国药控股

一季度业绩符合预期，受益于降息周期

业绩回顾

业绩符合预期

国药控股公布 2015 年一季报：净利润同比增长 27.6%，至 8.951 亿元，每股收益 0.32 元，符合我们的预期；收入同比增长 20.4%，至 552 亿元。

发展趋势

收入增长稳定，毛利率稳健。在收入稳定增长、毛利率改善以及成本有效控制推动下，国药控股一季度净利润实现大幅增长。我们认为，其规模优势存在提升空间，一级市场贡献将有所加大。综合毛利率仍然保持在 8.17%的稳健水平，同比小幅下降 0.13 个百分点，季度环比上升 0.20 个百分点（主要是得益于高毛利产品和医院业务对公司业绩贡献提升）。销售费用率同比微降 0.02 个百分点至 2.58%，管理费用率同比下降 0.08 个百分点至 1.46%。

受益于降息周期：1 季度财务费用率仅 0.75%，创两年以来新低。净利润率因此同比改善 0.09 个百分点至 1.62%。另外，国药控股 1 季度实现经营性现金流 584 亿元（同比增长 18.8%）。

盈利预测调整

我们将 2015 和 2016 年净利润预测分别上调 4%和 6%至 36 亿元和 45 亿元（同比分别增长 25%和 24%），摊薄后每股收益 1.30 元和 1.61 元。

估值与建议

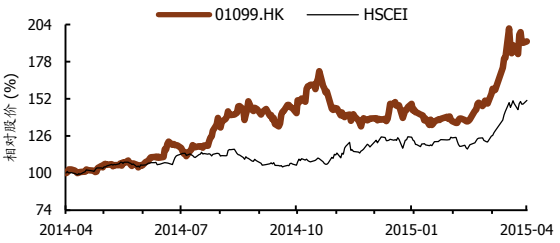
国药控股目前股价对应 2015 和 2016 年预测市盈率 23 倍和 19 倍。我们预计，新业务拓展将提升公司估值。因此，**重申推荐评级，将目标价上调 27%，从 37 港元提高至 47 港元**（对应 2015 和 2016 年预测市盈率 29 倍和 23 倍，基于 23%的三年年均复合增速以及 1.2 倍的 2015 年预测 PEG）。

风险

支付周期延长。

维持推荐

股票代码	01099.HK
最新收盘价	港币 38.25
目标价	港币 47.00
52 周最高价/最低价	港币 41.30~19.72
总市值(亿)	港币 1,058
30 日日均成交额(百万)	港币 344.28
发行股数(百万)	1,193
其中：自由流通股(%)	95
30 日日均成交量(百万股)	9.64
主营行业	医疗保健



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	166,866	200,131	238,044	283,410
增速	22.2%	19.9%	18.9%	19.1%
归属母公司净利润	2,250	2,875	3,603	4,458
增速	13.7%	27.8%	25.3%	23.7%
每股净利润	0.89	1.11	1.30	1.61
每股净资产	8.65	10.59	10.87	12.09
每股股利	0.26	0.33	0.39	0.48
每股经营现金流	1.96	2.15	0.82	1.02
市盈率	33.5	27.5	23.5	18.7
市净率	3.5	2.9	2.8	2.5
EV/EBITDA	13.8	11.9	10.9	9.2
股息收益率	0.9%	1.1%	1.3%	1.6%
平均总资产收益率	2.4%	2.5%	2.7%	3.0%
平均净资产收益率	11.5%	11.7%	12.5%	14.0%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

强静，CFA
分析员
jing.qiang@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080512070005
SFC CE Ref: AWU229

楼慧源
联系人
huiyuan.lou@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080114080034

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

财务报表和主要财务比率

财务报表（百万元）	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表				
营业收入	166,866	200,131	238,044	283,410
营业成本	-153,488	-183,803	-218,726	-260,283
营业费用	-4,474	-5,123	-6,093	-7,170
管理费用	-3,092	-3,547	-4,219	-4,939
其他	0	0	0	0
营业利润	6,102	7,862	9,209	11,222
财务费用	-1,660	-2,129	-1,935	-2,183
其他利润	289	204	204	204
利润总额	4,621	5,935	7,438	9,203
所得税	-1,041	-1,383	-1,733	-2,145
少数股东损益	-1,330	-1,677	-2,101	-2,600
归属母公司净利润	2,250	2,875	3,603	4,458
EBITDA	6,779	8,620	10,080	12,208
扣非后净利润	2,250	2,875	3,603	4,458
资产负债表				
货币资金	14,002	15,232	21,526	26,699
应收账款及票据	51,825	66,098	63,985	76,119
存货	16,702	20,309	21,653	25,716
其他流动资产	7,184	8,633	9,839	10,931
流动资产合计	89,713	110,272	117,003	139,465
固定资产及在建工程	6,311	7,102	8,047	9,193
无形资产及其他长期资产	9,429	11,281	10,350	10,274
非流动资产合计	15,740	18,383	18,397	19,467
资产合计	105,453	128,656	135,401	158,932
短期借款	21,007	25,233	32,375	38,059
应付账款	44,188	54,724	56,605	67,360
其他流动负债	5,646	6,063	7,614	8,938
流动负债合计	70,841	86,020	96,594	114,357
长期借款	4,134	4,223	3,738	3,540
非流动负债合计	6,001	6,346	5,862	5,664
负债合计	76,842	92,366	102,456	120,021
股本	2,568	2,767	2,767	2,767
未分配利润	19,247	24,615	27,321	30,687
股东权益合计	21,816	27,382	30,088	33,454
负债及股东权益合计	105,453	128,656	143,553	167,084
现金流量表				
税前利润	4,621	5,935	7,438	9,203
折旧和摊销	-677	-758	-871	-986
营运资本变动	-7,440	-366	-4,586	-5,532
其他	8,437	751	279	150
经营活动现金流	4,941	5,561	2,260	2,835
资本开支	-2,053	-1,982	0	0
其他	-2,013	-2,375	-1,727	-2,056
投资活动现金流	-4,066	-4,358	-1,727	-2,056
股权融资	0	0	0	0
银行借款	9,002	4,314	6,658	5,486
其他	-5,593	-4,292	-858	-1,075
筹资活动现金流	3,409	22	5,800	4,411
汇率变动对现金的影响	-83	5	-39	-17
现金净增加额	4,284	1,225	6,333	5,190

主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	22.2%	19.9%	18.9%	19.1%
营业利润	25.3%	28.8%	17.1%	21.9%
EBITDA	24.7%	27.2%	16.9%	21.1%
净利润	13.7%	27.8%	25.3%	23.7%
盈利能力				
毛利率	8.0%	8.2%	8.1%	8.2%
营业利润率	3.7%	3.9%	3.9%	4.0%
EBITDA 利润率	4.1%	4.3%	4.2%	4.3%
净利润率	1.3%	1.4%	1.5%	1.6%
偿债能力				
流动比率	1.27	1.28	1.21	1.22
速动比率	1.03	1.05	0.99	0.99
现金比率	0.20	0.18	0.22	0.23
资产负债率	72.9%	71.8%	75.7%	75.5%
净债务资本比率	51.1%	51.9%	48.5%	44.5%
回报率分析				
总资产收益率	2.4%	2.5%	2.7%	3.0%
净资产收益率	11.5%	11.7%	12.5%	14.0%
每股指标				
每股净利润（元）	0.89	1.11	1.30	1.61
每股净资产（元）	8.65	10.59	10.87	12.09
每股股利（元）	0.26	0.33	0.39	0.48
每股经营现金流（元）	1.96	2.15	0.82	1.02
估值分析				
市盈率	33.5	27.5	23.5	18.7
市净率	3.5	2.9	2.8	2.5
EV/EBITDA	13.8	11.9	10.9	9.2
股息收益率	0.9%	1.1%	1.3%	1.6%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

国药控股是中国最大的药品及医疗保健产品分销商及领先的供应链服务商，拥有并经营中国最大的药品分销网络。主要经营范围：化学原料药、化学制剂药、抗生素、中成药、生化制品、诊断药品批发、实业投资、医药企业受托管理及资产重组、国内贸易、零售连锁、物流配送及相关咨询服务。公司将继续巩固中国药品及医疗保健产品分销商与供应链服务提供商的领先地位。

图表 1：综合盈利预测调整

		2015E	2016E
主营业务收入	调整前	238,044	283,410
(人民币 百万)	调整后	238,044	283,410
	(+/-)	0%	0%
主营业务成本	调整前	-218,726	-260,283
(人民币 百万)	调整后	-218,726	-260,283
	(+/-)	0%	0%
净利润	调整前	3,474	4,205
(人民币 百万)	调整后	3,603	4,458
	(+/-)	4%	6%
总股本	调整前	2,585	2,585
(人民币)	调整后	2,767	2,767
	(+/-)	7%	7%
每股盈利	调整前	1.26	1.52
(人民币)	调整后	1.30	1.61
	(+/-)	4%	6%

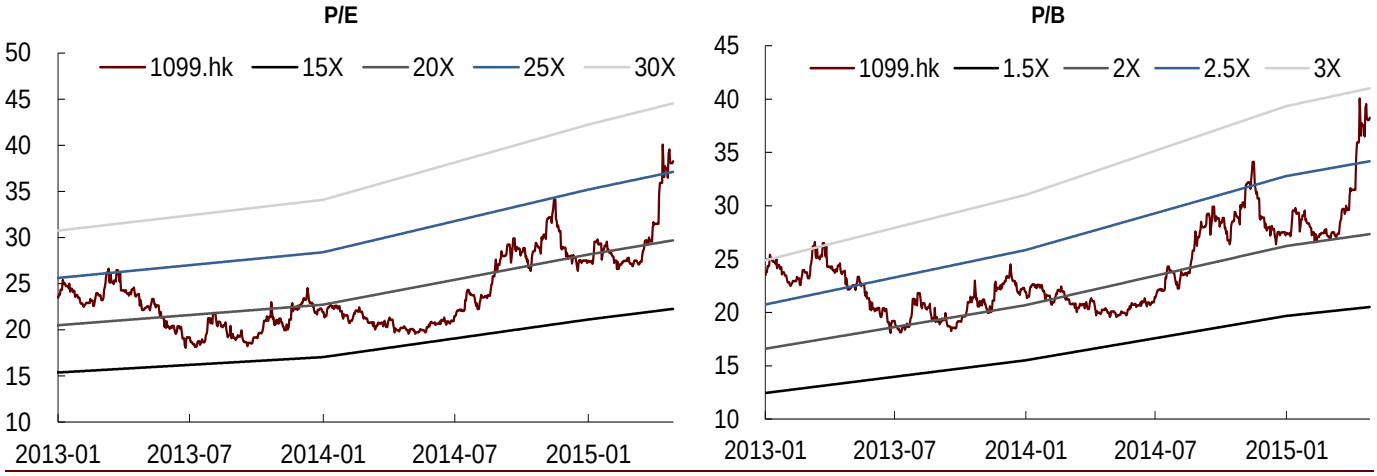
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 2：季度业绩拆解分析

（人民币 百万元）	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15
合并利润表					
营业收入	45,795	49,040	52,000	53,295	55,152
YoY	20.0%	17.0%	22.4%	20.3%	20.4%
营业成本	(41,995)	(44,984)	(47,777)	(49,047)	(50,645)
毛利	**3,800**	**4,056**	**4,223**	**4,248**	**4,507**
YoY	26.9%	21.9%	19.7%	20.5%	18.6%
毛利率	8.30%	8.27%	8.12%	7.97%	8.17%
其他收入	(90)	182	(428)	540	(137)
分销及销售开支	(1,170)	(1,215)	(1,272)	(1,466)	(1,420)
YoY	17.2%	14.0%	18.0%	10.1%	21.3%
收入占比	2.6%	2.48%	2.4%	2.8%	2.6%
一般及行政开支	(707)	(934)	(715)	(1,191)	(808)
YoY	16.6%	26.2%	11.2%	8.1%	14.2%
收入占比	1.5%	1.9%	1.4%	2.2%	1.5%
其他经营开支	0	0	0	0	0
经营利润	**1,832**	**2,089**	**1,809**	**2,131**	**2,142**
YoY	38.6%	24.7%	23.4%	30.0%	16.9%
经营利润率	4.0%	4.3%	3.5%	4.0%	3.9%
其他收益	41	(29)	133	(106)	18
财务费用—净额	(450)	(556)	(436)	(687)	(413)
收入占比	-1.0%	-1.1%	-0.8%	-1.3%	-0.7%
按权益法入账的投资利润	0	77	(77)	163	0
税前净利润	**1,423**	**1,581**	**1,429**	**1,501**	**1,748**
YoY	34.1%	26.8%	22.7%	30.8%	22.8%
税前净利率	3.1%	3.2%	2.7%	2.8%	3.2%
所得税	(333)	(363)	(332)	(355)	(404)
有效税率	23.4%	23.0%	23.2%	23.6%	23.1%
净利润	1,091	1,217	1,097	1,146	1,344
少数股东权益	(389)	(453)	(414)	(420)	(449)
少数股东权益比例	35.7%	37.2%	37.7%	36.6%	33.4%
归属母公司净利润	**702**	**764**	**683**	**726**	**895**
YoY	31.2%	23.8%	20.6%	36.6%	27.6%
净利率	1.53%	1.56%	1.3%	1.4%	1.6%
稀释每股收益(元)	0.25	0.28	0.25	0.26	0.32
稀释每股收益(港元)	0.33	0.35	0.31	0.33	0.40
YoY	20%	13%	10%	25%	28%

资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 3：历史 P/E 和 P/B



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 4：可比公司估值表

公司名称	代码	收盘价（本币单位）	总市值（百万美元）	每股收益（本币单位）			市盈率			市净率			企业价值倍数			净资产收益率			股息收益率
				2013A	2014A/E	2015E	2013A	2014A/E	2015E	2013A	2014A/E	2015E	2013A	2014A/E	2015E	2013A	2014A/E	2015E	
港股医药商业上市公司																			
国药控股	1099.HK	38.25	13,657	1.13	1.39	1.63	33.5	27.5	23.4	3.3	2.9	2.6	18.2	14.3	11.7	12.8	12.2	12.5	1.0
上海医药	2607.HK	24.50	10,879	1.05	1.14	1.25	23.3	21.5	19.6	2.0	1.9	1.8	19.0	16.8	14.9	8.7	9.1	9.4	1.5
白云山	874.HK	31.90	7,444	0.85	0.93	1.03	37.8	34.2	31.1	4.8	4.2	3.1	37.7	28.7	24.6	17.1	16.3	15.0	1.1
平均值			10,660				31.6	27.7	24.4	3.4	3.0	2.5	24.9	19.9	17.1	12.9	12.6	12.3	1.2
港股制药行业上市公司																			
石药集团	1093.HK	8.12	6,190	0.17	0.22	0.29	47.8	37.1	27.7	4.9	5.8	5.0	27.1	22.6	18.0	13.0	16.3	19.2	1.2
同仁堂科技	1666.HK	13.80	2,281	0.65	0.36	0.43	21.2	38.3	32.1	3.9	4.0	3.6	18.6	17.2	13.3	15.3	13.9	13.9	1.3
同仁堂国药	8138.HK	13.68	1,478	0.29	0.34	0.47	47.2	40.2	29.1	7.2	7.7	6.5	41.1	28.7	22.8	18.7	20.7	22.7	0.7
丽珠集团	1513.HK	55.70	2,964	2.09	2.31	2.79	26.7	24.1	20.0	4.0	3.6	3.1	N/A	22.8	18.7	15.3	15.9	14.5	0.2
复星医药	2196.HK	30.20	10,271	1.14	1.29	1.55	26.5	23.4	19.5	3.6	3.3	3.0	52.0	40.7	34.5	12.8	13.5	13.8	N/A
中国生物制药	1177.HK	9.52	6,070	0.21	0.28	0.34	45.3	34.0	28.0	8.0	6.8	5.6	21.8	19.2	15.4	23.0	21.0	22.1	0.6
利君国际	2005.HK	3.65	1,398	0.14	0.21	0.26	25.7	17.4	14.0	4.0	3.3	3.1	16.2	12.1	10.4	15.5	18.6	21.3	1.6
四环药业	460.HK	4.41	5,897	0.12	0.17	0.21	37.4	26.4	21.3	4.8	4.1	3.6	22.9	17.1	13.8	16.4	20.8	23.0	1.2
联邦制药	3933.HK	5.59	1,173	0.11	0.40	0.39	51.8	13.8	14.5	1.4	1.2	1.2	13.5	10.2	9.4	1.0	13.3	8.5	0.0
平均值			4,191				36.6	28.3	22.9	4.6	4.4	3.9	26.7	21.2	17.4	14.5	17.1	17.7	0.9
医疗器械公司																			
迈瑞	MR.US	30.84	3,617	2.20	1.93	1.76	14.0	16.0	17.5	2.4	2.1	2.0	10.2	9.6	10.3	15.5	14.1	12.1	1.6
平均值			5,225				38.4	30.0	24.6	4.5	4.0	3.6	22.2	18.3	15.5	12.1	11.0	8.9	0.8
中位数			2,964				33.5	26.4	21.3	4.0	3.5	3.1	18.2	16.0	13.1	15.3	14.1	14.5	0.9

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部；注：浅灰色背景表示的是中金覆盖公司（采用中金预测），白色背景为未覆盖公司（采用 Wind 一致预期）

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、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。中金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。中金公司的资产管理部门、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。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、 38 条、 47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

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。

特别声明

在法律许可的情况下，中金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，投资者应当考虑到中金公司及/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一参考依据。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司或其关联机构为以下公司提供过投资银行服务： 国药控股股份有限公司。

研究报告评级分布可从 http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm 获悉。

个股评级标准:“确信买入”(Conviction BUY): 分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30%以上; 绝对收益在 20%以上的个股为“推荐”、在-10%~20%之间的为“中性”、在-10%以下的为“回避”; 绝对收益在-20%以下“确信卖出” (Conviction SELL)。

行业评级标准: “超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10%以上; “标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间; “低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10%以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150323
翻译：卢伟
编辑：张莹

北京
中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街 1 号
国贸写字楼 2 座 28 层
邮编：100004
电话：(86-10) 6505-1166
传真：(86-10) 6505-1156

上海
中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
邮编：200120
电话：(86-21) 5879-6226
传真：(86-21) 5888-8976

香港
中国国际金融（香港）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话：(852) 2872-2000
传真：(852) 2872-2100

Singapore
China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

United Kingdom
China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部
北京市建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
邮编：100022
电话：(86-10) 8567-9238
传真：(86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部
上海市奉贤区德丰路 299 弄 1 号
A 座 11 楼 1105 室
邮编：201400
电话：（86-21) 5879-6226
传真：（86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部
南京市鼓楼区汉中路 2 号
亚太商务楼 30 层 C 区
邮编：210005
电话：(86-25) 8316-8988
传真：(86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部
厦门市思明区莲岳路 1 号
磐基中心商务楼 4 层
邮编：361012
电话：(86-592) 515-7000
传真：(86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部
重庆市北部新区洪湖西路 9 号
欧瑞蓝爵商务中心 10 层及欧瑞
蓝爵公馆 1 层
邮编：401120
电话：(86-23) 6307-7088
传真：(86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部
佛山市禅城区季华五路 2 号
卓远商务大厦一座 12 层
邮编：528000
电话：(86-757) 8290-3588
传真：(86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部
宁波市高新区扬帆路 999 弄 5 号
11 层
邮编：315103
电话：(86-0574) 8907-7288
传真：(86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部
北京市海淀区科学院南路 2 号
融科资讯中心 A 座 6 层
邮编：100190
电话：(86-10) 8286-1086
传真：(86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部
深圳市福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 201
邮编：518048
电话：(86-755) 8832-2388
传真：(86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部
广州市天河区天河路 208 号
粤海天河城大厦 40 层
邮编：510620
电话：(86-20) 8396-3968
传真：(86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部
武汉市武昌区中南路 99 号
保利广场写字楼 43 层 4301-B
邮编：430070
电话：(86-27) 8334-3099
传真：(86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部
天津市和平区南京路 219 号
天津环贸商务中心（天津中心）10 层
邮编：300051
电话：(86-22) 2317-6188
传真：(86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部
云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼 C1 幢二楼
邮编：527499
电话：(86-766) 2985-088
传真：(86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部
福州市鼓楼区五四路 128-1 号恒力城办公楼
38 层 02-03 室
邮编：350001
电话：(86-591) 8625 3088
传真：(86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部
上海市淮海中路 398 号
邮编：200020
电话：(86-21) 6386-1195
传真：(86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部
杭州市教工路 18 号
世贸丽晶城欧美中心 1 层
邮编：310012
电话：(86-571) 8849-8000
传真：(86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部
成都市锦江区滨江东路 9 号
香格里拉办公楼 1 层、16 层
邮编：610021
电话：(86-28) 8612-8188
传真：(86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部
青岛市市南区香港中路 9 号
香格里拉写字楼中心 11 层
邮编：266071
电话：(86-532) 6670-6789
传真：(86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部
大连市中山区港兴路 6 号
万达中心 16 层
邮编：116001
电话：(86-411) 8237-2388
传真：(86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部
长沙市芙蓉区车站北路 459 号
证券大厦附楼三楼
邮编：410001
电话：(86-731) 8878-7088
传真：(86-731) 8446-2455

CICC
中金公司