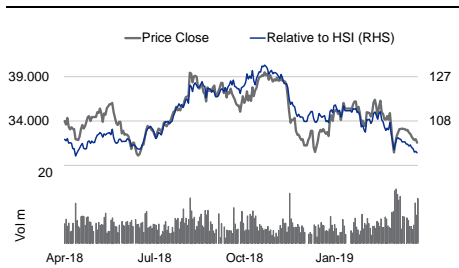


香港
买入

市场共识评级*: 买入 14 持有 9 沽出 1

前收盘价:	HK\$31.6
目标价:	HK\$37.5
此前目标价:	HK\$37.5
上升/下跌空间:	18.8%
CGS-CIMB/市场共识预测:	na
路透股票代码:	
彭博股票代码:	1099 HK
市值:	US\$11,952m HK\$93,756m
平均每日成交额:	US\$24.34m HK\$191.1m
目前发行在外股数	2,767m
自由流通量	40.0%
*来源: 彭博	



来源: 彭博

主要股东

中国医药集团总公司 持股百分比 56.8

分析员
何霜霖

 T (852) 3698 6320
 E harryhe@chinastock.com.hk

王志文

 T (852) 3698 6317
 E cmwong@chinastock.com.hk

国药控股

2019年一季度业绩前瞻; 重申买入

- 公司将于4月25日公布2019年一季度业绩。
- 我们认为预计公司2019年一季度的盈利增长将超过30%，主要由于公司收入增长健康，且成本控制得宜。
- 更重要的是，从中长期来看，公司的两个主要增长动力保持不变：1) “两票制”推动市场继续整合；2) 利润率较高的医疗器械分销业务快速增长（毛利率约11%，对比药物分销业务约8%）。
- 公司的最新市盈率接近三年低位。重申「买入」评级。我们的目标价为37.5港元（不变），基于14倍2019年市盈率。
- 目前公司股价接近3月底公布2018年业绩后当时的水平。预计公司稳健的一季度业绩有助股份吸引更多投资者关注。

预计2019年一季度净利润同比增长30%

我们预计，公司2019年一季度净利润将同比增长30%以上至超过13亿元人民币（以相同口径计算，并表了国药器材），主要由于：1) 医药分销业务行业平均收入增长（我们估计同比增长约10%）及其医疗器械分销业务（我们预计同比增长约22%）和零售业务（我们估计同比增长约20%）快速增长；2) 2019年一季度毛利率继续处于9%的较高水平（与2018年四季度水平相若），原因是销售组合变化，当中毛利率较高的产品销售额增加（2018年一季度毛利率为7.9%）；3) 2019年一季度的行政及管理费用增长放缓（我们预计同比增长15-20%，对比2018年一季度同比增长25%）。此外，第一轮GPO降价将于2019年二季度生效，因此不会影响公司2019年一季度的利润率（即使从2019年二季度开始，第一轮GPO对利润构成的压力也将非常温和，仅约总收入的2.5%受到影响）；4) 2019年一季度的融资成本没有像2018年一季度般激增（2018年一季度由于息率较高，融资成本同比飙升80%）。因此，我们预计公司将公布稳健的2019年一季度业绩。

中期投资思路不变

从中长期来看，我们认为公司的投资思路仍然不变：1) 我们预计“两票制”会导致行业整合；2) 国药器材具有高增长潜力；我们预计未来几年将有15-18%的行业内生增长，同时医疗设备分销市场分散将有并购机会，这将有助该业务实现超过20%的增长；3) 我们估计GPO将对公司净利润产生低于2%的影响。此外，随着公司销售结构变化（医疗设备分销和零售占比提升）以及更严格控制成本，料GPO对利润率构成的压力将得到缓解。

估值处于历史低位，重申买入评级

目前公司的2018/19/20年市盈率仅约13.1/11.8/10.1倍，接近三年低点（比过去十二个月平均值约15.4倍低两个标准差，详情请看图1）。我们认为，考虑到公司在中国医药分销商中的领先地位，现时估值提供良好买入机会。

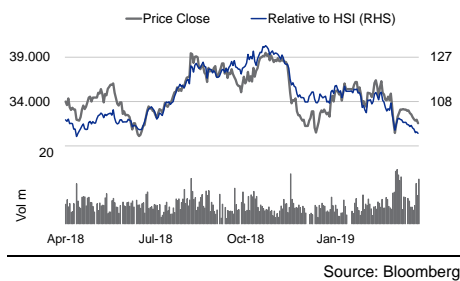
Y/E Dec 31	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收入 (百万人民币)	308,354	344,526	389,090	434,589	481,167
核心净利润 (百万人民币)	5,576	5,836	6,927	8,072	9,277
核心净利润率 (%)	1.8	1.7	1.8	1.9	1.9
每股核心盈利 (人民币)	2.01	2.11	2.33	2.72	3.12
同比增长	20.0%	4.7%	10.6%	16.5%	14.9%
市盈率 (倍)	13.7	13.1	11.8	10.1	8.8
市净率 (倍)	2.0	1.8	1.7	1.5	1.3
股本回报率 (%)	15.9	14.3	15.2	15.8	16.1
EV/EBITDA (倍)	7.6	7.2	6.7	6.2	6.1

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司

Hong Kong
BUY

Consensus ratings*: Buy 14 Hold 9 Sell 1

Current price:	HK\$31.6
Target price:	HK\$37.5
Previous target:	HK\$37.5
Up/downside:	18.8%
CGS-CIMB / Consensus:	na
Reuters:	
Bloomberg:	1099 HK
Market cap:	US\$11,952m HK\$93,756m
Average daily turnover:	US\$24.34m HK\$191.1m
Current shares o/s:	2,767m
Free float:	40.0%
*Source: Bloomberg	



Major shareholder	% held
CNPGC	56.8

Sino Pharm

Q1 2019 results preview; reiterate BUY

- The Company will announce its Q1 2019 results on April 25.
- We are expecting >30% bottom-line growth in Q1 2019 due to healthy top-line growth and better control of expenses.
- More importantly, in the medium to long term, the two key growth drivers of the Company remain intact: 1) continued market consolidation due to the “two invoice system”, and 2) fast growth of the higher-margin medical device distribution business (~11% gross margin vs. ~8% for drug distribution).
- The latest PER of the Company is near the low end of the 3-year range. Reiterate BUY. Our Target Price of HK\$37.5 (unchanged) is based on 14x 2019E PER.
- The current price is in line with the share price after the 2018 results released in late March. Solid Q1 2019 results should help attract more investor attention.

Expected >30% YoY growth in Q1 2019 net profit

We expect the Company to deliver >30% YoY growth in Q1 2019 net profit to >RMB1.3bn (on an apple-to-apple basis, including the consolidation of China National Scientific Instruments and Materials CO. Ltd (CNSIM)) because of 1) above industry average top-line growth of the pharmaceutical distribution business (we estimate ~10% YoY growth) and fast growth of its medical device distribution business (we project ~22% YoY growth) and retail business (we estimate ~20% YoY growth); 2) continued high Q1 2019 gross margin at ~9% (comparable to the Q4 2018 level) as a result of a sales mix change, with more sales of higher margin products (vs. 7.9% in Q1 2018); 3) a slower increase in S&A expenses in Q1 2019 (we expect a 15–20% YoY increase compared to a 25% YoY increase in Q1 2018). Also, the first round of GPO price cuts for will take effect in Q2 2019, so they will not affect the Company’s Q1 2019 margins (even starting from Q2 2019, margin pressure from the first GPO round will be very mild, as only ~2.5% of total revenue will be affected); and 4) Q1 2019 finance costs not surging as much as those in Q1 2018 (Q1 2018 finance costs surged by 80% YoY due to high interest rates). Therefore, we expect the Company to report solid Q1 2019 results.

Medium-term investment thesis remains intact

In the medium to long term, we believe the investment thesis of the Company is still intact: 1) we expect continued industry consolidation due to the “two-invoice system”; 2) CNSIM has high growth potential; we expect it to deliver >20% growth in next few years on the basis of 15–18% organic industry growth and M&A opportunities from the fragmented medical devices distribution market; and 3) we estimate the GPO will have <2% impact on the Company’s bottom line. Also, margin pressure from the GPO can be mitigated by sales structure changes (more medical device distribution and retail) and more stringent cost control.

Historical low valuation, reiterate BUY

The Company is currently trading at only ~13.1/11.8/10.1x 2018/19/20E PER, near the 3-year low (2 standard deviations below the TTM average of ~15.4x, Figure 1). We believe this is a good buying opportunity at this price level for China’s leading pharmaceutical distributor.

Analysts

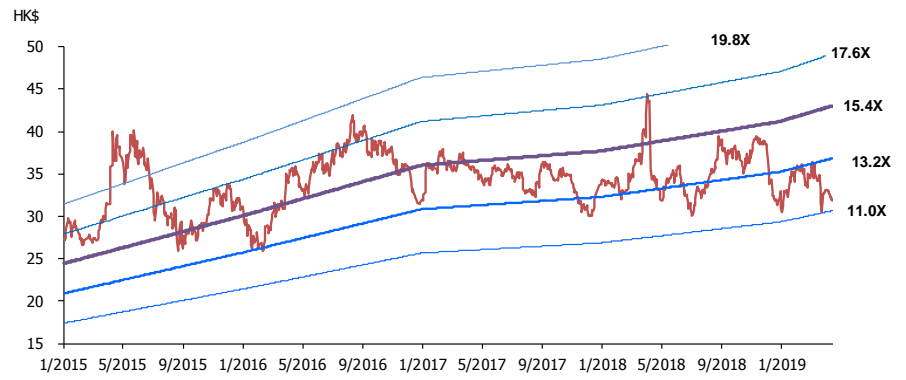
Harry He
 T (852) 3698 6320
 E harryhe@chinastock.com.hk

Wong Chi Man
 T (852) 3698 6317
 E cmwong@chinastock.com.hk

Y/E Dec 31	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
Revenue (RMBm)	308,354	344,526	389,090	434,589	481,167
Core net profit (RMBm)	5,576	5,836	6,927	8,072	9,277
Core net margin (%)	1.8	1.7	1.8	1.9	1.9
Core EPS (RMB)	2.01	2.11	2.33	2.72	3.12
YoY	20.0%	4.7%	10.6%	16.5%	14.9%
PER (x)	13.7	13.1	11.8	10.1	8.8
PBR (x)	2.0	1.8	1.7	1.5	1.3
ROE (%)	15.9	14.3	15.2	15.8	16.1
EV/EBITDA (x)	7.6	7.2	6.7	6.2	6.1

SOURCES: CGIS RESEARCH, COMPANY DATA

Figure 1: Sinopharm historical PER band



SOURCES: Bloomberg, CGIS Research

BY THE NUMBERS

Profit and Loss					
Year ended Dec 31	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
(RMBm)	Restated				
<i>Pharmaceutical distribution</i>	254,425	276,986	307,454	337,585	367,968
<i>Retail</i>	12,342	14,601	17,521	20,500	23,780
<i>Other business</i>	3,740	3,929	4,322	4,754	4,754
<i>China National Scientific</i>	37,847	49,010	59,792	71,751	84,666
Revenue	308,354	344,526	389,090	434,589	481,167
Cost of goods sold	(282,305)	(313,298)	(354,107)	(395,671)	(438,289)
Gross profit	26,049	31,228	34,983	38,919	42,878
Other income	428	414	467	522	577
Selling expense	(8,369)	(10,370)	(11,284)	(12,516)	(13,954)
Admin & other expenses	(4,968)	(5,518)	(6,031)	(6,606)	(7,651)
Impairment	0	(357)	(352)	(398)	(433)
Operating profit	13,140	15,397	17,783	19,920	21,419
Other gains-net	379	82	0	0	0
Finance cost-net	(2,770)	(4,114)	(4,823)	(4,454)	(3,591)
Share of JV	10	10	10	10	10
Share of Associates	467	833	799	873	952
Pretax income	11,227	12,208	13,769	16,349	18,789
Income taxes	8,665	(2,803)	(3,029)	(3,597)	(4,134)
MI	3,089	3,569	3,813	4,680	5,379
Net profit	16,802	5,836	6,927	8,072	9,277
Core net profit	5,576	5,836	6,927	8,072	9,277
EBITDA	14,156	16,791	19,307	21,582	21,419
Basic EPS (RMB)	2.015	2.109	2.332	2.718	3.124
Fully diluted EPS (RMB)	2.010	2.104	2.327	2.711	3.116
Basic core EPS (RMB)	2.015	2.109	2.332	2.718	3.124
Fully diluted core EPS (RMB)	2.010	2.104	2.327	2.711	3.116
Dividend (RMB)	0.570	0.631	0.698	0.813	0.935
Payout	28.4%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%

Cash Flow					
Year ended Dec 31	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
(RMBm)					
Profit before tax	11,227	12,208	13,769	16,349	18,789
Depreciation & amortization	1,015	1,395	1,524	1,661	1,786
Change in working cap.	(4,184)	(20,687)	(5,055)	(9,449)	(612)
Income tax paid	(2,562)	(2,803)	(3,029)	(3,597)	(4,134)
Others	(3,829)	3,281	4,024	3,581	2,639
Operating cash flow	1,667	(6,607)	11,233	8,545	18,469
CAPEX	(4,185)	(3,548)	(3,100)	(3,100)	(3,100)
Change in other assets	1,637	(170)	119	157	196
Investment cash flow	(2,547)	(3,718)	(2,981)	(2,943)	(2,904)
Net change in debt	3,603	17,935	6,264	(15,200)	(5,000)
Others	699	3,678	(6,570)	(6,527)	(6,007)
Financing cash flow	4,302	21,613	(306)	(21,727)	(11,007)
Net change in cash	3,422	11,288	7,946	(16,125)	4,558
Cash at beginning of the year	25,573	29,011	40,299	48,245	32,120
Effect from foreign exchange	16	0	0	0	0
Cash at the end of the year	29,011	40,299	48,245	32,120	36,678

SOURCES: CGIS RESEARCH, COMPANY DATA, BLOOMBERG

BY THE NUMBERS... cont'd

Balance Sheet					
Year ended Dec 31	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
(RMBm)	Restated				
Cash & cash equivalents	37,304	47,488	55,434	39,309	43,866
Inventories	30,273	35,389	38,343	44,043	47,217
Trade & note receivables	81,299	106,424	117,436	132,602	144,234
Others	13,895	15,355	20,751	22,931	21,763
Current assets	162,771	204,655	231,964	238,884	257,080
PP&E	9,008	11,025	12,356	13,560	14,650
Intangible assets	7,253	7,477	7,807	8,126	8,433
Others	11,660	12,615	13,209	13,841	14,514
Non-current assets	27,922	31,117	33,372	35,527	37,597
Total assets	190,693	235,771	265,336	274,411	294,677
Trade and bills payables	72,492	83,683	92,885	104,408	114,136
Other payables	19,259	18,791	23,896	25,969	29,267
ST borrowings	31,649	50,085	60,000	45,000	40,000
Others	1,183	7,516	7,516	7,516	7,516
Current liabilities	124,583	160,074	184,297	182,893	190,919
LT borrowings	5,452	4,951	1,300	1,100	1,100
Others	2,711	2,470	2,470	2,470	2,470
Long-term liabilities	8,163	7,421	3,770	3,570	3,570
Total liabilities	132,746	167,495	188,067	186,463	194,489
Shareholders' equity	38,494	42,957	48,138	54,137	60,998
Treasure stock	(193.00)	(135.32)	(135.32)	(135.32)	(135.32)
Minority interests	19,646	25,454	29,266	33,947	39,325
Total equity	57,947	68,276	77,269	87,949	100,188

Key Ratios					
Year ended Dec 31	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
	Restated				
Growth (% YoY)					
Sales	-	11.7	12.9	11.7	10.7
Operating profit	-	17.2	15.5	12.0	7.5
EBITDA	-	18.5	15.1	11.8	7.6
Core net profit	-	4.7	18.7	16.5	14.9
Basic EPS	-	4.7	10.6	16.5	14.9
Core EPS	-	4.7	10.6	16.5	14.9
Profitability (%)					
Gross margin	8.45	9.06	8.99	8.96	8.91
Operating margin	4.3	4.5	4.6	4.6	4.5
Core net profit margin	1.8	1.7	1.8	1.9	1.9
ROA	3.2	2.7	2.8	3.0	3.3
ROE	15.9	14.3	15.2	15.8	16.1
Balance sheet ratios					
Current ratio (X)	1.31	1.28	1.26	1.31	1.35
Quick ratio (X)	1.06	1.06	1.05	1.07	1.10
Cash ratio (X)	0.30	0.30	0.30	0.21	0.23
Trade & bill receivables days	-	99	105	105	105
Trade & bill payable days	-	91	91	91	91
Inventory turnover days	-	38	38	38	38
Net debt to equity ratio (%)	Net cash	17.6	12.2	12.5	Net cash

SOURCES: CGIS RESEARCH, COMPANY DATA, BLOOMBERG

免责声明

此研究报告并非针对或意图被居于或位于某些司法管辖范围之任何人士或市民或实体作派发或使用，而在该等司法管辖范围内分发、发布、提供或使用将会违反当地适用的法律或条例或会导致中国银河国际证券(香港)有限公司(“银河国际证券”)及/或其集团成员需在该司法管辖范围内作出注册或领照之要求。

银河国际证券(中国银河国际金融控股有限公司附属公司之一)发行此报告(包括任何附载资料)予机构客户，并相信其资料来源都是可靠的，但不会对其准确性、正确性或完整性作出(明示或默示)陈述或保证。

此报告不应被视为是一种报价、邀请或邀约购入或出售任何文中引述之证券。过往的表现不应被视为对未来的表现的一种指示或保证，及没有陈述或保证，明示或默示，是为针对未来的表现而作出的。收取此报告之人士应明白及了解其投资目的及相关风险，投资前应咨询其独立的财务顾问。

报告中任何部份之资料、意见、预测只反映负责预备本报告的分析员的个人意见及观点，该观点及意见未必与中国银河国际金融控股有限公司、其子公司及附属公司(“中国银河国际”)、董事、行政人员、代理及雇员(“相关人士”)之投资决定相符。

报告中全部的意见和预测均为分析员在报告发表时的判断，日后如有改变，恕不另行通告。中国银河国际及/或相关伙伴特此声明不会就因为本报告及其附件之不准确、不正确及不完整或遗漏负上直接或间接上所产生的任何责任。因此，读者在阅读本报告时，应连同此声明一并考虑，并必须小心留意此声明内容。

利益披露

中国银河证券(6881.HK; 601881.CH)乃中国银河国际金融控股有限公司、其子公司及附属公司之直接或间接控股公司。

中国银河国际可能持有目标公司的财务权益，而本报告所评论的是涉及该目标公司的证券，除特别注明外，该等权益的合计总额相等于或低于该目标公司的市场资本值的1%。

一位或多位中国银河国际的董事、行政人员及/或雇员可能是目标公司的董事或高级人员。

中国银河国际及其相关伙伴可能，在法律许可的情况下，不时参与或投资在本报告里提及的证券的金融交易，为该等公司履行服务或兜揽生意及/或对该等证券或期权或其他相关的投资持有重大的利益或影响交易。

银河国际证券可能曾任本报告提及的任何或全部的机构所公开发售证券的经理人或联席经理人，或现正涉及其发行的主要庄家活动，或在过去12个月内，曾向本报告提及的证券发行人提供有关的投资或一种相关的投资或投资银行服务的重要意见或投资服务。

再者，银河国际证券可能在过去12个月内就投资银行服务收取补偿或受委托和可能现正寻求目标公司投资银行委托。

中国银河国际已设置相关制度，以消除、避免和管理与研究报告编制相关的任何潜在利益冲突。负责本报告的研究分析师作为独立团队的一部分，与银河国际证券投资银行职能是独立运作，相关制度亦能确保研究或投资银行职能所持有的机密信息得到适当处理。

分析员保证

主要负责撰写本报告的分析师确认 (a) 本报告所表达的意见都准确地反映他或他们对任何和全部目标证券或发行人的个人观点; 及 (b) 他或他们过往，现在或将来，直接或间接，所收取之报酬没有任何部份是与他或他们在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

此外，分析师确认分析员本人及其有联系者(根据香港证监会持牌人操守准则定义)均没有(1) 在研究报告发出前30日内曾交易报告内所述的股票; (2) 在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的股票; (3) 担任报告内涵盖的上市公司的行政人员; (4) 持有报告内涵盖的上市公司的财务权益。

评级指标

买入 : 股价于12个月内将上升 >20%

沽出 : 股价于12个月内将下跌 >20%

持有 : 没有催化因素，由“买入”降级直至出现明确“买入”讯息或再度降级为立刻卖出

版权所有

中文本与英文本如有歧义，概以英文本为准。

本题材的任何部份不可在未经中国银河国际证券(香港)有限公司的书面批准下以任何形式被复制或发布。

中国银河国际证券(香港)有限公司 (中央编号: AXM459)

香港上环干诺道中 111 号永安中心 20 楼 电话: 3698-6888