

国药控股 (1099)

业绩略超预期，期待器械真龙头出击

——国药控股 2018 年三季度报点评

杨松 (分析师) 丁丹 (分析师)
021-38677516 0755-23976735
yangsong@gtjas.com dingdan@gtjas.com
证书编号 S0880516080004 S0880514030001

评级: 增持

当前价格 (港元): 36.25
2018.10.30

交易数据

52 周内股价区间 (港元) 29.19-44.64
当前股本 (亿股) 27.67
当前市值 (亿港元) 1020

本报告导读:

公司作为全国医药商业龙头，体现出较强的业务调整能力，原有药品分销业务有望保持稳健增长，而器械业务将成为公司主要成长驱动力。

摘要:

- **维持公司增持评级。**公司三季度继续保持稳健增长，龙头优势彰显，维持预测公司 2018-2020 年归母净利润为 58.5/65.4/71.9 亿元(人民币，下同)，对应 EPS 为 2.11/2.36/2.60 元 (因器械公司尚未完成并表，暂未考虑增发摊薄和并表增厚)，依据分部估值，维持公司整体目标市值为 1037 亿元，对应为 1172 亿港元，对应公司目标价为 43 元港币，较现价约 15% 空间，维持公司增持评级。
- **业绩略超预期。**公司 2018 年前三季度营业收入 2263.12 亿元，同比增长 8.47%，归母净利润 39.23 亿元，同比增长 7.18%，其中三季度单季度实现营业收入 788.26 亿元，同比增长 11.57%，归母净利润 13.99 亿元，同比增长 22.13%。整体业绩略超预期。
- **毛利率提升明显，资金状况稍有缓解。**公司充分利用两票制推行的行业机会，持续增强终端覆盖能力，扩大纯销业务占比 (目前公司纯销比例已接近 90%)，带动前三季度整体毛利率提升至 8.79% (2017 年同期为 8.03%，同比增加 0.86 个百分点)。从宏观利率看，下半年市场资金状况相比于上半年有明显改善，公司通过直接融资、超短融、保理等多种方式，积极降低财务成本，公司资金状况有望逐步缓解。
- **器械业务将是未来 3 年公司业绩成长核心驱动力。**公司通过发行股份作价 51.08 亿元收购国药集团所持有的中国科学器材有限公司 60% 的股权事项已通过股东大会审议通过，预计 2018 年底前有望完成并表，国药器材 2015、2016、2017 三年销售收入分别达到 162.6 亿元、223.8 亿元和 307.1 亿元，归母净利润分别达到 2.87 亿元、3.28 亿元和 4.89 亿元。重组后，国药控股在医疗器械领域整体规模将达到 600-700 亿，成为行业真龙头。未来双方在覆盖区域、产品结构、业态模式等多个维度可以实现深度互补和融合，我们预计器械业务板块有望实现 20% 以上快速增长，将对公司整体业绩实现显著推动。
- **风险提示：医院账期恶化，器械业务整合低于预期**

相关报告

《业绩略超预期，行业龙头优势彰显》
2018.04.03

《分销业务优势巩固，零售市场大有可为》
2018.03.06

财务摘要 (亿元人民币)	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2001	2271	2584	2777	3038	3317	3604
(+/-)%	20%	13%	14%	7%	9%	9%	9%
毛利润	163.3	186.2	206.7	230.8	284.8	305.1	312.1
净利润	28.8	37.6	46.5	52.8	58.5	65.4	71.9
(+/-)%	28%	31%	24%	14%	11%	12%	10%
PE	22.5	19.8	16.8	16.7	15.1	13.5	12.3
PB	9.9	10.9	11.5	12.3	12.7	13.6	14.6

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数涨跌幅为基准。	增持	相对香港恒生指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对香港恒生指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对香港恒生指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对香港恒生指数下跌 5%以上
2. 投资建议的比较标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数的涨跌幅。	增持	明显强于香港恒生指数
	中性	基本与香港恒生指数持平
	减持	明显弱于香港恒生指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		