

日期: 2019年03月22日

行业: 医药商业



业绩基本符合预期 持续推进资源整合和结构优化

分析师: 金鑫
Tel: 021-53686163
E-mail: jinxin1@shzq.com
SAC 证书编号: S0870518030001

■ 公司动态事项

公司发布2018年年度报告。

■ 事项点评

基本数据 (2018Q4)

报告日股价 (元)	25.79
12mth A 股价格区间 (元)	20.91-31.67
总股本 (百万股)	764.40
无限售 A 股/总股本	36%
流通市值 (亿元)	71.60
每股净资产 (元)	12.08
PBR (X)	2.14
DPS (Y2017, 元)	10 派 4.50

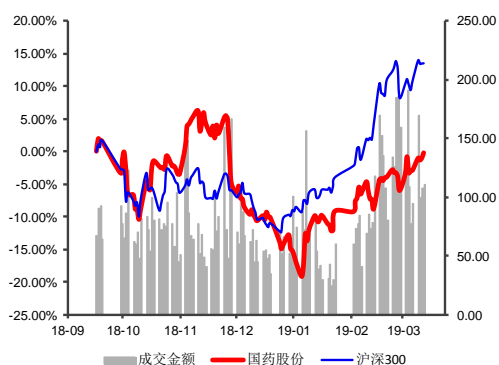
主要股东 (2018Q4)

国药控股股份有限公司	55.29%
北京康辰药业股份有限公司	2.65%
中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品-005L-CT001 沪	2.09%

收入结构 (2018Y)

商品销售	103.8%
产品销售	2.4%
仓储物流	0.6%
内部抵消	-6.9%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



业绩基本符合预期

公司2018年实现收入387.40亿元, 同比增长6.77%; 实现归母净利润14.04亿元, 同比增长23.01%; 实现扣非归母净利润12.64亿元, 同比增长24.36%。分季度来看, 公司2018Q4实现营业收入99.63亿元, 同比增长8.09%; 实现归母净利润4.54亿元, 同比增长48.37%; 实现扣非归母净利润3.24亿元, 同比增长15.90%, 低于归母净利润增速的主要原因是公司联营公司青海制药于第四季度出售青海制药厂45.16%股权, 公司取得投资收益1.16亿元计入非经常性损益, 剔除此因素影响, 公司2018年全年业绩基本符合预期。

高毛利业务快速增长, 提升公司整体毛利率水平

分业务来看:1) 医药分销业务占公司整体收入的90%以上, 是公司的主要收入来源, 2018年公司二级以上医院销售同比增长7.09%, 社区基层医疗市场销售同比增长23.51%, 受全国两票制全面推进等因素影响, 直销相关业态收入占比提升; 2) 麻精特药业务保持80%左右的市场份额, 联营公司宜昌人福2018年实现营业收入、净利润分别为31.41亿元、8.01亿元, 同比分别增长22.73%、28.47%; 3) 器械及耗材业务2018年收入同比增长21.39%, 其中以国控华鸿为代表的器械SPD项目保持了较快增长, 控股子公司国控华鸿2018年实现营业收入、净利润分别为53.32亿元、2.27亿元, 同比分别增长5.66%、18.53%; 4) 工业业务稳步发展, 控股子公司国瑞药业2018年实现营业收入、净利润分别为9.52亿元、0.45亿元, 同比分别增长48.99%、35.15%。

公司2018年销售毛利率为8.80%, 同比增长1.01个百分点, 主要原因是公司2018年高毛利业态(麻精特药、工业、器械等)收入增速高于低毛利业态、工业业务毛利率水平同比大幅增长等因素, 导致公司整体毛利率水平有所上升。

持续推进资产重组后整合公司资源, 强化公司核心竞争力

公司于2017年6月完成重组且合并报表, 收购国控北京、国控康辰、国控华鸿、国控天星等四家标的公司, 公司成为国药集团旗下北京地区唯一医药分销平台, 进一步巩固公司在北京区域医药商业的龙头地位。四家标的公司2018年合计实现扣非归母净利润7.05亿元, 占

公司整体归母净利润的56.15%。重组四家标的公司中，国控华鸿和国控康辰均达成业绩承诺目标，国控北京和国控天星未达成业绩承诺，主要原因是受基层医疗市场竞争加剧、药品降价等因素影响，毛利率水平有所下降。公司计划2019年通过加速资源整合等方式提高公司核心竞争力，保障标的公司稳步发展。

■ 风险提示

两票制等行业政策风险；资产重组完成后整合进度不及预期风险；业绩承诺不及预期风险；商誉减值风险；药品降价风险等

■ 投资建议

未来六个月，维持“谨慎增持”评级

结合2018年年报调整公司19、20年EPS至1.92、2.14元，以3月21日收盘价25.79元计算，动态PE分别为13.44倍和12.06倍。公司已逐步适应“阳光采购”等政策环境变化，消化了“两票制”执行对低毛利业态的负面影响，公司整合标的公司后巩固公司北京区域医药流通的龙头地位，凭借终端医院覆盖面全、基层医疗机构配送能力强等竞争优势，积极拓展直销业务，叠加麻精特药、器械等高毛利业态快速增长，带动公司整体业绩回暖。未来六个月，维持“谨慎增持”评级。

■ 数据预测与估值：

至12月31日(¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	38,739.83	41,942.79	45,963.44	50,397.04
年增长率	6.77%	8.27%	9.59%	9.65%
归属于母公司的净利润	1,404.10	1,467.14	1,634.87	1,815.87
年增长率	23.01%	4.49%	11.43%	11.07%
每股收益(元)	1.84	1.92	2.14	2.38
PER(X)	14.04	13.44	12.06	10.86

注：有关指标按当年股本摊薄

■ 附表

■ 附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,099	6,169	7,531	8,650
存货	3,343	2,721	3,536	3,835
应收账款及票据	10,573	10,475	12,674	13,327
其他	307	80	368	167
流动资产合计	19,323	19,445	24,109	25,980
长期股权投资	786	786	786	786
固定资产	554	483	420	342
在建工程	75	75	75	75
无形资产	287	265	243	221
其他	485	395	420	427
非流动资产合计	2,186	2,003	1,943	1,850
资产总计	21,510	21,448	26,053	27,830
短期借款	984	984	984	984
应付账款及票据	9,242	7,611	10,720	10,631
其他	399	382	312	457
流动负债合计	10,625	8,977	12,015	12,072
长期借款和应付债券	42	42	42	42
其他	233	208	229	223
非流动负债合计	275	250	270	265
负债合计	10,900	9,226	12,286	12,337
少数股东权益	1,377	1,559	1,645	1,740
股东权益合计	10,610	12,222	13,767	15,493
负债和股东权益总计	21,510	21,448	26,053	27,830

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	1,593	1,467	1,635	1,816
折旧和摊销	105	89	90	90
营运资本变动	(621)	(602)	(280)	(711)
经营活动现金流	982	1,083	1,478	1,238
资本支出	(9)	4	(4)	10
投资收益	296	154	161	169
投资活动现金流	(195)	123	169	184
股权融资	(3)	0	0	0
负债变化	42	0	0	0
股息支出	0	(147)	(163)	(182)
融资活动现金流	(1,073)	(136)	(284)	(303)
净现金流	(286)	1,069	1,363	1,119

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	38,740	41,943	45,963	50,397
营业成本	35,321	38,138	41,885	46,011
营业税金及附加	85	93	103	112
营业费用	1,044	1,174	1,333	1,336
管理费用	402	488	500	553
财务费用	152	101	109	117
资产减值损失	(1)	8	9	10
投资收益	296	154	161	169
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	2,038	2,094	2,186	2,428
营业外收支净额	(15)	0	0	0
利润总额	2,023	2,094	2,186	2,428
所得税	431	446	465	517
净利润	1,593	1,648	1,721	1,911
少数股东损益	189	181	86	96
归属母公司股东净利润	1,404	1,467	1,635	1,816

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	6.77%	8.27%	9.59%	9.65%
EBITDA 增长率	16.72%	0.52%	4.43%	10.48%
EBIT 增长率	17.10%	0.47%	4.57%	10.89%
净利润增长率	23.01%	4.49%	11.43%	11.07%
毛利率	8.83%	9.07%	8.87%	8.70%
EBITDA/总收入	5.86%	5.44%	5.19%	5.23%
EBIT/总收入	5.64%	5.23%	4.99%	5.05%
净利润率	3.62%	3.50%	3.56%	3.60%
资产负债率	50.68%	43.02%	47.16%	44.33%
流动比率	1.82	2.17	2.01	2.15
速动比率	1.50	1.86	1.71	1.83
总资产回报率 (ROA)	7.40%	7.69%	6.61%	6.87%
净资产收益率 (ROE)	15.21%	13.76%	13.49%	13.20%
EV/营业收入	0.5	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	6.5	7.0	6.1	5.1
PE	14.0	13.4	12.1	10.9
PB	2.1	1.8	1.6	1.4

分析师承诺

金鑫

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。