

证券研究报告—动态报告

医药保健

医疗器械与服务

国药股份(600511)

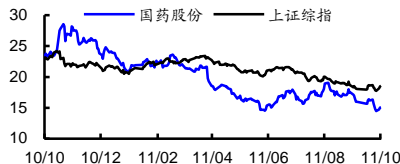
谨慎推荐

2011年3季报点评

(维持评级)

2011年10月27日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本(百万股)	478.8/277.6
总市值(百万元)	7,229.9/4,192.4
沪深300/深圳成指	2,427.48/10,315.75
12个月最高/最低(元)	28.55/14.45

相关研究报告:

《国药股份-600511-收入加速增长, 毛利率压力仍在》——2011-8-10

《国药股份-600511-阶段性毛利率下降拉低业绩》——2011-4-21

《国药股份-600511-整合预期下经营变化也值得关注》——2011-3-20

《国药股份-600511-麻药工业投资收益&碘补贴带来超预期业绩》——2010-10-27

证券分析师: 丁丹

电话: 0755-82139908

E-mail: dingdan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120006

证券分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120026

季报点评

仍受制于毛利率下行压力

• 前三季度净利润下滑 9.66% 低于预期

2011年前三季度公司实现收入 50.67 亿元, 同比增长 15.20%; 归属于上市公司股东的净利润 2.40 亿元, 同比下滑 9.66%, 大幅低于我们之前净利润增长 5% 的预期。EPS 为 0.50 元/股。

业绩低于预期的原因: 1) Q3 收入增速由 H1 的 16.86% 放缓至 12.24%, 低于我们预期的 16~17%。2) 公司计提了约 800 万坏账准备, 剔除此项则净利润下降 6.7%; 3) 更重要的原因仍是第三季度的毛利率再度出现环比下滑, 由 H1 的 7.93% 下降到 Q3 的 7.81%, 而和 10Q3 的毛利率 9.37% 相比同比下降程度更大。因此, 虽然前三季度公司整体收入仍有 15% 的增长, 但因受制于毛利率下滑压力, 毛利润下降了 2.3%。

• Q3 剔除非自身业务因素, 业绩并无下降

11Q3 单季度净利润大幅下降 30%。大幅下降主要因为去年同期的非经营性利润基数较高: 1) 10Q3 公司曾出售联环药业股权取得投资收益 1997 万。2) 10Q3 有 2905 万营业外收入 (主要是碘补贴), 而 11Q3 营业外收入只有 1187 万元。3) 资产减值计提上升。剔除上述因素, Q3 净利润同比增长 7.8%。毛利率下降情况下主业绩同比实现增长, 主要得益于 Q3 期间费用下降了 2.8%。

• 风险提示

毛利率如不能有效遏制下滑趋势, 则全年业绩仍有进一步下调空间。

• 仍处于经营平台期, 维持“谨慎推荐”评级

从 Q3 情况看公司毛利率仍在继续下滑, 其中主要是医药商业毛利率由于药品招标限价及北京地区竞争加剧压力所致的下降。医药工业虽拥有优秀品种依达拉奉, 但老品种克林霉素等普药销售不理想, 收入增速亦放缓。如 4 季度能遏制商业毛利率下滑则全年业绩仍有望止跌企稳。暂维持 11-13EPS 0.69、0.80、0.94 元/股预期, 11PE 22X, 目前估值水平已在一定程度上反映了公司处于经营平台期的阶段, 维持“谨慎推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5,194.60	5,918.04	6,820	7,930	9,218
(+/-%)	18.45%	13.93%	15.2%	16.3%	16.2%
净利润(百万元)	226.60	310.02	329	384	450
(+/-%)	16.91%	36.81%	6.1%	16.7%	17.2%
每股收益(元)	0.47	0.65	0.69	0.80	0.94
EBIT Margin	5.68%	7.27%	4.9%	5.2%	5.3%
净资产收益率 (ROE)	21.72%	23.77%	21.4%	21.3%	21.2%
市盈率 (PE)	31.91	23.32	22.0	18.8	16.1
EV/EBITDA	23.14	16.14	27.0	22.7	19.5
市净率 (PB)	6.93	5.54	4.71	4.01	3.41

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

## 附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1181	1458	1598	1502
应收款项	968	1214	1412	1768
存货净额	620	771	895	1155
其他流动资产	81	68	79	92
<b>流动资产合计</b>	<b>2849</b>	<b>3512</b>	<b>3984</b>	<b>4518</b>
固定资产	223	210	197	183
无形资产及其他	8	8	8	7
投资性房地产	107	81	81	81
长期股权投资	206	211	216	221
<b>资产总计</b>	<b>3393</b>	<b>4021</b>	<b>4486</b>	<b>5010</b>
短期借款及交易性金融负债	0	150	150	150
应付款项	1486	1712	1890	2080
其他流动负债	107	123	135	148
<b>流动负债合计</b>	<b>1592</b>	<b>1985</b>	<b>2175</b>	<b>2378</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	458	461	464	467
<b>长期负债合计</b>	<b>458</b>	<b>461</b>	<b>464</b>	<b>467</b>
<b>负债合计</b>	<b>2050</b>	<b>2446</b>	<b>2638</b>	<b>2844</b>
少数股东权益	39	41	44	47
股东权益	1304	1535	1803	2118
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3393</b>	<b>4021</b>	<b>4486</b>	<b>5010</b>

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.65	0.69	0.80	0.94
每股红利	0.16	0.21	0.24	0.28
每股净资产	2.72	3.21	3.77	4.42
ROIC	24%	22%	24%	24%
ROE	24%	21%	21%	21%
毛利率	9%	8%	8%	8%
EBIT Margin	5%	5%	5%	5%
EBITDA Margin	6%	5%	5%	6%
收入增长	14%	15%	16%	16%
净利润增长率	37%	6%	17%	17%
资产负债率	62%	62%	60%	58%
息率	1.1%	1.4%	1.6%	1.9%
P/E	23.3	22.0	18.8	16.1
P/B	5.5	4.7	4.0	3.4
EV/EBITDA	28.5	27.0	22.7	19.5

资料来源: 国信证券经济研究所整理

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	<b>5918</b>	<b>6820</b>	<b>7930</b>	<b>9218</b>
营业成本	5395	6261	7271	8442
营业税金及附加	12	12	13	16
销售费用	106	109	121	138
管理费用	97	103	115	129
财务费用	23	25	37	37
投资收益	82	75	94	113
资产减值及公允价值变动	(0)	0	0	0
其他收入	(0)	0	0	0
营业利润	368	386	467	568
营业外净收支	31	35	30	30
<b>利润总额</b>	<b>399</b>	<b>421</b>	<b>497</b>	<b>598</b>
所得税费用	86	88	109	144
少数股东损益	3	3	4	5
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>310</b>	<b>329</b>	<b>384</b>	<b>450</b>

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
<b>净利润</b>	<b>310</b>	<b>329</b>	<b>384</b>	<b>450</b>
资产减值准备	(8)	(0)	(0)	(0)
折旧摊销	17	23	24	24
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	23	25	37	37
营运资本变动	182	(113)	(141)	(423)
其它	10	2	3	3
<b>经营活动现金流</b>	<b>512</b>	<b>242</b>	<b>269</b>	<b>54</b>
资本开支	(15)	(10)	(10)	(10)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(23)</b>	<b>(15)</b>	<b>(15)</b>	<b>(15)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(77)	(99)	(115)	(135)
其它融资现金流	82	150	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(72)</b>	<b>51</b>	<b>(115)</b>	<b>(135)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>418</b>	<b>278</b>	<b>139</b>	<b>(96)</b>
货币资金的期初余额	762	1181	1458	1598
货币资金的期末余额	1181	1458	1598	1502
企业自由现金流	427	165	193	(34)
权益自由现金流	510	296	164	(62)

### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

### 风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

### 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>固定收益</b>		<b>策略</b>	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340		
				<b>技术分析</b>	
				闫莉	010-88005316
<b>交通运输</b>		<b>银行</b>		<b>房地产</b>	
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648
陈建生	0755-82133766	黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳鑫	0755-82130432			黄道立	0755-82133397
周俊	0755-82130833-6215				
糜怀清	021-60933167				
<b>商业贸易</b>		<b>汽车及零配件</b>		<b>钢铁及新材料</b>	
孙菲菲	0755-82130722	左涛	021-60933164	郑东	010-66025270
祝彬	021-60933156			秦波	010-66026317
常伟				郭莹	010-88005303
<b>机械</b>		<b>基础化工</b>		<b>医药</b>	
郑武	0755-82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁丹	0755-82139908
杨森	0755-82133343	罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	胡博新	0755-82133263
		梁丹	0755-82134323	刘勃	0755-82130833-1845
<b>电力设备与新能源</b>		<b>传媒</b>		<b>有色金属</b>	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭波	0755-82133909
张弢	010-88005311	刘明	010-88005319	龙飞	
<b>电力与公用事业</b>		<b>非银行金融</b>		<b>通信</b>	
谢达成	021-60933161	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
		田良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
<b>造纸</b>		<b>家电</b>		<b>计算机</b>	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706	朱少凌	0755-82130646	欧阳仕华	0755-82151833
<b>电子元器件</b>		<b>纺织服装</b>		<b>农业</b>	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	010-88005321				
熊丹	0755-82133528				
<b>建材</b>		<b>旅游</b>		<b>食品饮料</b>	
郑东	010-66025270	曾光	0755-82150809	黄茂	0755-82138922
马彦	010-88005304	钟潇	0755-82132098		
<b>建筑</b>		<b>新兴产业</b>		<b>研究支持</b>	
邱波	0755-82133390	陈健	010-66022025	沈瑞	0755-82132998
刘萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	余辉	0755-82130741
		孙伟	010-66026320	王越明	0755-82130478
<b>量化投资产品</b>		<b>基金评价与研究</b>		<b>量化投资策略</b>	
焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳瑾	0755-82133538	康亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	郑云	021-60875163
邓岳	0755-82150533	李腾	0755-82130833-6223	毛甜	021-60933154
		刘洋	0755-82150566	李荣兴	021-60933165
		潘小果	0755-82130843	郑亚斌	
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		钱晶	0755-82130833-1367		
<b>量化交易策略与技术</b>		<b>数据与系统支持</b>			
戴军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174		
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090		
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165		

秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦敏	0755-82130833-3772	袁剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833-1379		

### 国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
<b>王立法</b> 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	<b>盛建平</b> 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	<b>魏宁</b> 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
<b>王晓建</b> 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	<b>马小丹</b> 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	<b>林莉</b> 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
<b>焦戢</b> 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	<b>郑毅</b> 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	<b>邵燕芳</b> 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
<b>李文英</b> 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	<b>黄胜蓝</b> 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	<b>王昊文</b> 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
<b>赵海英</b> 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	<b>刘塑</b> 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	<b>甘墨</b> 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
<b>原祎</b> 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	<b>叶琳菲</b> 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	<b>段莉娟</b> 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
	<b>孔华强</b> 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	<b>徐冉</b> 0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		<b>颜小燕</b> 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
		<b>赵晓曦</b> 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		<b>郑灿</b> 0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn