

医药商业III

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 江琦

S0960110110023

0755-82026817

jiangqi@cjis.cn

6-12个月目标价: 23.40元

当前股价: 17.07元

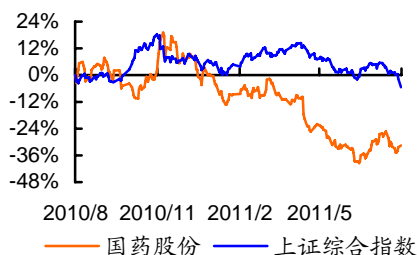
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2526.07
总股本(百万)	479
流通股本(百万)	278
流通市值(亿)	47
EPS (TTM)	0.63
每股净资产(元)	2.81
资产负债率	60.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
国药股份	1.37	-7.18	-21.51
上证综合指数	-9.71	-12.06	-8.94



相关报告

《国药股份-长期增长趋势不变, 低估值带来配置良机》2011-4-21

《国药股份-2010年业绩符合预期, 战略目标制定、快速增长可期》2011-3-21

《国药股份-实际控制人承诺解决同业竞争问题, 公司战略价值逐步凸显》2011-3-13

国药股份

600511

强烈推荐

中期业绩略低于预期, 静待工业增长恢复, 长期依然看好

公司2011年中期实现净利1.55亿, 同比增长7.82%, 合EPS0.32元, 其中上半年收到碘补贴2500万元, 扣除后略低于预期。

投资要点:

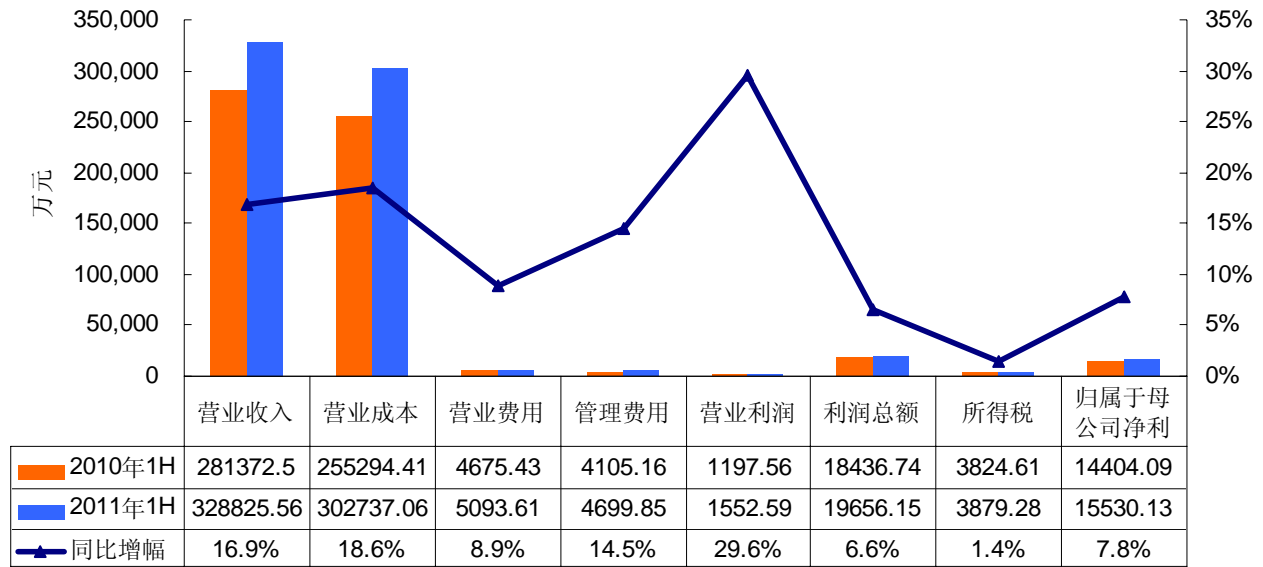
- **收入稳定增长, 毛利率小幅下降带来营业利润下滑, 投资收益增长和收到碘补贴带来净利润恢复增长:** 2011年中期, 公司实现收入32.88亿, 同比增16.9%; 营业利润1.72亿, 同比减少5.44%; 利润总额1.97亿, 同比增6.61%; 净利1.55亿, 同比增7.82%; 扣非后净利1.54亿, 同比增8.31%。
- **投资收益增速放缓, 下半年有望加快: 宜昌人福投资收益下半年有望加快, 国药前景投资收益快速增长:** 11年上半年投资收益的来源于出售股票获得208万; 投资宜昌人福获得2719万, 增6.4%, 下半年有望加快; 国药前景口腔科技获87万, 增298%。
- **受国瑞搬迁影响, 医药工业增速下滑; 商业和物流增速加快。** 商业收入31.7亿, 增17.2%, 毛利率7.13%, 降1.28%; 工业收入1亿, 增13.6%, 毛利率41.53%, 减1.34%; 仓储物流收入4725万, 增19.36%, 毛利率34.17%, 增0.28%。
- **我们认为商业部分将继续保持稳定增长, 其中麻药特色服务、医院纯销、总经总代依然是商业的重点领域; 工业部分宜昌人福增速有望加快、国瑞增速有望逐步恢复。**
- **公司最有可能成为国控回归A股的平台, 战略价值仍然突出。**
- **增速暂时放缓, 但长期投资价值不变, 维持强烈推荐评级:** 我们预测11-13年EPS分别为0.78、1.0、1.25元, 对应P/E22、17、14倍。
- **风险提示:** 国控回归A股时间表具有不确定性。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5918	7451	9272	12055
同比(%)	14%	26%	24%	30%
归属母公司净利润(百万元)	313	376	482	604
同比(%)	37%	20%	28%	25%
毛利率(%)	8.8%	8.8%	9.0%	9.0%
ROE(%)	23.8%	23.2%	23.9%	24.1%
每股收益(元)	0.65	0.78	1.00	1.25
P/E	26.36	21.94	17.10	13.66
P/B	6.27	5.09	4.09	3.29
EV/EBITDA	16	14	11	9

资料来源: 中投证券研究所

图 1: 国药股份 11 年中期主要盈利性指标变化



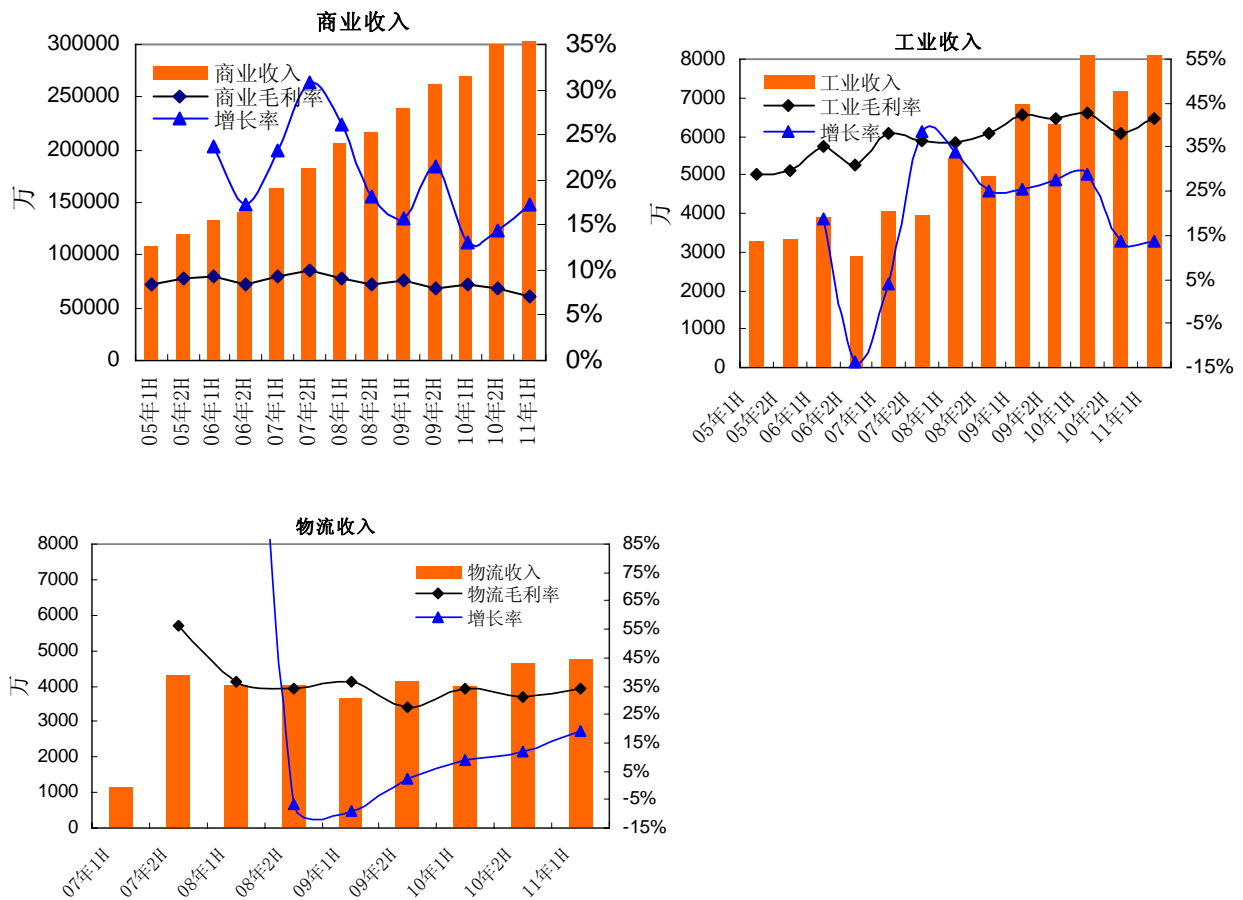
来源: 国药股份 11 年中报、中投证券研究所

表 1: 国药股份的季度盈利性数据

财务指标(万)	09 年 3Q	09 年 4Q	10 年 1Q	10 年 2Q	10 年 3Q	10 年 4Q	11 年 1Q	11 年 2Q	2Q 环比	2Q 同比
营业总收入	139743	131698	139272	142101	158508	151923	161792	167033	3.2%	17.5%
营业成本	127516	120970	126153	129142	143657	140547	148607	154130	3.7%	19.3%
营业费用	2149	2808	2138	2537	2486	3403	2470	2624	6.2%	3.4%
管理费用	2271	4267	2313	1792	2003	3574	2351	2349	-0.1%	31.0%
财务费用	459	468	766	432	487	599	734	818	11.5%	89.7%
营业利润	6959	4617	8826	9363	12508	6122	7883	9317	18.2%	-0.5%
利润总额	8080	4945	8826	9611	15307	6138	7829	11828	51.1%	23.1%
所得税	1838	1113	1775	2050	3013	1719	1515	2365	56.1%	15.4%
归属于母公司 净利润	6250	3805	6987	7417	12202	4396	6162	9368	52.0%	26.3%
EPS	0.13	0.08	0.15	0.15	0.25	0.09	0.13	0.2	53.8%	33.3%
毛利率	8.7%	8.1%	9.4%	9.1%	9.4%	7.5%	8.1%	7.7%	-0.43%	-1.4%
营业费用率	1.5%	2.1%	1.5%	1.79%	1.6%	2.2%	1.5%	1.57%	0.04%	-0.21%
管理费用率	1.6%	3.2%	1.7%	1.3%	1.3%	2.4%	1.5%	1.4%	-0.05%	0.14%
营业利润率	5.0%	3.5%	6.3%	6.6%	7.9%	4.0%	4.9%	5.6%	0.71%	-1.01%
实际所得税率	22.7%	22.5%	20.1%	21.3%	19.7%	28.0%	19.3%	20.0%	0.64%	-1.3%

资料来源: 国药股份历年报表、中投证券研究所

图 2: 国药股份各项业务的半年度环比变化情况



资料来源: 国药股份历年报表、中投证券研究所

表 2: 国药股份参股公司贡献利润情况

主要业务单元	股权比例	10年1H (万)	11年1H (万)
国药前景口腔	39%	21.86	87.1
青海制药集团	47.10%	444.5	428.0
宜昌人福药业	20%	2556.2	2719.5

数据来源: 公司报表 表中利润为按股权比例计算的投资收益贡献

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2849	2855	3522	4441	营业收入	5918	7451	9272	12055
现金	1181	877	1145	1352	营业成本	5395	6795	8440	10966
应收账款	937	1175	1462	1901	营业税金及附加	12	15	16	20
其它应收款	9	11	14	19	营业费用	106	127	148	205
预付账款	81	102	126	164	管理费用	97	119	139	181
存货	620	674	753	978	财务费用	23	4	8	8
其他	22	17	21	28	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	544	467	493	515	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	206	206	206	206	投资净收益	82	74	74	76
固定资产	222	254	282	307	营业利润	368	465	595	751
无形资产	8	7	5	4	营业外收入	35	23	23	23
其他	108	0	-1	-1	营业外支出	4	0	0	0
资产总计	3393	3322	4015	4956	利润总额	399	488	618	774
流动负债	1592	1675	1972	2420	所得税	86	112	136	170
短期借款	0	50	50	50	净利润	313	376	482	604
应付账款	966	883	1013	1206	少数股东损益	3	3	4	5
其他	626	741	909	1164	归属母公司净利润	310	373	478	598
非流动负债	458	0	0	0	EBITDA	409	489	626	786
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.65	0.78	1.00	1.25
其他	458	0	0	0					
负债合计	2050	1675	1972	2420	主要财务比率				
少数股东权益	39	42	46	52	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	479	479	479	479	成长能力				
资本公积	58	58	58	58	营业收入	13.9%	25.9%	24.4%	30.0%
留存收益	768	1069	1460	1948	营业利润	35.0%	26.3%	27.9%	26.2%
归属母公司股东权益	1304	1605	1997	2484	归属于母公司净利润	36.8%	20.2%	28.2%	25.2%
负债和股东权益	3393	3322	4015	4956	获利能力				
					毛利率	8.8%	8.8%	9.0%	9.0%
					净利率	5.2%	5.0%	5.2%	5.0%
					ROE	23.8%	23.2%	23.9%	24.1%
					ROIC	126.2	76.3%	81.3%	73.8%
					偿债能力				
					资产负债率	60.4%	50.4%	49.1%	48.8%
					净负债比率				
					流动比率	1.79	1.70	1.79	1.83
					速动比率	1.40	1.30	1.40	1.43
					营运能力				
					总资产周转率	1.92	2.22	2.53	2.69
					应收账款周转率	6	7	7	7
					应付账款周转率	6.50	7.35	8.90	9.88
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.65	0.78	1.00	1.25
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	-0.75	0.71	0.62
					每股净资产(最新摊薄)	2.72	3.35	4.17	5.19
					估值比率				
					P/E	26.36	21.94	17.10	13.66
					P/B	6.27	5.09	4.09	3.29
					EV/EBITDA	16	14	11	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

中投医药团队荣誉：2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围；“2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第 2 名，2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名；2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 名；2010 年财经风云榜最佳证券分析师（医药行业唯一一个）。

中投医药团队成员：

- 周锐**，医药行业首席分析师，理学博士，3 年医药行业从业经验，8 年证券行业从业经验，整体负责中投医药团队研究工作；
余方升，医药行业研究助理，理学学士，经济学硕士，2009 年加入中投证券研究所，负责中药行业研究；
余文心，医药行业研究助理，北京大学药学、经济学双学士，北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所，负责化学药、医疗服务及政策研究；
江琦，医药行业研究助理，上海交大生物工程学士，金融学硕士，2010 年加入中投证券研究所，负责生物制药行业及医药流通研究；
王威，医药行业研究助理，工学硕士，5 年医疗器械行业从业经验，2010 年加入中投证券研究所，负责医疗器械及境外上市中资医药股研究；

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434