增长29.1%至37.30亿元，每股收益为0.96元。公司中期业绩增长平稳，符合市场预期。

图 1、公司营业收入和净利润



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

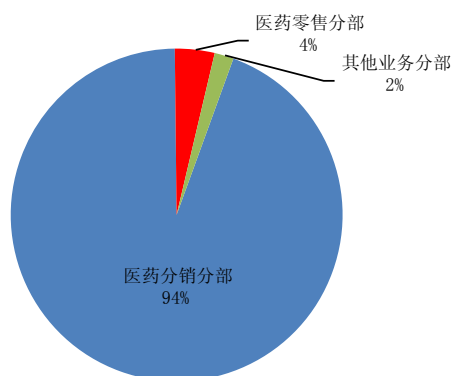
图 2、综合毛利率和净利率



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **营收增速维持行业增长水平，毛利率微降。** 上半年，公司最大的收入部分医药分销收入1,197.79亿元，同比增长13.63%，占总收入比为94.20%。2016年上半年医药制造业收入同比增长10.0%，医药流通行业也呈改善迹象，预计同比增长约12%，与公司分销业务增速相若。公司整体毛利率8.12%，微降0.11个百分点，主要是非分销业务拖累。公司净利润增速(29%)远高于毛利增速(11.9%)主要是一次性资产出售和拆迁补偿增加所致。受益于利率水平下降，发行超短融和公司债等金融产品，公司财务费用同比小幅下降。

图 3、2016H1 公司销售收入结构



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

表 1、按产品划分的销售额及变动 (百万元)

	人民币：百万元			
	2016H1	2015H1	变动金额	变动比例
医药分销分部	118,673.9	104,717.5	13,956.4	13.33%
医药零售分部	4,873.4	4,094.9	778.5	19.01%
其他业务分部	2,340.9	2,245.1	95.8	4.27%
总计	125,888.2	111,057.5	14,830.7	13.35%

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **医药分销龙头地位稳固。**公司在医药分销领域已形成一体化的医药供应链，全国性分销网络不断拓展整合。截至 2016 年 6 月 30 日，分销网络已覆盖中国 31 个省、直辖市和自治区，直接客户包括 13,841 家医院，小规模终端客户 108,712 家，零售药店 71,051 家。
- **资产重组助零售业务快速增长。**上半年，公司零售收入同比增长 19.69% 至 49.09 亿元。公司以打造批零一体化的医药流通业态结构为目的，大力推动零售发展，强化引领优势。2016 年上半年完成部分下属一致药业股份有限公司（国药一致）的资产重组，零售业务在新的资本平台上得到更好的发展。截至 2016 年 6 月 30 日，门店覆盖全国 18 个省市，拥有 3,268 家零售药店。
- **创新平台业务大力发展。**公司依托商业平台优势，大力推动行销转型，进一步探索行销业务的创新服务模式，产品代理业务方面取得了明显增长。积极探索金融资本市场，实行“产融结合”的转型新思路，产业竞争优势加大，融资租赁业务增长迅速，2016 年上半年同比增长 70.60% 至 32.41 亿元。同时，顺应“互联网+”的趋势，抓住医药电商的发展机遇，推动传统业务与互联网的融合，B2C、O2O 等业务取得明显增长，传统业务互联网化转型的“互联互通”项目进展顺利，交易额达到 22 亿元。
- **我们的观点：**作为医药流通领域的领导者，国药控股是中国最大的药品、医疗保健产品批发商和零售商，及领先的供应链服务提供商。公司分销龙头地位进一步保持，零售行业也居于中国领先地位，同时在医药、医疗、融资租赁等健康相关产业中积极创新，探索多元化业务协同发展。随着医药刚性需求持续显现、行业集中度继续提升，规模优势的重要性进一步凸显，公司销售规模和利润也将持续稳步增长。预计公司 2016 年业绩对应当前股价大约在 25 倍 PE，建议投资者密切关注。
- **风险提示：**市场竞争激烈，毛利率下降；新医药流通模式创新的不确定性。

表 2、国药控股 2016 年中期业绩主要财务指标变动情况

	单位(百万元, 人民币)			点评
	2016H1	2015H1	同比变动	
收入	125,888	111,057	13.4%	医药分销分部业务同比增长13.33%，医药零售分部业务同比增长
销售成本	(115,665)	(101,918)	13.5%	
毛利	10,223	9,139	11.9%	
毛利率	8.1%	8.2%	-1.3%	非分销业务毛利率下降。
分销及销售开支	(3,135)	(2,849)	10.1%	经营规模扩大、业务开拓、网络规模扩张，费用增加。
一般及行政开支	(1,977)	(1,753)	12.8%	
其他收入	76	83	-7.8%	中央及地方政府补贴减少。
经营利润	5,188	4,622	12.3%	
其他收益净额	427	68	530.5%	主要增长为出售土地使用权、无形资产及物业、厂房及设备所得收益增加，拆迁补偿增加，出售附属公司所得增加。
财务收入	109	124	-12.2%	
财务费用	(999)	(1,151)	-13.1%	
财务费用净额	(891)	(1,027)	-13.3%	集团融资费用下降。
享有按权益法入账的投资利润份	105	91	15.4%	
除税前溢利	4,829	3,754	28.6%	
所得税开支	(1,099)	(865)	27.0%	集团利润增长导致所得税开支增长；实际税率由2015年六个月的23.04%降至2016年六个月的22.75%。
期间利润	3,730	2,889	29.1%	
公司股东净利润	3,730	2,889	29.1%	其他收益净额提升，财务费用减少。
股息	1,135	858	32.3%	
基本及摊薄EPS (元)	0.91	0.69	31.9%	

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

业绩发布会议 Q&A (2016.08.22)

1、如何看待 2017 年及更长时间内公司整体的分销业务的增长情况？

公司分销业务的内部设定目标及对外的宣传目标一直是高于行业的增长，这几年也都做到了这一点，今年上半年的分销业务是 13% 的增长，而流通行业的增长在 12% 左右。这几年国药控股承受了较大的压力，国控的业务主要在大中型医院方面，而近几年政策对行业的改革也主要在大型医院和医疗机构方面，公司能保持高于行业 3-5 个百分点的增长做出了很多努力。从管理层角度讲，未来目标仍是争取高于行业 3 个百分点左右的增长率。

2、两票制的实行使得并购机会提高，未来一段时间内，公司的内生和外延增长的预判是怎样一个比例？

由于两票制的推行而导致消亡的公司多为小公司，这些公司实质上并没有并购价值，这部分市场会自然而然地转移到其他大分销商之处，所以在这方面，两票制的实行和并购行为之间并没有直接的关联；而对于大中型分销企业，两票制导致的并购机会还有待于市场的检验。预计两票制的政策会在 2016、2017 年全面落实。

3、上半年发了 80 亿的超短融和 40 亿公司债，此行为对下半年的财务费用有何

影响？

整体来说公司的发行时机把握较好，超短融最低到 2.5% 的利率，最高也未超过 3%，公司债也在 3% 以下，通过两者的发行支撑了公司财务费用率的下降到一个新的相对低点。展望对公司下半年的影响，主要有两点：一方面，公司的财务费用率随着资金利率的下降和其他管控措施的增加，公司的财务费用还有下降的空间；另一方面，公司可以拿到相对规模的低成本资金，可以有力地支撑公司业务的发展，特别是还可以支撑公司其他方面的并购以及新业务的产生。

4、公司未来利息趋势将呈何种走向，财务杠杆目标又如何？

从银行借款、发行公司债和超短融等来看，整体利率水平呈下降趋势，目前处于资金相对宽松的时期。公司目前财务杠杆相对不高，并把财务风险的管控作为重大风险管理，将其提高到较高级别；另一方面公司对应收账款的管理力度不断加强，效果明显。因此公司今年的资产负债率在保持平稳的同时，略微下降，公司的财务杠杆目标比较合适，未来风险可控，不构成主要风险。

5、公司资产重组项目较多，整体来看，对国药控股具体是增厚还是摊薄？

本次的两个重组是按照控股集团的战略整合实施的，北京地区的整合也是为了实现向证监会承诺的五年之内解决同业竞争的问题，都是必须实施的。从财务的数据来看，两次整合确实对国药控股股东权益有一定的摊薄，但是摊薄数值很小，完全可以通过整合带来的价值来弥补。无论是一致药业还是国药股份，公司希望通过一系列方案和思路发挥出其整合价值，若能全部落实，其价值是非常巨大的。

6、限制性股票激励计划何时实施？为何第一次股票激励计划有 12% 的保底增长目标，而不是阶梯性增长目标？

股权激励计划的核心是希望将公司的高级管理人员和核心团队与公司未来的长期发展结合起来，也是希望将公司的市值和给投资者的股票有效地结合。其有几个主要的特点：整个计划是 10 年周期，按照股东大会的批准每 2 年实施一次，同时采取了限制性股票的方式，即由参与计划的高管人员根据额外定价的基本原则出资购买公司一定数量的股票，同时需遵守必要的授予前提条件，公司的经营业绩和对标企业相比要达到 50 分位值才可以实施授予，即长周期加紧绑定。采用 2 年时间锁定，3 年时间解锁的方式，解锁时有 3 个核心指标：ROE 和净利润的增长、EVA 指标、公司业绩需在对标企业 75 分位值以上。因此虽然是 12% 的净利润增长率，相对来说具体授予条件还是比较有挑战性的。

整体的股权激励计划是经过相关主管部分国资委的批注才可以实施，目前进程是

国药控股已经批准此计划，未来还需要经过国药控股股东大会的批准，之后会择机实行此计划，目前公司正在做具体实施时进一步细化方案。相较之前，此计划是一个重大突破，管理团队有信心将计划实施好，通过实施，国药控股的业绩也将得到更长期、持续的发展。

7、营改增政策对行业有何影响？

由于实行时间不是很长，目前暂时从内部数据上还没有特别明显的影响；通过公司内部测算和审计师测算以及调研显示营改增对公司还是正面影响居多的，被调研的公司从税负方面讲还是下降的。

8、从公司的债务结构上看，过去长期债务增长约 80 亿，短债降低 40 亿，这样债务结构的变化有什么目的？

2015 年按照会计事务所的规则，3+2 的债务到期转为流动资金，确认延续后 2016 年转为长期债务，加上今年新发的 40 亿公司债，造成此债务结构变化。从公司来说，希望多发短债降低利率，对于具体的债务结构，公司也会从风险控制上进行相应的匹配。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhushd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场

机构销售负责人					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。