

# 国药股份 ( 600511 ): 分享行业盛宴

## 行业分类: 医药商业

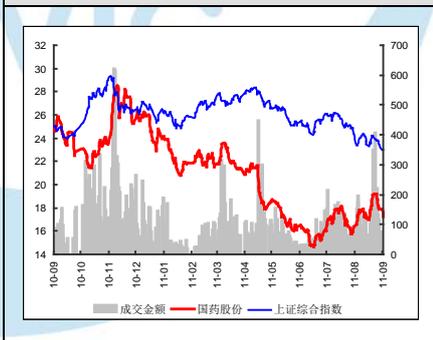
研究员: 张绍坤  
(执业证书编号: S0640511010008)  
联系人: 刁志学, 赵浩然  
电话: 0755-83520492/83692762  
Email: diaozhixue@163.com

6 个月目标价	23.40
当前股价	17.00
投资评级	买入

### 基础数据

上证指数	2740.52
总股本 (亿)	2.78
流通 A 股 (亿)	2.78
流通 B 股	0
流通 A 股市值 (亿)	47.26
总市值 (亿)	47.26
ROE (11Q2)	11.24%
资产负债率	60.41%
动态市盈率	21.71
动态市净率	4.86

### 近一年股价表现



### 投资要点:

#### ● 行业规模扩大, 整合持续进行

随着我国老龄化人口的增加、人们对健康问题的重视和国家投入持续增加, 我国医药商业行业的市场规模迅速扩大, 过去五年的年复合增长率达到 20% 以上; 与此相对应的是, 我国医药商业行业企业众多、规模较小, 市场集中度较低, 在商务部“十二五”期间医药商业行业的规划引领的引导, 行业正处于加快扩张和兼并重组期。

#### ● 商业增长稳定, 工业有望爆发

公司主营业务主要为医药商业、医药工业、仓储物流三部分, 营业收入保持快速增长, 受商业行业竞争加剧等因素的影响, 毛利率有所下降。

➢ 医药商业: 医药商业是营业收入和利润的主要来源: 直销业务受区域竞争加剧和药品招标价格下降的影响, 增幅有所减缓; 分销业务借助于母公司遍布全国的营销网络, 增长迅速; 麻特药业务为垄断性经营, 未来业绩稳定增长;

➢ 医药工业: 在集团公司战略规划布局中, 医药工业将是集团重点扶持发展的平台之一, 国药股份一直推动医药工业的经营转型和发展转变, 成绩显著; 未来国瑞制药整体搬迁和营销体制改革完成后, 在集团公司的支持和母公司营销网络带动下, 将会进入快速增长周期。

➢ 仓储物流: 第三方配送符合医药发达市场流通企业的盈利模式, 更为吻合国家当前减少流通环节、降低流通费用的政策规划, 预计未来业务将会增长加速, 成为公司业绩的新亮点。

#### ● 运营机制良好, 盈利能力业内领先

国药股份 2010 年毛利率仅为 8.84%, 处于行业内中等水平, 但公司良好的管理能力和销售能力有效的降低了期间费用, 使得净利率水平远高于其他同类公司, 保持较好的盈利能力。

### 投资评级:

公司为国药控股在北方地区的流通平台, 在集团的战略定位中处于重要的地位, 未来无论是商业方面还是工业方面都将得到集团公司的有力扶持, 实现业绩的快速增长; 我们预测 11-13 年国药股份的 EPS 分别为 0.78 元、0.91 元、1.05 元, 对应的动态市盈率分别为 21.7、18.7 和 16.2; 综合考虑公司商业、工业及仓储物流的发展前景和医药商业板块的整体市盈率, 给予公司 30 倍 PE, 目标价为 23.4 元, 买入评级。

### 风险提示:

毛利率下滑; 国瑞药业整体搬迁进展低于预期; 麻特药特许经营变动

## 目录

目录	2
图表目录	3
一、医药商业行业	4
1、医药商业行业简介	4
2、医药商业流通模式	4
3、我国医药商业行业的特点	5
3.1、市场准入具有政策壁垒	5
3.2、市场规模不断扩大	6
3.3、政策引导行业市场集中度有待提高	8
二、国药股份	9
1、国药股份基本情况	9
2、国药股份主营业务分析	10
3、公司战略定位	12
4、医药商业—公司业绩的主要支撑点	12
5、医药工业—公司业绩的重要增长点	13
6、仓储物流—第三方配送的先行者	14
三、医药商业类企业财务比较	15
四、国药股份财务预测	16
五、投资评级	17
六、风险提示	17

## 图表目录

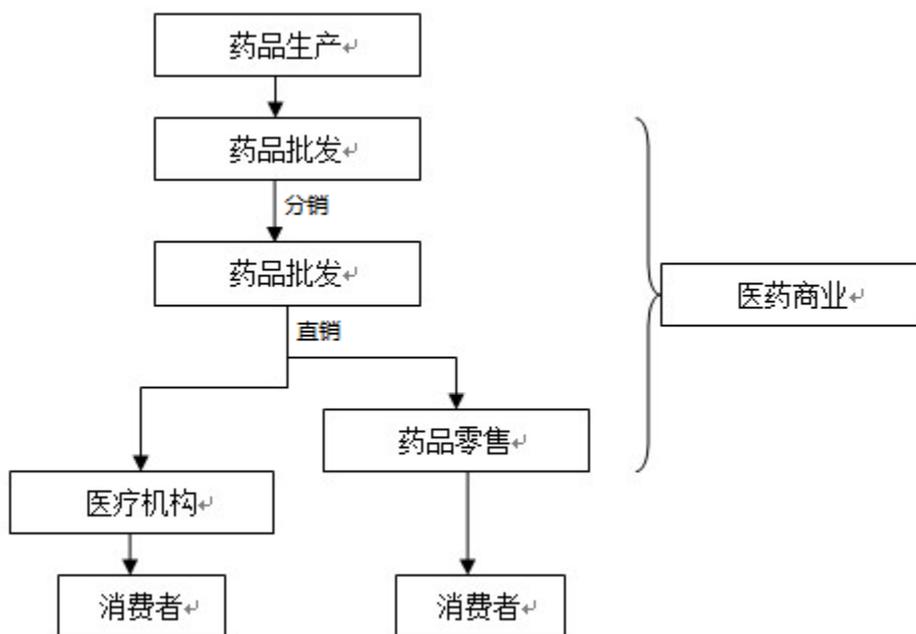
图表 1: 医药行业结构.....	4
图表 2: 计划经济体制下我国医药流通模式.....	5
图表 3: 目前我国主要的医药流通模式.....	5
图表 4: 2005-2010 年我国老龄人口数量及比重变动情况.....	6
图表 5: 2001-2010 年我国城镇居民人均可支配收入变动情况.....	7
图表 6: 2006-2010 年我国医疗保险参保人数变动情况.....	7
图表 7: 2006-2010 年我国卫生支出费用变动情况.....	8
图表 8: 2006-2010 年我国医药商业行业营业收入及增长幅度变动情况.....	8
图表 9: 我国医药商业行业前五强的营业收入变动情况(单位: 亿元).....	9
图表 10: 国药股份股权结构图.....	10
图表 11: 国药股份子公司及经营情况.....	10
图表 12: 2006-2010 年及 2011 年上半年国药股份营业收入及营业利润变动情况.....	11
图表 13: 2011 年上半年国药股份主营业务及毛利润构成情况.....	11
图表 14: 国药系在“十二五”期间战略目标.....	12
图表 15: 2006-2010 年及 2011 年上半年国药股份医药商业营业收入及毛利率变动情况.....	13
图表 16: 2006-2010 年及 2011 年上半年国药股份医药工业营业收入及毛利率变动情况.....	14
图表 17: 2008-2010 年及 2011 年上半年国药股份仓储物流营业收入及毛利率变动情况.....	15
图表 18: 医药商业行业(批发类)公司财务比较.....	15
图表 19: 未来三年公司收入分业务预测表.....	16
图表 20: 国药股份财务预测表.....	17

## 一，医药商业行业

### 1，医药商业行业简介

医药商业行业又叫医药流通行业，属于医药行业的子行业，是连接药品生产企业（上游）和消费者或医疗机构（下游）的重要桥梁，1999 年国家药品监督管理局下发的《关于换发药品经营企业许可证工作安排的通知》（国药管办[1999]242 号）文件第五条明确将医药商业企业分为两类：药品批发企业和药品零售企业。其中按照相关法规要求，药品批发企业的产品不得直接向消费者销售，因此药品批发企业的终端销售客户为医院、诊所、零售药店等，根据批发过程流通层次不同又分为直销和分销两种。

图表 1：医药行业结构

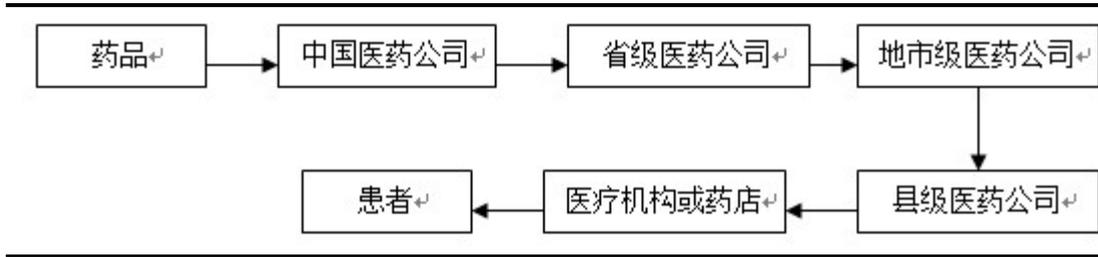


资料来源：中航证券研究所

### 2，医药商业流通模式

我国医药商业模式大体上可以分为两个阶段：上世纪 80 年代之前，在我国计划经济体制下，由于经济水平低下，医药物资匮乏，药品生产活动按国家计划进行，实行“统购统销”，药品流通基本上属于国有专营。全国医药产品均有中国医药公司统一规划，而各级医药公司根据行政区域划分为省级、地市级、县级等，层层下达指标，层层调拨，经营药品批发，负责药品零售的药店和医院则必须要统一从医药公司进货，在这种运营模式下，药品只能严格按级流动，从药厂到终端消费者往往要经历 5-6 个流通环节，由于各级层层加价，从而导致医药流通费用较高。

图表 2：计划经济体制下我国医药流通模式



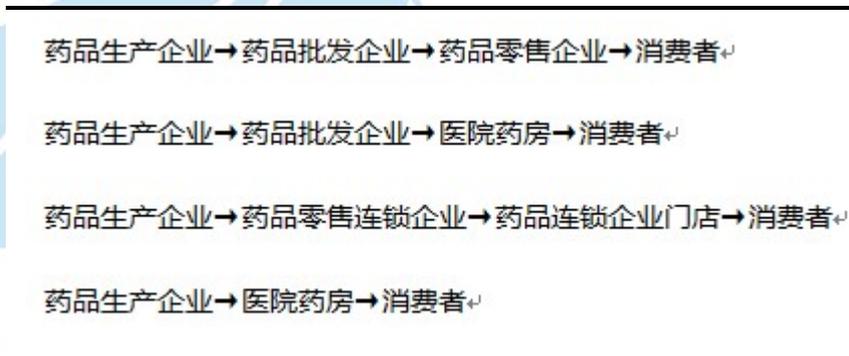
资料来源：中航证券研究所

80 年代之后，我国开始市场经济体制改革运行，原有的医药公司变成了分布在全国各地的各级药品批发公司，由于国家法律规定，药品生产企业不允许在生产企业所在地以外的地方设立医药仓库，在客观上为各级批发公司提供了生存空间。1984 年，国家取消药品统购统销，一些制药企业开始组建销售公司进入医药流通领域，同时也有部分新的医药流通企业开始出现。

1999 年，《深化医药流通体制改革的指导意见》的颁布，揭开了我国医药流通体制改革的序幕，医药商业行业逐渐打破了长期计划经济体制下形成的国有垄断的格局，产权结构向多元化方向发展，组建了一批较规范的股份制企业 and 规模较大的企业集团，一批民营企业如九州通、海王集团迅速发展壮大，进入行业前列。截止到 2009 年底，全国共有药品批发企业 1.3 万多家；药品零售连锁企业 2149 家，下辖门面店 13.5 万多家，零售单体店 25.3 万多家，零售药店门店总数达到 38.8 万多家。

经过 30 多年的发展，我国医药商业行业竞争程度有了实质性的提高，形成了全国性和区域性龙头相混合的局面，药品流通模式已从传统（药品—批发商—医院或零售）的单一模式发展为多种渠道并存的局面。

图表 3：目前我国主要的医药流通模式



资料来源：中航证券研究所

### 3，我国医药商业行业的特点

#### 3.1，市场准入具有政策壁垒

生老病死是人类难以摆脱的生命现象然而，人类生物本能促使人们一直在不懈地追求尽可能地增进健康、延长生命、保证人类的繁衍。药品作为增进健康、延长生命的必要手段一直受到人类的重视，因此药品关系到整个人类社会的繁衍和发展，药品质量的好坏直接关系到人们身体健康和生命安危，因此同一般商品相比较，药品具有特殊性：

I，药品具有专业性：药品具有较强的专业技术性主要体现在：药品质量是否合格必须要由专业人员利用其具备的药学及相关法律知识来判断，对于药品的内在质量是否合格的判断还必须要借助于专门的检测仪器和检测方法；药品不是一种独立的商品，它与医学紧密结合，相辅相成，对药品的正确合理使用一般都

必须要依靠专业人员的指导

II, 药品具有时效性: 药品与公众生命健康相关的特殊性决定了药品具有时效性, 尤其是在解毒、急救、灾情、疫情、战争等紧急需要药品情况下, 能否及时提供足够的药品关系都一个人甚至成千上万人的生死存亡, 只能让药品等病人, 因此生产、经营要有超前性、预测性及适当的储备。另外药品的时效性还表现其具有严格规定的有效期, 过期药品要报废。

III, 药品具有两面性: 药品在药理学上具有二重性, 指在其防病治病的同时, 也会发生某些不良反应, 如毒性反应、继发反应、过敏发应、耐受与成瘾性等, 因此上市药品必须要保证安全有效, 均一稳定, 这样才可以有效防止药源性疾病的发生。

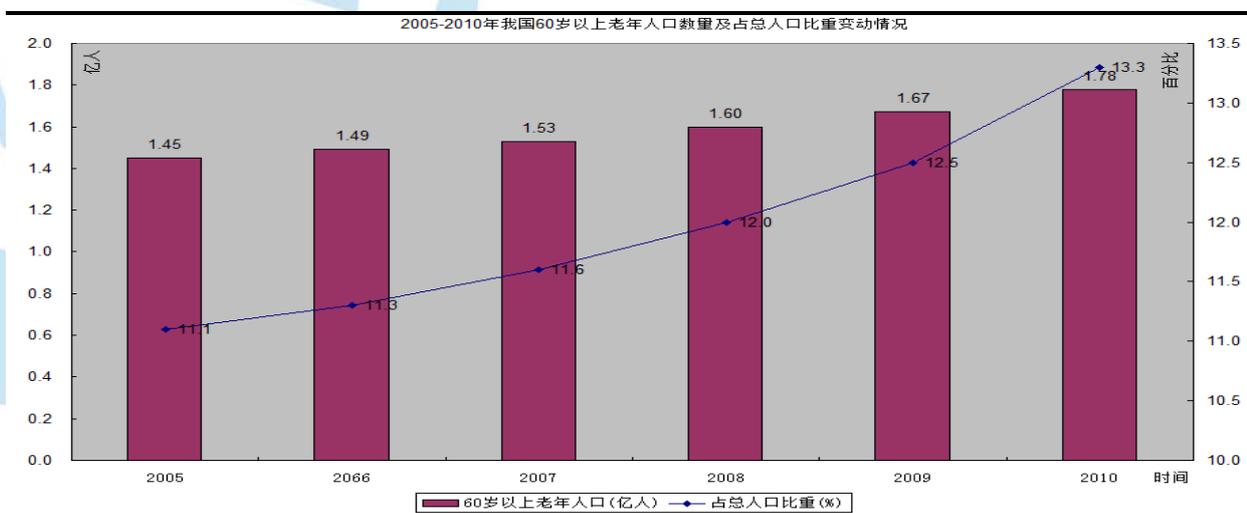
由于药品自身的特殊性, 消费者不能像一般商品一样自由消费, 再加上药品的质量从表面很难判别, 因此人们对药品的信任完全寄托于政府, 为了监管药品质量, 避免药物在流通过程中失效或受到污染, 我国药品主管部门对医药商业行业采取准入制的进入方式。根据《中华人民共和国药品管理法》的规定: 开办药品批发企业, 须经企业所在地省、自治区、直辖市人民政府药品监督管理部门批准并发给《药品经营许可证》; 开办药品零售企业, 须经企业所在地县级以上地方药品监督管理部门批准并发给《药品经营许可证》, 凭《药品经营许可证》到工商行政管理部门办理登记注册; 无《药品经营许可证》的, 不得经营药品; 对于某些受国家特别管制的药品, 如麻醉类药品、精神药品、兴奋剂等药品, 还需经过当地主管的药监局审核, 并核发《行政许可决定书》才可经营。

### 3.2, 市场规模不断扩大

1999 年我国进入老龄化社会以来, 呈现老年人口基数大、增长快得特点, 截止到 2010 年我国老龄化人口为 1.78 亿人, 也占全国总人口的 13%, “十二五”期间将是我国人口老龄化加速发展期, 预计到 2015 年我国 60 岁以上的老年人口将达到 2.16 亿人, 约占总人口的 16.7%, 年均净增老年人口 800 多万, 目前老年人口的药品消费已占药品消费的 50%以上, 人口的老龄化将进一步促进药品消费的增长。

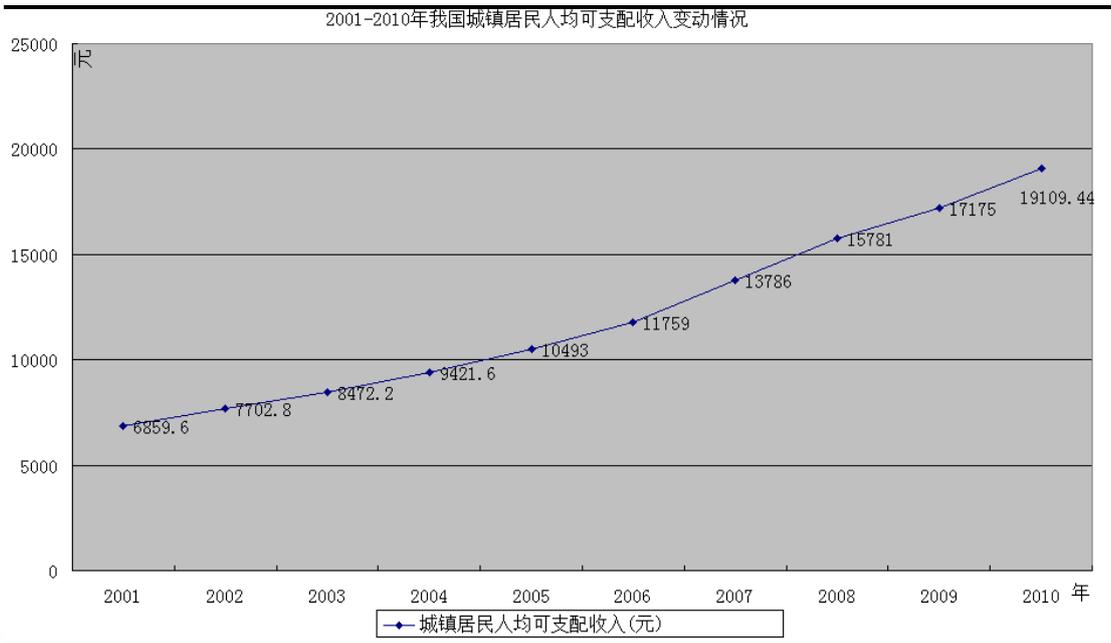
近些年伴随我国经济的发展, 城乡居民的可支配收入有明显的增长, 人民在提高生活水平的时候也更为重视自身的健康状况, 2006-2010 年我国个人卫生费用增长迅速; 与此同时国家加大医疗卫生投入和建立覆盖城乡居民的基本医疗保障制度, 刺激了市场需求大幅度增长, 社区卫生中心(站)的建立和新型农村合作医疗覆盖率的提高, 国家加大对卫生费用的支出; 卫生支出总费用的增加使医药商业的市场规模迅速扩大, 具体表现为医药商业的销售总额保持着较快的增长, 2010 年我国医药商业行业销售总额为 7084 亿元, 同比增长 24.6%, 其中零售市场销售规模为 1275 亿元, 比去年增长 20%。

图表 4: 2005-2010 年我国老龄人口数量及比重变动情况



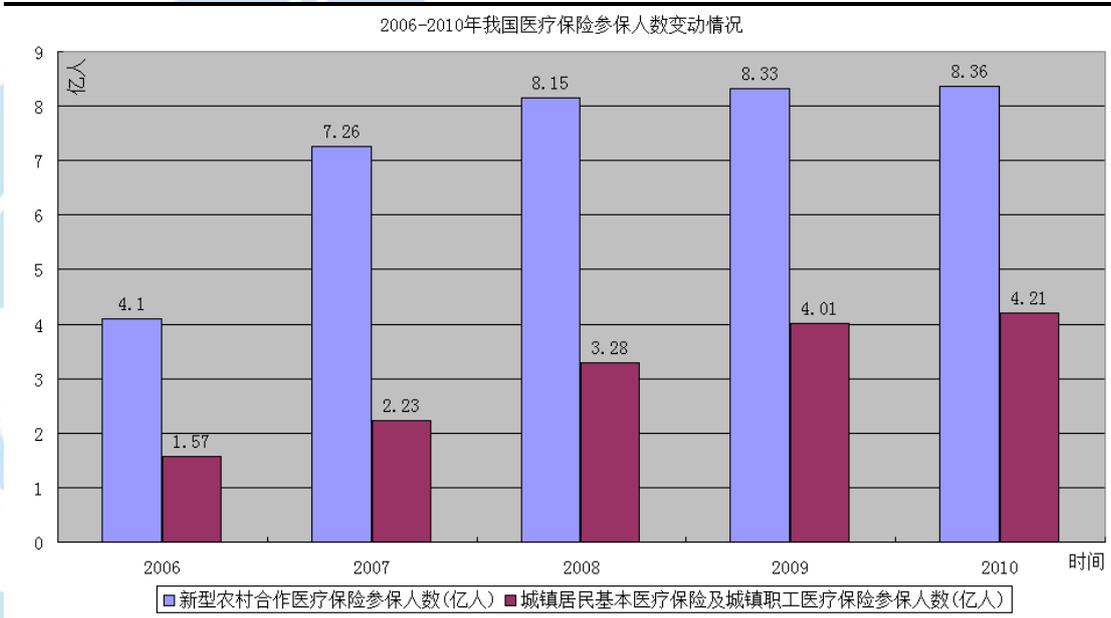
数据来源: 中航证券研究所, 2010 年中国老龄化事业发展统计公告

图表 5：2001-2010 年我国城镇居民人均可支配收入变动情况



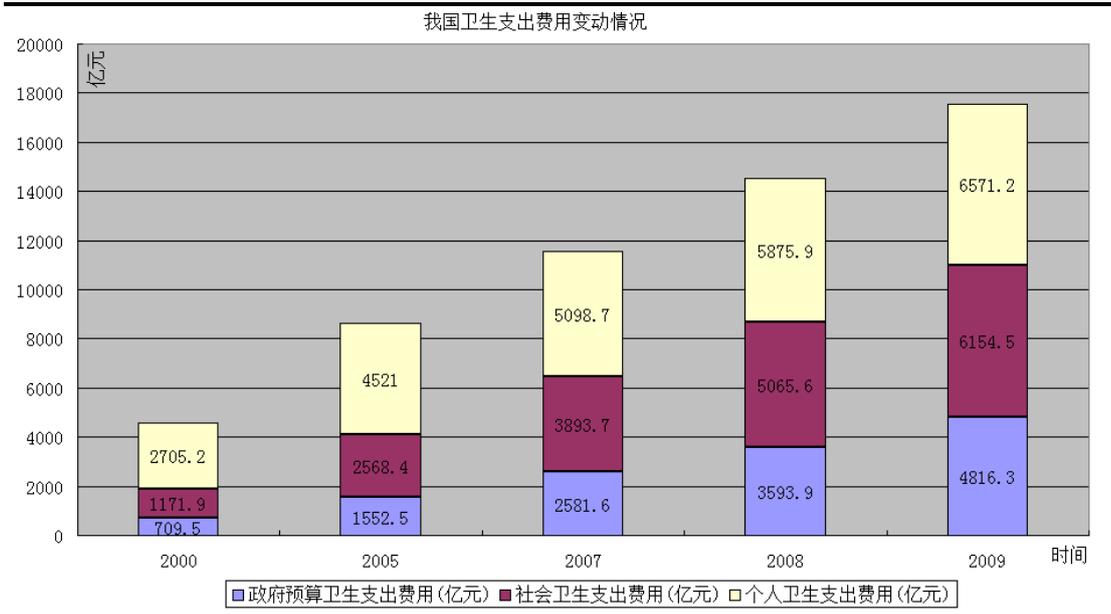
资料来源：中航证券研究所，wind 资讯

图表 6：2006-2010 年我国医疗保险参保人数变动情况



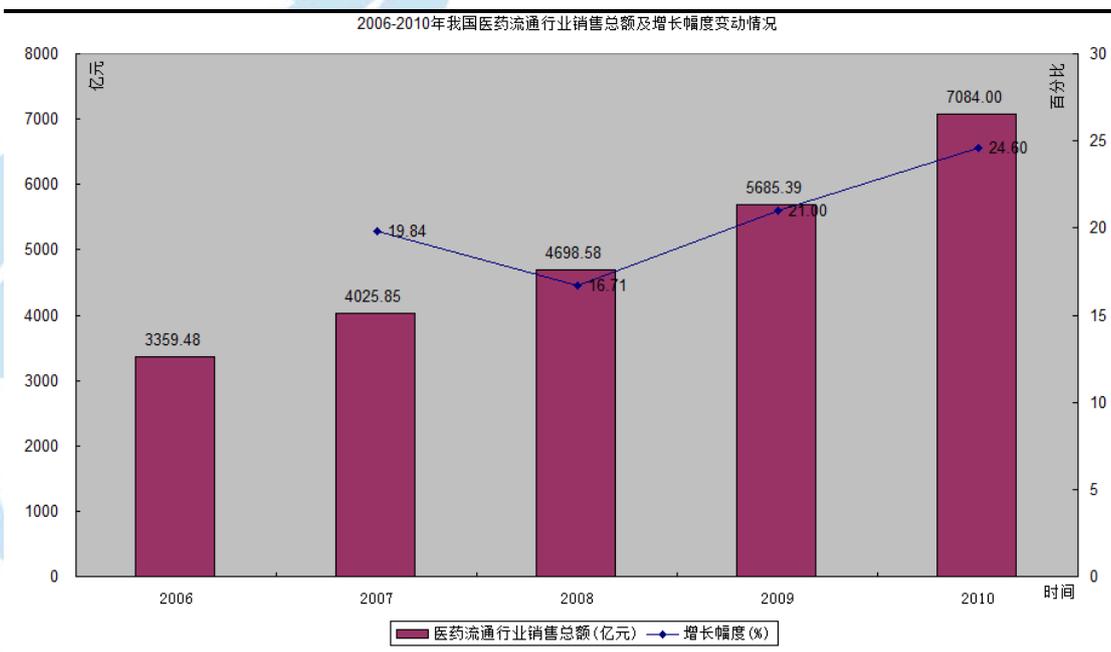
资料来源：中航证券研究所，卫生部年鉴

图表 7：2006-2010 年我国卫生支出费用变动情况



资料来源：中航证券研究所，卫生部年鉴

图表 8：2006-2010 年我国医药商业行业营业收入及增长幅度变动情况



资料来源：中航证券研究所，商务部

### 3.3，政策引导行业市场集中度有待提高

由于历史原因，我国医药流通企业众多，平均规模较小，多为区域性经营，虽然近些年随着市场竞争的加剧，许多规模小、没有竞争优势的企业逐步通过兼并重组、破产等方式退出市场，医药行业的各种资源向优势商业企业集中，药品批发企业加快兼并重组步伐，行业规模化、集约化程度有所提高。2010 年我国主营业务前 100 位的批发企业销售规模占全国市场规模的 78%，与 2009 年相比提高了近 8 个百分点，其中前三位达到 1533 亿元，占同期市场规模的 26.7%，比 2009 年提高 5.8 个百分点；医药零售销售收入

前 100 位销售总额为 678.6 亿元，同比增长 16.7%，其中前 10 位销售总额为 278.5 亿元，占同期市场规模的 21.84%；相对于国际医药成熟市场来说：美国前三名的医药商业企业占医药市场份额的 96%，日本为 67%，德国为 60%-70%，我国医药商业行业的集中度仍处于较低水平。

2011 年 5 月 6 日，商务部公布的我国药品流通过行业“十二五”规划纲要中明确提出：在“十二五”期间形成 1-3 家年销售额过千亿的全国性的大型医药商业集团，20 家年销售额过百亿的区域性药品流通企业，药品批发百强企业年销售额占药品批发总额 85% 以上，药品零售连锁百强企业年销售额占药品零售企业销售总额 60% 以上，连锁药店占全部零售门店的比重提高到 2/3 以上。

图表 9：我国医药商业行业前五强的营业收入变动情况（单位：亿元）

	2008	2009	2010
中国医药集团总公司	529.68	650	890
上海医药股份有限公司	223.65	310.72	374.11
华润系（北医+华源）	202.37	----	----
九州通集团有限公司	190.42	189.58	212.52
南京医药股份有限公司	113.96	141.27	153.38
前五强的营业收入总额	1057.71	1519.10	1898.9
我国医药商业销售总额	4698.58	5685.39	7084
前五强的市场集中度（%）	22.51	26.72	26.81

备注：华润系（北医+华源）为非上市公司，营业收入数据并未公布，根据商务部公布 2009 和 2010 年前三名营业收入占市场总额的 20.9% 和 26.7%，加上后两位比重计算得到

资料来源：中航证券研究所，商务部、公司年报

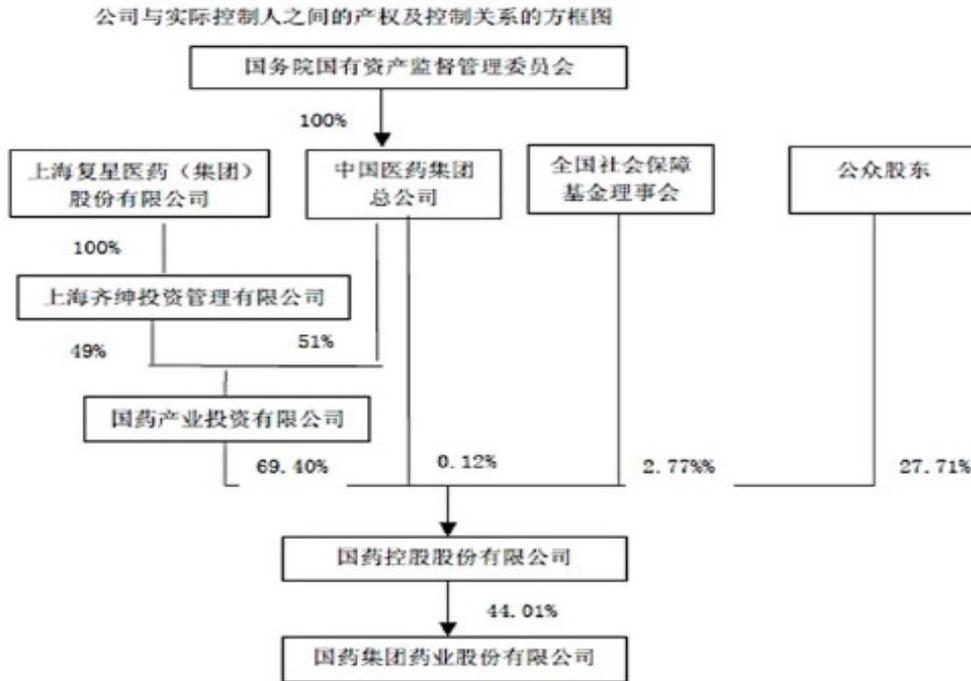
## 二，国药股份

### 1，国药股份基本情况

国药集团药业股份有限公司前身为中国医药公司，成立于 1950 年 8 月，是中国最大的医药商业企业，为全国医药商业的行政主管部门，承担全国重大灾情、疫情、事故的急救供应工作；1999 年经我国经济贸易委员会批准，由中国医药集团总公司作为发起人，并联合国药集团上海医药器械有限公司、天津启宇医疗器械有限责任公司、广州南方医疗器材公司、北京仁康医疗器材经营部共同发起成立；2002 年在上海证券交易所上市。

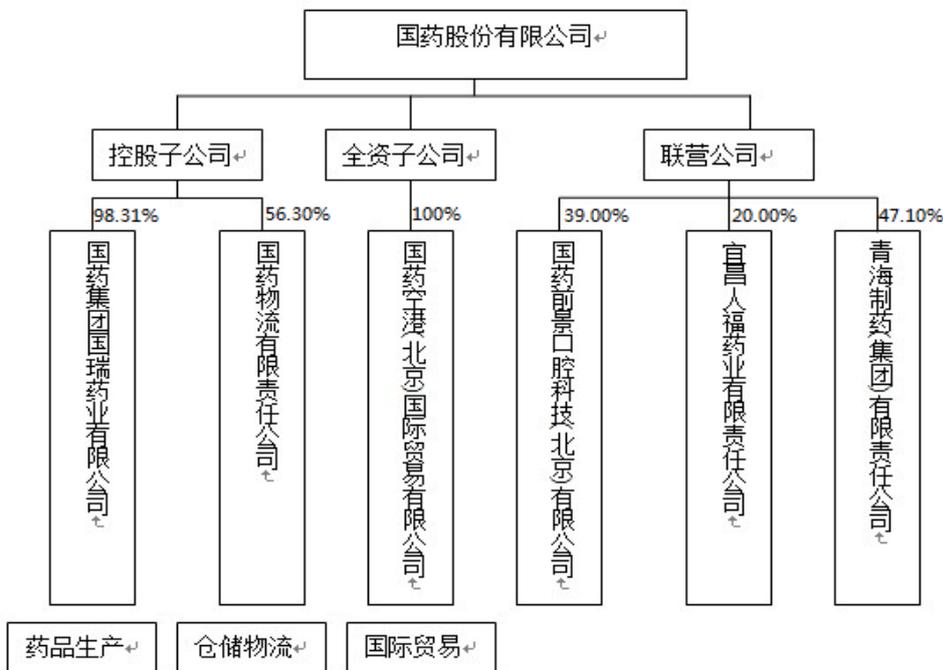
2010 年年报显示，国药股份的控股股东为国药控股股份有限公司（持股 44.01%），公司主要经营药品流通，分北京市直销、全国商务分销、麻特药品种专项经营、药品生产、物流五大类业务，拥有 3 家控股或全资子公司，3 家联营子公司。

图表 10：国药股份股权结构图



资料来源：中航证券研究所，公司年报

图表 11：国药股份子公司及经营情况



资料来源：中航证券研究所，公司年报

## 2、国药股份主营业务分析

公司主营业务为主要为医药商业、医药工业、仓储物流三大类，2006-2010 年公司主营业务收入保持

较快速度增长, 利润也稳步增长, 其中公司主要业务和利润来源于医药商业, 其次为医药工业。2011 年中报显示: 公司医药商业业务实现营业收入 31.69 亿元和毛利润 2.26 亿元, 对公司营业收入和毛利润贡献分别为 96.36%和 79.65%; 医药工业业务实现营业收入 1.00 亿元, 毛利润 0.42 亿元, 分别占公司营业收入总额和利润总额的 3.04%和 14.65%。

图表 12: 2006-2010 年及 2011 年上半年国药股份营业收入及营业利润变动情况



资料来源: 中航证券研究所, wind 资讯

图表 13: 2011 年上半年国药股份主营业务及毛利润构成情况

2011年上半年国药股份主营业务构成情况(单位:百万元)



2011年上半年国药股份毛利润构成情况(单位:百万元)



资料来源: 中航证券研究所, 公司年报

### 3, 公司战略定位

中国医药集团总公司是由国务院国资委直接管理的以医药分销、医药和生物技术产品科研为主业的中国最大的医药健康产业集团，以预防治疗和诊断护理等健康相关产品的分销、零售、研发及生产为主业。医药集团通过合并重组等方式加快全国布局和产业延伸的步伐：2003 合并中国药材集团，2009 年与中国生物技术集团公司联合重组、2010 年上海医药工业研究院、中国出国人员服务总公司进入医药集团。实现销售收入的快速增长，2010 年实现营业收入 890 亿元，国药集团的发展目标是 2011 年销售收入达到 1000 亿元，2015 年销售收入力争达到 1800-1900 亿元，进入世界 500 强行业，成为一家能够代表我国医药行业发展水平、影响世界医药市场、受到全球尊重的医药健康产业集团。目前旗下拥有十六家全资或控股子公司：国药控股（HK01099）一家 H 股上市公司和国药股份（600511）、天坛生物（600161）、现代制药（600420）、一致药业（000028）四家 A 股上市公司。

中国医药集团总公司正在全力推进集团五大平台——现代物流分销一体化平台、产学研一体化科技创新平台、国际经营一体化平台、医疗健康产业平台、高效管控与融合协同一体化平台的全面建设，依托五大平台协同运作，促进集团核心业务的全面发展，构成一个完整的中央企业医药健康产业平台，实现规模效益，推动业绩高速增长。从中国医药集团总公司下属企业的资产和经营业务来看，国药控股将会是集团现代物流分销一体化平台，旗下两家 A 股上市公司一致药业（000028）和国药股份（600511）形成了“北国药、南一致”的格局，在集团战略规划的框架下，有效承接战略目标，加快对各自区域的网络布局。

图表 14：国药系在“十二五”期间战略目标

	十二五战略目标
医药集团	在“十二五”期间，将国药集团打造成为行业领先、具有国际竞争力的中央医药健康产业集团，进入世界 500 强
国药控股	在“十二五”期间，将从传统的医药批发商向医药健康产业服务提供商转变，实现一体化运营，引领行业创新发展，最终要打造成为全球领先的世界级医药健康产品服务提供商。
国药股份	在“十二五”期间，以“变革、创新、务实、奉献、进取”的企业理念为指导，全面落实科学发展观，以增强企业核心竞争力和创新发展能力为中心，变革发展观念，创新经营模式，调整经营策略，整合协同资源力量，做大做强医药纯销领域业务，做深做透麻特药流通领域业务；快速发展特色制药工业；利用医药进口保税平台，做好做实医药分销业务，做精做优中小医院直销业务。在全面做强的基础上，利用上市公司优质平台，深化资本运营等手段，实现企业快速增长，打造国内领先的医药健康服务专业化提供商，积极履行企业社会责任，努力保障公众医药健康，实现经济、社会、环境的可持续发展。

资料来源：中航证券研究所，公司年报

### 4, 医药商业—公司业绩的主要支撑点

国药股份以母公司为经营平台的医药商业业务主要包括北京市直销、全国商务分销、麻特药品种专项经营三大块，在过去五年力公司医药商业营业收入保持快速增长，但毛利率有明显下降的趋势，今年上半年毛利率下降 1.27 个百分点尤为明显，其主要原因为：1，新的药品招标价格下降挤压公司毛利率；2，上药和华润等流通巨头收购流通公司进入北京市场，导致北京地区流通市场的竞争加剧；3，劳动力成本上涨和燃油价格上涨增加公司的成本开支。

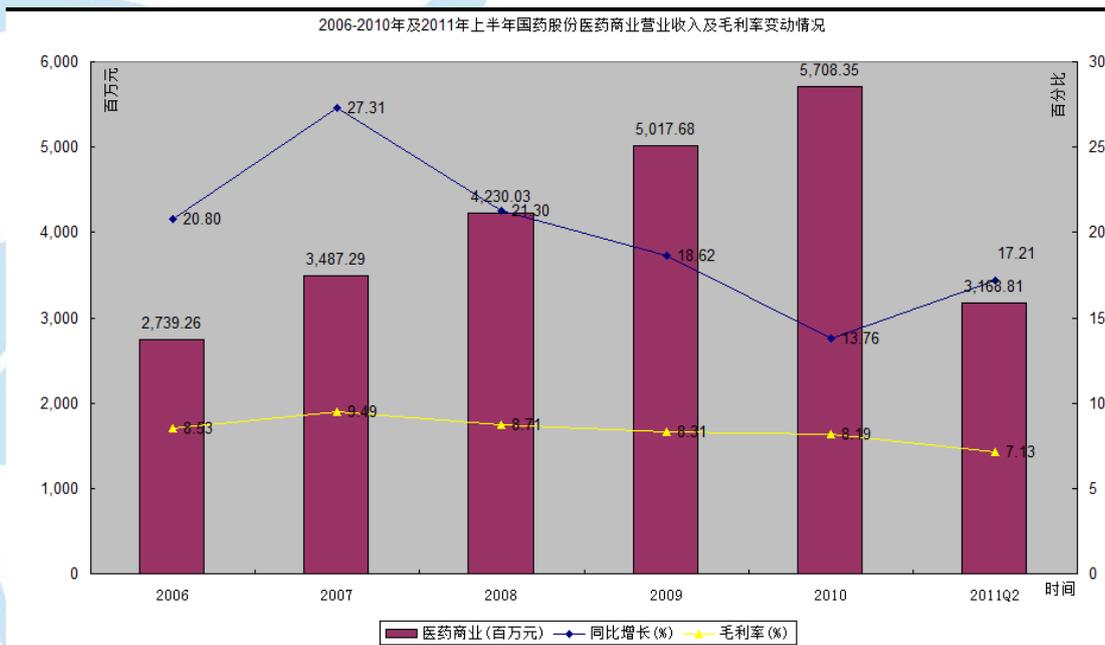
I, 直销业务方面：国药股份直销业务以北京地区为重点市场，同时销售网络覆盖全国，营业收入占公司销售总额的 90%以上。北京作为全国医药行业最大的资源和消费市场，市场年容量超过 100 亿元，约占全

国医药份额的 5%；直销市场竞争激烈，形成多个系列激烈竞争的市场环境。公司的发展战略为立足于北京市大中型医院市场，大力发展中小医院业务，扩大市场的覆盖率，目前拥有医院客户近 300 家，通过实时跟踪医药用药动态，为医药客户提供人性化的增值服务；同时通过提供零售增值服务，扩大终端客户市场份额，利用供应商资源配合产品实现药店终端销售。受区域流通市场竞争加剧的影响和药品招标价格下降等因素的影响，公司在直销业务收入增速将会减缓，毛利率将基本保持稳定。

II，分销业务方面：国药控股拥有全国最大的医药分销网络，以省级为单位，在全国设立医药销售子公司，形成了对全国大中城市医药的终端覆盖，国药股份分销业务依托母公司营销网络，以代理、经营国内外新药、特药为核心业务，与辉瑞、葛兰素史克等国内外众多知名厂商保持长期合作关系，目前代理经营 2000 多个品规，基本覆盖全部治疗领域，多数为国内外新药特药品种，产品临床适用性较强。随着国药控股加大对全国营销网络布局，将会带动公司分销业务的持续增长。

III，麻特药方面：公司是国家指定的麻醉药品、一类精神药品唯一的一级经销商，承担麻特药的收购、储备及调拨工作，拥有在全国范围内独家经营麻特药的特许经营权，由于该类药品的采购和销售执行国家药品监督管理局的《麻醉药品经营管理办法》、《精神药品管理办法》及补充规定等特殊的管理规定，公司在此类药物的总经销方面具有很强的垄断性；2007 年收购青海制药 47.1% 和宜昌人福药业 20% 的股权，逐步实现对麻醉药上游原料的控制；市场优势明显，随着未来麻醉药市场需求稳定增长，公司麻特药业务收入也将稳定增长，受行政垄断性的保护，毛利率也基本维持稳定。

图表 15：2006-2010 年及 2011 年上半年国药股份医药商业营业收入及毛利率变动情况



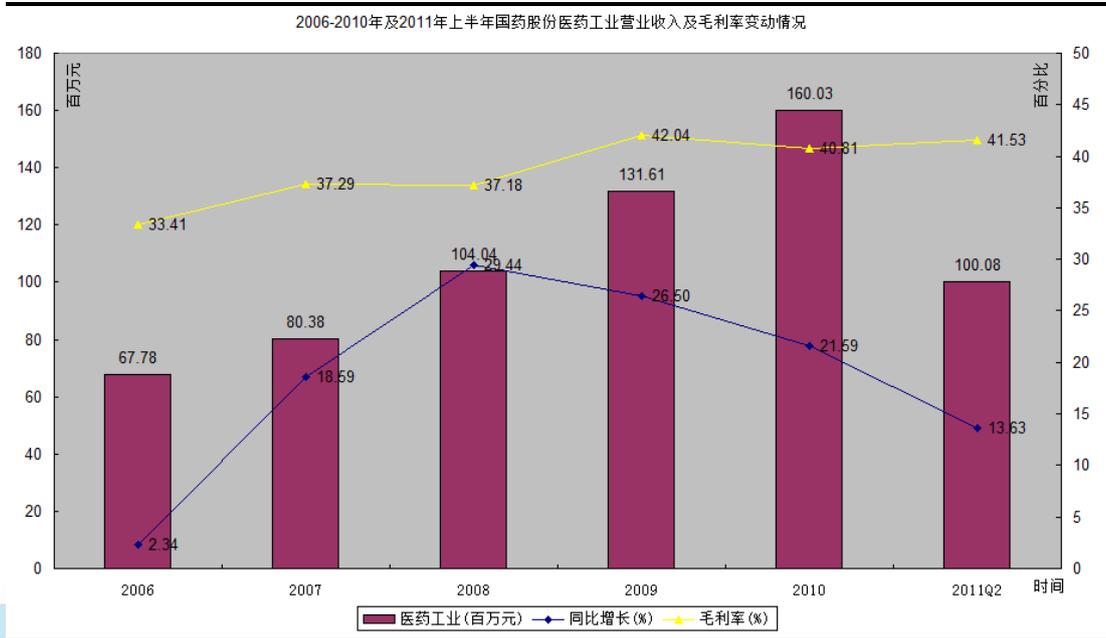
资料来源：中航证券研究所，wind 资讯

## 5、医药工业—公司业绩的重要增长点

国药股份的医药工业业务主要是通过控股子公司国瑞药业完成，从集团业务来看，中国医药集团总公司的工业资产较为分散，缺乏主导的工业上市公司平台，由于医药工业是医药健康产业平台的重要组成部分，因此国药集团未来将会加大对旗下医药工业产业的扶持力度。国药股份是集团内最早加大对工业产业投资力度的公司，2002 年公司通过资本运作募集资金加大对国瑞药业的投入力度，2011 年推动国瑞药业“退城进园”项目，计划投资 3.6 亿元，实现标准升级、产业升级、规模升级、管理升级的目标，最终实现国瑞药业经营转型与发展转变。过去几年，医药工业实现快速增长，2008-2010 年营业收入分别为 1.04 亿元、1.32 亿元、1.60 亿元，为公司贡献毛利润分别为 0.39 亿元、0.55 亿元、0.65 亿元。国瑞药业整

体搬迁和营销模式转型完成后，将成为公司业绩的重要增长点。

图表 16：2006-2010 年及 2011 年上半年国药股份医药工业营业收入及毛利率变动情况



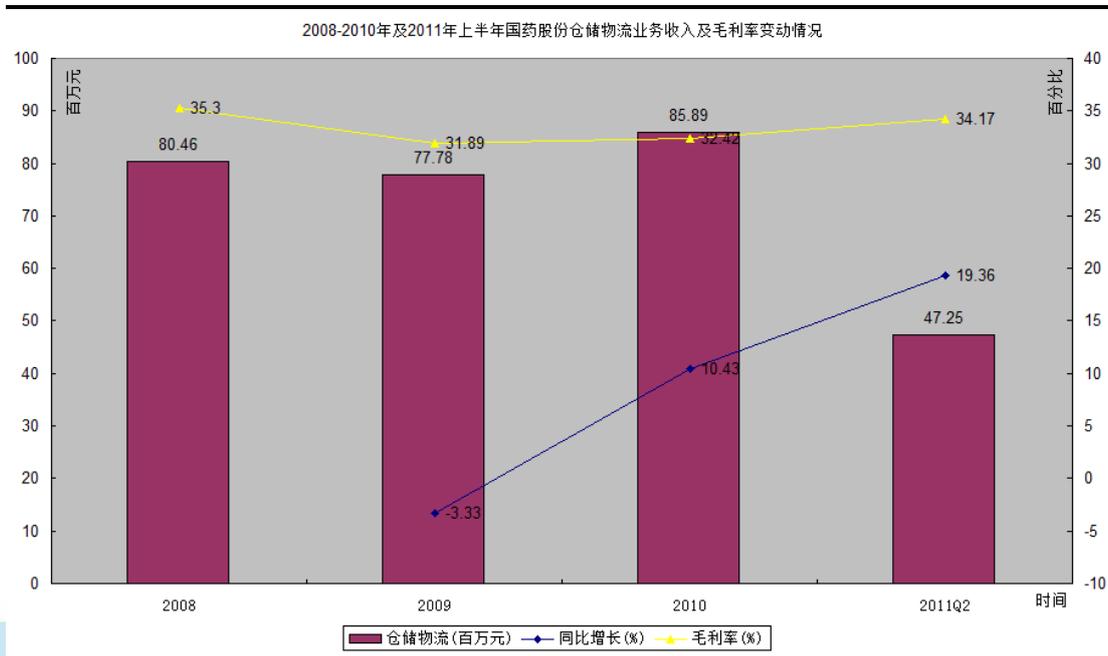
资料来源：中航证券研究所，wind 资讯

## 6， 仓储物流—第三方配送的先行者

第三方配送是指利用独立于药品生产企业和医院（零售企业）之外的物流企业来完成商品的采购、仓储和配送公司，对于药品生产企业而言可以集中精力搞好主业，把原来属于自己处理的物流活动，以合同方式委托给专业物流服务企业，同时通过信息系统与物流企业保持密切联系，达到对物流全程管理。第三方配送有利于药品生产企业直接参与药品集中招标采购工作，对于减少流通环节，降低流通费用有积极的作用。

国药股份为行业内最早涉足第三方配送的企业之一，随着近几年国内医药商业行业集中度的提高，配送业务量不断扩大，2008年-2010年公司仓储物流业务营业收入8.05亿元、7.78亿元、8.59亿元，2010年上半年以实现营业收入4.73亿元，同比增长19.36%左右，第三方物流收取服务费的模式更为符合医药发达市场流通企业的盈利模式，吻合当前国家减少药品流通环节、降低流通费用的政策规划，预计未来公司第三方配送业务将会增长加速，成为业绩的新亮点。

图表 17：2008-2010 年及 2011 年上半年国药股份仓储物流营业收入及毛利率变动情况



资料来源：中航证券研究所，wind 资讯

### 三、医药商业类企业财务比较

为了更为直观的了解医药商业类企业的基本情况，我们将商业类主要从事批发业务的公司进行简单的横向财务比较：医药批发行业表现为典型的轻资产型行业，资产负债率较高，主要表现为应付票据和应付款项；国药股份的净资产收益率为 26.41%，在行业内处于领先地位，其优势在于公司远高于其他同类公司的净利率；公司毛利率仅为 8.84%为业内中等水平，良好的管理能力和销售能力降低了公司的费用率是净利率较高的主要原因。

图表 18：医药商业行业（批发类）公司财务比较

代码	公司	净资产收益率 (%)	权益乘数	总资产周转率 (次)	净利润 / 营业总收入 (%)	资产负债率 (%)	毛利率 (%)	存货周转率 (次)	应收款周转率 (次)
000028	一致药业	27.85	6.15	2.26	2.02	82.06	8.72	11.58	4.93
000705	浙江震元	4.13	2.01	1.46	1.57	50.31	11.90	6.04	5.81
002462	嘉事堂	6.13	1.48	1.14	3.65	28.20	12.68	7.72	5.82
002589	瑞康医药	23.44	4.75	1.76	2.81	79.99	8.30	12.81	3.35
600511	国药股份	26.41	2.63	1.92	5.29	60.41	8.84	9.14	6.60
600713	南京医药	1.20	9.56	2.06	(0.04)	84.91	7.10	11.70	6.17
600998	九州通	12.83	2.77	2.78	1.70	50.75	6.48	6.91	46.44
601607	上海医药	24.95	3.36	2.03	4.76	57.81	18.15	8.73	7.62

资料来源：中航证券研究所，wind 资讯

## 四、国药股份财务预测

1, 医药商业业务: 公司医药商业业务在过去的几年内均保持较快的增长, 受北京地区流通行业竞争加剧及招标价格下降等因素的影响, 未来公司直销业务增长速度将会减缓, 毛利率有所下降; 受益于全国营销网络布局, 公司分销业务将增长将加速; 麻特药业务由于受国家行政垄断性保护, 未来业绩将会稳定增长, 毛利率基本维持不变。我们预计国药股份医药商业业务 11-13 年增长速度分别为 15%、13%、10%, 毛利率维持为 7%。

2, 医药工业业务: 受国药集团战略定位的影响, 未来国药股份对会继续加大对医药工业的扶持力度, 短期内国瑞药业的营销体制转型和整体搬迁可能会给公司业绩带来一定的影响, 从长期来看, 随着公司营销网络的扩展、国瑞药业转型升级完后将会带动医药工业业务进入快速增长的周期。因此给予未来三年公司医药工业业务增长速度分别为 15%、15%、18%, 毛利率分别为 41.5%、42%、42%。

3, 仓储物流业务: 第三方配送更为符合医药发达市场流通企业的盈利模式, 吻合当前国家关于药品限价政策规划, 将会有更为广阔的发展空间, 我们预计未来公司仓储物流业务将会加速增长, 随着业务量的增长, 毛利率也将会有所提高, 因此给予未来三年公司仓储物流业务增长速度分别为 20%、25%、20%, 毛利率分别为 35%、37%、38%。

4, 投资收益: 公司投资收益主要来源于对联营企业和合营企业的投资收益, 具体为公司对宜昌人福药业和青海制药的股权投资分红所得, 两者均为麻特药的定点生产厂家, 受国家政策限制, 短期内其他厂家进入该领域的可能性较小, 业绩将会随着市场需求增长稳定增长, 因此给予公司投资收益同比增长以 17%、15%、15%。

图表 19: 未来三年公司收入分业务预测表

	08 A	09 A	10 A	11E	12E	13E
<b>医药商业</b>						
营业收入 (百万元)	4230.03	5017.68	5708.35	6564.60	7418.00	8159.80
增加额 (百万元)	742.74	787.65	690.67	856.25	853.40	741.80
同比增长 (%)	21.30	18.62	13.76	15.00	13.00	10.00
毛利率 (%)	8.71	8.31	8.19	7.00	7.00	7.00
<b>医药工业</b>						
营业收入 (百万元)	104.04	131.61	160.03	184.03	211.64	249.73
增加额 (百万元)	23.66	27.57	28.42	24.00	27.61	38.09
同比增长 (%)	29.44	26.50	21.59	15.00	15.00	18.00
毛利率 (%)	37.18	42.04	40.81	41.50	42.00	42.00
<b>仓储物流</b>						
营业收入 (百万元)	80.46	77.78	85.89	107.36	134.20	161.04
增加额 (百万元)		(2.68)	8.11	21.47	26.84	26.84
同比增长 (%)		(3.33)	10.43	25.00	25.00	20.00
毛利率 (%)	35.30	31.89	32.42	35.00	37.00	38.00
<b>对联营企业和合营企业的投资收益</b>						
利润额 (百万元)	24.80	33.88	52.08	60.93	70.07	80.58
同比增长 (%)		36.63	53.70	17.00	15.00	15.00

## 五，投资评级

受商务部有关“十二五”期间医药商业行业的规划纲领的引导，目前行业加快扩张和兼并重组力度，行业集中度将会进一步提高，国药控股作为医药商业行业的龙头企业，在全国网络布局的力度加大，形成覆盖全国大中城市的销售网络；公司为国药控股在北方地区的流通平台，在集团的战略定位中处于重要的地位，未来无论是商业方面还是工业方面都将得到集团公司的大力扶持，实现业绩的快速增长；我们预测11-13年国药股份的EPS分别为0.78元、0.91元、1.05元，对应的动态市盈率分别为21.7、18.7和16.2；综合考虑公司商业、工业及仓储物流的发展前景和医药商业板块的整体市盈率，给予公司30倍PE，目标价为23.4元，买入评级。

## 六，风险提示

公司毛利率持续下滑；国瑞药业整体搬迁进展低于预期；麻特药特许经营变动



图表 20：国药股份财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	2849	3232	3997	4710	<b>营业收入</b>	5918	6814	7716	8518
现金	1181	1286	1777	2276	营业成本	5395	6244	7063	7785
应收账款	937	1107	1249	1370	营业税金及附加	12	13	15	17
其他应收款	9	8	8	11	营业费用	106	109	120	132
预付账款	81	93	106	116	管理费用	97	102	116	128
存货	620	708	819	893	财务费用	23	-51	-63	-84
其他流动资产	22	30	38	43	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	544	523	503	483	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	61	70	81
固定资产	222	206	190	173	<b>营业利润</b>	368	458	536	620
无形资产	8	4	1	-3	营业外收入	35	29	29	31
其他非流动资产	108	107	107	106	营业外支出	4	2	2	3
<b>资产总计</b>	3393	3755	4500	5193	<b>利润总额</b>	399	485	563	648
<b>流动负债</b>	1592	1716	1986	2189	所得税	86	106	123	141
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	313	379	440	508
应付账款	966	1007	1147	1304	少数股东损益	3	5	5	6
其他流动负债	626	709	839	884	<b>归属母公司净利润</b>	310	375	435	502
<b>非流动负债</b>	458	388	423	406	<b>EBITDA</b>	409	425	492	555
长期借款	0	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	0.65	0.78	0.91	1.05
其他非流动负债	458	388	423	406					
<b>负债合计</b>	2050	2105	2409	2594	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	39	43	48	54	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	479	479	479	479	<b>成长能力</b>				
资本公积	58	58	58	58	营业收入	13.9%	15.1%	13.2%	10.4%
留存收益	768	1071	1506	2008	营业利润	35.0%	24.3%	17.2%	15.5%
归属母公司股东权益	1304	1607	2043	2545	归属于母公司净利润	36.8%	20.9%	16.1%	15.3%
<b>负债和股东权益</b>	3393	3755	4500	5193	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	8.8%	8.4%	8.5%	8.6%
					净利率(%)	5.2%	5.5%	5.6%	5.9%
					ROE(%)	23.8%	23.3%	21.3%	19.7%
					ROIC(%)	99.2%	71.8%	86.8%	100.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	60.4%	56.0%	53.5%	50.0%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.79	1.88	2.01	2.15
					速动比率	1.40	1.47	1.60	1.74
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.92	1.91	1.87	1.76
					应收账款周转率	6	6	6	6
					应付账款周转率	6.50	6.33	6.56	6.35
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.65	0.78	0.91	1.05
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	0.13	0.74	0.70
					每股净资产(最新摊薄)	2.72	3.36	4.27	5.31
					<b>估值比率</b>				
					P/E	27.37	22.63	19.50	16.91
					P/B	6.50	5.28	4.15	3.33
					EV/EBITDA	17	17	14	13

资料来源: 中航证券研究所

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。  
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。  
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

张绍坤, SAC执业证书号: S0640511010008, 南开大学经济学硕士, 2007年8月加入中航证券金融研究所, 从事消费行业的研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

公司地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦(518000)  
联系电话: 0755-83692635

公司网址: [www.avicsec.com](http://www.avicsec.com)  
传真: 0755-83688539

### 免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。