

證券業務部每周證券評論

國藥控股股份有限公司 (股份代號: 01099)

Sinopharm Group Co. Ltd.

05 JUNE 2018

目標價 \$39.00

公司簡介

重點財務數據 (截至31/12/2017止)

每股基本盈利	人民幣1.36元
全年每股股息	人民幣0.41元
市盈率 (x)	19.14
市帳率 (x)	2.40
派息比率	30.147%

資料來源:
彭博、國藥控股股份有限公司

Kathy Wong(證券業務部分析員)
kathy.wong@icbcasia.com

國藥控股股份有限公司(簡稱“國藥控股”或“集團”)，國藥控股股份有限公司是中國醫藥集團總公司所屬核心企業，成立於2003年1月。2009年9月23日在香港聯合交易所上市。集團現已發展成為中國藥品、醫療保健產品龍頭分銷商和零售商，及領先的供應鏈服務提供者，形成了醫藥健康領域產品分銷配送、零售診療、化學試劑、醫療器械、醫療健康服務等多元業態協同發展的一體化產業鏈。到目前為止，國藥控股擁有480家子公司(含國藥股份、國藥一致兩家上市公司)，藥品分銷及配送網路覆蓋全國31個省(市、區)，覆蓋335個地級以上城市中的214個城市，已建成北京、上海、西安、廣州4個樞紐級、38個省級、24個零售、185個地市級物流中心，打造“智慧物流”+“冷鏈品牌”，為21.4萬家各類客戶與知名企業提供智慧醫藥供應鏈服務。而集團目前共擁有零售藥房4106家，其中國大藥房3693家，各分銷子公司開辦零售藥房413家。集團積極打造第二零售品牌SPS+專業藥房，目前已開辦30餘家。集團並同時著力提升安全、高效的專業物流能力，推進全國藥品物流與分銷配送網路的建設。未來將積極完善國藥物流全國藥網的建設和最後一公里配送體系，逐步實現全國城鄉醫藥物流全覆蓋。

業績回顧 (截至31/03/2018止)

按照中國會計準則，截至2018年3月31日止3個月，集團的營業收入同比增長6.2%至726.93億元(人民幣·下同)；股東應佔溢利同比下跌32.7%至8.43億元；每股基本收益為0.31元。截至2018年3月31日止，集團持有現金及現金等價為274億元，較去年底的290.11億元減少5.55%。

截至2017年12月31日止，集團的總資產增加6.9%至1695.39億元；而總負債增加4.0%至1182.69億元。於2017年12月31日，集團持有現金及現金等價物為290.11億元，較2016年底的113.18億元增加13.4%；流動比率為1.43x，較去年底的1.39倍提升了0.04x；存貨週轉天數為37日，與2016年的37日持平；貿易應收款項週轉日數為95日，與2016年的95日持平；貿易應付款項週轉日數為94日，較2016年年底的96日減少2日；集團的資產負債率為69.76%，較2016年底的71.76%減少2個百分點。

圖表一

業績	截至12月31日止12個月		
	2017	2016	變動%
人民幣千元			
收益	277,717,018	258,387,689	7.5%
毛利	23,076,554	20,670,673	11.6%
毛利率	8.3%	8.0%	0.3%
股東應佔利潤	5,283,091	4,647,344	13.7%
人民幣千元	2017年12月31日	2016年12月31日	變動%
總資產	169,539,028	157,711,590	6.9%
總負債	118,269,374	113,179,154	4.0%
流動比率(x)	1.43	1.39	0.04
存貨週轉日數	37.0	37.0	-
貿易應收款項週轉日數	95.0	95.0	-
貿易應付款項週轉日數	94.0	96.0	(2.00)
現金及現金等價物	29,011,436	25,572,759	13.4%
資產負債率(%)	69.76%	71.76%	-2.00%

資料來源: 國藥控股股份有限公司

投資要點及利好因素

圖表二

分部收入及業績		截至12月31日止12個月			
收入	佔比%	2017	佔比%	2016	變動%
醫藥分銷	94.2%	261,635,713	94.4%	243,883,443	7.3%
醫藥零售業務	4.4%	12,341,779	3.9%	10,201,689	21.0%
其他業務	1.3%	3,739,526	1.7%	4,302,557	-13.1%
總計	100.0%	277,717,018	100.0%	258,387,689	7.5%
業績		截至12月31日止12個月			
業績	佔比%	2017	佔比%	2016	變動%
醫藥分銷	93.7%	11,154,424	91.8%	9,372,677	19.0%
醫藥零售業務	3.3%	398,474	2.9%	298,098	33.7%
其他業務	3.5%	410,935	5.9%	601,990	-31.7%
抵銷	-0.5%	(57,867)	-0.6%	(59,045)	N/A
總計	100.0%	11,905,966	100.0%	10,213,720	16.6%

資料來源: 國藥控股股份有限公司

1. **分部業績及營運數據**。截至 2017 年 12 月 31 日止 12 個月，集團 2017 年的營業收入同比增長 7.5% 至 2,777.17 億元，增長主要由於集團的醫藥分銷業務及醫藥零售業務收入提升所致，而集團的收入增長超過國內醫藥市場的發展的平均增長水平。集團 2017 年各分部的表現如下：

醫藥分銷：佔集團整體營業額 94.2% 的醫藥分銷分部 2017 年的營業額同比增長 7.3% 至 2,616.36 億元。經營溢利則同比增長 19.0% 至 111.54 億元。去年集團醫藥分銷分部的收入及溢利增長主要由於集團的醫藥分銷業務的發展形勢良好以及旗下的分銷網絡進一步擴展所致。

截至 2017 年 12 月 31 日，集團下屬分銷網絡已覆蓋至中國 31 個省、直轄市及自治區。集團的直接客戶包括 15,032 家醫院（僅指分級醫院，包括最大型最高級別的三級醫院 2,301 家），小規模終端客戶（含基層醫療機構等）128,326 家，零售藥店 87,246 家。更於全國設有醫藥分銷物流網絡包括 4 個樞紐物流中心、42 個省級物流中心、236 個地市級物流網點，26 個零售物流網點，總網點數 308 個；

醫藥零售業務：佔集團整體營業額 4.4% 的醫藥零售業務分部，2017 年集團的營業額同比增長 21% 至 123.42 億元，增長主要是由於集團收購擴張及存量藥店自身業務增長。經營溢利同比增長 33.7% 至 3.98 億元。

集團於全國主要城市設立直營或加盟的零售連鎖藥店，截至 2017 年 12 月 31 日，集團附屬公司國藥控股國大藥房有限公司的門店覆蓋全國 19 個省、直轄市、自治區，其擁有 3,834 家零售藥店，較 2016 年增加 340 家，其中直營店 2,801 家，加盟店 1,033 家，銷售額同比快速增長，規模繼續保持行業領先；

其他業務：佔集團整體營業額 1.3% 的其他業務，2017 年的營業額同比下跌 13.1% 至 37.39 億元，收入下跌主要由於集團出售製造業資產所致。經營溢利同比下跌 31.7% 至 4.11 億元。

2. **兩票制**。在藥品流通中內地過往以多票制形式進行，並在醫藥未分家下，各醫院多以“以藥補醫”的型式營運，但為舒緩內地人民看病貴看病難的問題。於 2017 年 1 月 9 日，國家衛計委印發了《關於在公立醫療機構藥品採購中推行“兩票制”的實施意見(試行)》，全國“兩票制”開始推行，“兩票制”可進一步降低藥品虛高價格，減輕群眾用藥負擔。而所謂「兩票制」，即是要求藥品在流通到消費者手中之前，只能開 2 次發票。即在流通領域中的轉手次數，不能超過 2 次；目的是為優化藥品購銷秩序，壓縮流通環節。其中，藥企發貨時給醫藥流通(商業)公司開 1 次發票，醫藥流通公司將藥品配送到醫療機構後再開 1 次發票。

在“兩票制”下，要求從藥品生產企業到全國各地銷售終端，由一家企業通過內部運轉實現，對流通企業的流通能力提出了很高要求，所以大部分的中小醫藥分銷企業將會被淘汰出局，在“兩票制”下醫藥流通行業的集中度將進一步提升。

而根據國家統計局公佈的《2017 年醫藥工業經濟運行報告》中顯示，在落實國務院醫改辦等八部門 2016 年底聯合下發的《在公立醫療機構藥品採購中推行“兩票制”的實施意見》下，2017 年 31 個省份出臺了“兩票制”實施方案，19 個省份正式實施了“兩票制”，預計 2018 年全國都會推開。根據“兩票制”要求，傳統的新藥代理模式難再持續，大量靠代理商銷售藥品的生產企業需儘快找到適宜的銷售方式，同時要應對整體供應鏈成本上升、管道配送商高度整合的新形勢。

集團今年第一季度的調撥業務收入因“兩票制”下跌。但集團去年已通過優化業務結構，例如增加毛利較高的醫院藥品銷售，令集團今年 1 季度的整體毛利率從 2017 年 1 季度的 7.52% 提

投資要點及利好因素

升了0.2個百分點至7.72%。管理層預計全國各地區將於2018年6月前基本完成執行“兩票制”。集團認為兩票制改革預期可進一步提升行業集中度，長遠而言對集團有利。

上月28日，集團宣佈與科倫藥業簽署了《戰略合作協定》。現時科倫藥業將有50至70個新藥獲批，與國藥合作有利將新藥以最快的速度推出市場進行商業轉換。因國藥控股擁有20個省的配送體系，於北京、上海、廣東這些科倫短板市場上有優勢，科倫優勢產品線結合國控（國藥控股）的現金流和配送覆蓋面。相信“兩票制”全面實行下集團未來將會與更多研發製藥企業合作，實現雙贏的局面。再加上內地財政部公佈自5月1日起取消28項藥品的進口關稅，進口藥品增加有利提升藥品分銷商的收入。

3. **醫藥電商的發展**。現時醫藥電商已獲得政府大力支持，傳統藥企紛紛擁抱互聯網尋找新的增長點。而就醫藥電商的發展，商務部於2016年底發佈了《全國藥品流通行業發展規劃（2016至2020年）》。規劃提出，到2020年，藥品流通行業發展基本適應全面建成小康社會的總體目標和人民群眾不斷增長的健康需求，形成統一開放、競爭有序、網路佈局優化、組織化程度和流通效率較高、安全便利、群眾受益的現代藥品流通體系。具體目標是培育形成一批網路覆蓋全國、集約化和資訊化程度較高的大型藥品流通企業。藥品批發百強企業年銷售額占到藥品批發市場總額90%以上；藥品零售百強企業年銷售額占到藥品零售市場總額40%以上；藥品零售連鎖率達50%以上。為達到目標，《規劃》特別提出五項重點任務：一是合理規劃行業佈局，健全藥品流通網路。二是提升流通管理水準，打造現代醫藥供應商。三是創新行業經營模式，拓展行業服務功能。四是“引進來”與“走出去”相結合，提升行業開放水準。五是加強行業基礎建設，提高行業服務能力。

2017年1月底，國務院辦公廳發佈《關於進一步改革完善藥品生產流通使用政策的若干意見》。意見提出，整頓藥品流通秩序，推進藥品流通體制改革。推動藥品流通企業轉型升級。打破醫藥產品市場分割、地方保護，推動藥品流通企業跨地區、跨所有制兼併重組，培育大型現代藥品流通骨幹企業。並同時推進“互聯網+藥品流通”。以滿足群眾安全便捷用藥需求為中心，積極發揮“互聯網+藥品流通”在減少交易成本、提高流通效率、促進資訊公開、打破壟斷等方面的優勢和作用。引導“互聯網+藥品流通”規範發展，支援藥品流通企業與互聯網企業加強合作，推進線上線下融合發展，培育新興業態。規範零售藥店互聯網零售服務，推廣“網訂店取”、“網訂店送”等新型配送方式。

今年4月，國務院常務會議確定了發展“互聯網+醫療健康”的措施。措施當中包括了：探索醫療機構處方與藥品零售資訊共用；推行醫保智能審核和“一站式”結算。隨後國務院辦公廳印發《關於促進“互聯網+醫療健康”發展的意見》。意見當中又提到可線上上開具常見病、慢性病處方，經藥師審核後，醫療機構、藥品經營企業可委託符合條件的協力廠商機構配送。同時探索醫療衛生機構處方資訊與藥品零售消費資訊互聯互通、即時共用，促進藥品網路銷售和醫療物流配送等規範發展。而集團正擁有一個現代藥品流通體系，有一個健全藥品流通網路，集團為抓緊「互聯網+」的趨勢，抓住醫藥電商的發展機遇，推動傳統業務與互聯網融合。國藥健康在線有限公司成立並投入運營。去年更完成A輪融資，銷售實現高速增長。集團更搭建了跨境商品服務平臺，成立「國藥直銷」，上線「國藥控股海外旗艦店」。雖然集團今年一季度的收入受多個因素拖累而減速，當中包括：由兩票製造成的調撥業務下滑，令集團銷售收入增長放緩；為了落實批零一體化及網路下沉戰略，前期投入的人力及店鋪租賃等費用較多導致銷售及管理費用增長較快；及財務費用增長等的因素。但集團未來已計劃在“互聯網+及醫療健康”的大趨勢下，會按照集團的經營情況及節奏開關門店，及留意合

投資要點及利好因素

適併購機會。目前旗下零售店及DTC門店(Direct to customer)約有4,500間，今年希望按10%至15%的比例增長。相信集團未來將會繼續積極推進電商項目的發展，成為中國最大垂直電商服務平臺，為最終使用者提供「醫+藥」的全生態服務，亦提高設備利用率以進一步提高集團的收入。

股價走勢

集團於6月4日的收市價為\$35.65，股價按年跌0.14%。集團的股價於今年4月4日創出52周45.65元的高位升受阻及受到今年第一季度業績不佳影響而回落至32元以下的水平。現時14天相對強弱指數已回低位回升至57.2564的水平，股價於10天、20天及50天移動平均線以上。而MACD線及訊號線已攀升至利好的區間內，短期集團的股價有上升的動力。雖然集團今年第一季集團的業績較差，主要受到“兩票制”、銷售費用、管理費用及財務成本上升所拖累。但相信在集團銷售管道、業務改革及“兩票制”、醫藥分家的影響完全消化後集團的業績會回復平穩的增長。長遠而言，醫藥是人民不可缺少的一環，在經濟增長下醫藥需求會增加，相信未來醫藥行業的收入將會維持穩定的增長，投資者可考慮35元以下的位置增持或吸納，以憧憬集團盈利平穩增長。

資料來源: 彭博

估值預測

以6月5日的收市價\$35.65計算，其市盈率及市帳率分別為15.191及2.28倍的位置，其市盈率及市帳率維持在同行及行業中的偏低的水平。現時中國的醫藥行業因改革而增速放緩，但改革完成後，醫藥作為居民重要的消費品將可發揮更加重要的作用。長期而言，在人口老齡化、城鎮化、慢性病增加、居民收入提高、醫保覆蓋提升等的眾多利好因素推動下，加上深化醫藥衛生體制改革正進行當中，相信國內的醫藥行業會充滿機遇及成為快速增長的行業之一。雖然“兩票制”、藥品招標、藥品流通監管趨嚴為行業帶動挑戰，但亦有助提升行業的集中度，在汰弱留強下，國藥控股作為國內的大型醫藥分銷企業定當受惠其中。而醫藥分家為零售行業帶來巨大機遇。醫藥電商獲得政府大力支持，傳統藥企紛紛擁抱互聯網尋找新的增長點，擁有強大平台和線下資源優勢的企業具備巨大潛力。國藥控股現正圍繞“批零一體化”核心戰略出發，大力發展零售診療業務。所屬“國藥控股國大藥房有限公司”是中國營收第一的醫藥零售運營商。所屬“國藥健康線上有限公司”中國線上藥品銷售綜合排名第一（2016），已完成A輪1.2億元融資。形成了線上線下並行、門店遍佈全國主要城市的藥品零售連鎖網路。目前共有零售藥房4106家，其中國大藥房3693家，各分銷子公司開辦零售藥房413家。集團亦積極打造第二零售品牌SPS+專業藥房，目前已開辦30多家。另外，集團將繼續大力發展器械分銷業務。將繼續依託現有醫院優勢資源，大力發展洗滌、消毒、售後維修等醫院醫療服務。相信醫藥行業在國家推行大規模的改革下，未來會為集團提供更多的發展機遇。所以會將國藥控股的目標價定在\$39即相當於15.11市盈率的位置，目標價與現價相比預計會有9.36%的潛在升幅。

資料來源: 彭博

風險因素

- 在“兩票制”下集團將會面臨應收帳款週轉天數延長、資金需求持續增加，利潤率水平趨薄等方面的壓力
- 央企改革方案仍在初步階段，提高競爭力的效果成疑
- 藥品省級招標會來藥品降價為集團的收入帶來影響
- 分銷網絡的搭建將會增加集團的成本，對集團的利潤構成壓力

利益披露及免責聲明

利益披露：本報告的作者為香港證監會持牌人，分析員本人或其聯繫人仕並未涉及任何與該報告中所評論的上市公司的金錢利益或擔任該上市公司的任何職務。

免責聲明：本研究報告由工銀亞洲的分析員所編制。閣下在收取及閱讀本研究報告時，即表示同意以下所述的條款及限制所約束。

本研究報告只提供與工銀亞洲的客戶，在未經工銀亞洲事先以書面同意前，本報告所載的資料不得以任何形式、任何理由複製、分發或公佈本研究報告的全部或部分的內容。工銀亞洲不會對任何經由利用本刊物所載的資料所構成直接或間接的損失而負責。

工銀亞洲、其有關聯及附屬公司，可能持有本研究報告內所述或有關公司之證券、並可能不時進行買賣、或對其有興趣。並且，工銀亞洲、其有關聯及附屬公司可能與本研究報告佈所述或有關公司不時會進行業務往來，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽出其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供銀行投資銀行、顧問、包銷、融資或其他的服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本研究報告時，應該要留意任何或上述的情況，因有可能導致真正或潛在的利益衝突。

本研究報告的內容及所載的資料均由公開的渠道所獲得，並相信為正確及可靠的來源，報告內所覆蓋的內容、分析、預期及意見是基於該等資料而作出的，只屬個人的意見分析。工銀亞洲不會作出明示或暗示地保證或表示任何該等數據或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。本報告所載的任何意見、預測、假設、估值及價格，全屬指定的日期，而在無提前通知的情況下，或可能會隨時變更。本研究報告所載的任何資料或研究會隨時變更，工銀亞洲並無任何責任更改公開的資料或研究，或提供任何更正、更新，或有關的公佈。在以上所提及的情況下，工銀亞洲並不會對任何使用經公開的資料或研究而帶來直接或間接的損失所負責。

本研究報告只為提供一般數據之性質及提供給客戶作閱覽之用，並沒有考慮及照顧任何某特定人士的指定投資目標、財務狀況或個別需要。本研究報告所提及的產品並非適合所有的投資者，投資者不應依賴本研究報告作出任何投資決定，並應尋求獨立的財務、法律及稅務專業意見。本研究報告內的任何資料或意見均不構成或被視作為邀請或招攬證券買賣。任何有關購買本研究論述的證券的決定，均應考慮當時公開的市場資料。