

医药商业

署名人: 周锐

S0960511020007

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 江琦

S0960110110023

0755-82026817

jiangqi@cjis.cn

6-12个月目标价: 15.00元

当前股价: 13.24元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2404.74
总股本(百万)	478
流通股本(百万)	277
流通市值(亿)	36
EPS	0.65
每股净资产(元)	2.72
资产负债率	60.41%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
国药股份	8.79	3.76	-17.59
医药生物	3.70	-0.76	-12.48
沪深300指数	2.52	7.84	-5.40



相关报告

- 国药股份-业绩略低预期, 毛利率继续降低空间有限, 长期依然看好 2011-10-27
- 国药股份-中期业绩略低于预期, 静待工业增长恢复, 长期依然看好 2011-08-09
- 国药股份-长期增长趋势不变, 低估值带来配置良机 2011-04-21

国药股份

600511

推荐

商业环境不会更坏, 业绩即将慢慢恢复

公司 2011 年实现归属于上市公司股东净利 2.71 亿, 同比下降 12.5%, 合 EPS0.57 元, 略低于我们的预期, 拟 10 股派 0.6 元

投资要点:

- **收入稳定增长; 毛利率的下降和投资收益减少带来净利润负增长:** 2011 年, 公司实现收入 70.42 亿, 同比增 19%; 营业利润 2.4 亿, 同比下降 34.8%; 利润总额 3.41 亿, 同比下降 14.4%; 归属于上市公司股东净利 2.71 亿, 同比下降 12.5%; **投资收益减少影响了利润增速, 预计未来联营企业的投资收益将继续保持快速增长:** 11 年投资收益的来源源于出售联环药业股票 413 万, 同比减少了 2600 万; 投资宜昌人福等获投资收益 6869 万, 增长 32%。
毛利率下降影响了利润增速, 随政策趋稳, 毛利率将逐步趋稳: 综合毛利率下降了 2.46%, 主要原因为商业毛利率的下降和碘成本的上升, 商业中总经总代产品的毛利率优势逐渐减弱, 受药品降价和招标政策等影响, 商业平均毛利率也有所下降。
- **医药商业收入稳定增长, 毛利率大幅下降; 工业、仓储物流收入均快速增长, 毛利率小幅上升。** 商业收入 67.9 亿, 增 19%, 毛利率 5.51%, 减 2.67%, 主要为总经总代产品毛利率下降; 工业收入 2 亿, 增 24.83%, 毛利率 42.88%, 增 2.07%; 仓储物流收入 1.04 亿, 增 21.09%, 毛利率 32.51%, 增 0.09%。
- **随着政策的逐步趋稳, 商业毛利率将趋稳, 公司商业部分将继续深化麻药业务、做大做强纯销业务, 拓展药房托管业务; 在工业方面以国瑞为平台做好特色制药工业。未来工业将继续保持快速的增长, 商业毛利率将趋稳, 投资收益也将持续快速增长, 业绩将出现恢复性增长。**
- **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。**
- **战略价值突出, 目前估值不高, 维持推荐评级:** 我们预测公司 12-14 年 EPS 分别为 0.65、0.77、0.89 元, 对应 P/E20、17、15 倍, 估值不高, 维持推荐评级。
- **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	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	7042	8294	9848	11699
收入同比(%)	19%	18%	19%	19%
归属母公司净利润	276	316	374	436
净利润同比(%)	-13%	15%	18%	16%
毛利率(%)	6.4%	7.0%	7.1%	7.3%
ROE(%)	18.2%	17.3%	17.0%	16.5%
每股收益(元)	0.57	0.65	0.77	0.89
P/E	23.58	20.53	17.40	14.94
P/B	4.30	3.55	2.95	2.46
EV/EBITDA	20	14	12	10

资料来源: 中投证券研究所

一、收入稳定快速增长；毛利率下降和投资收益减少影响了净利润增速

利润表基本数据解读：

国药股份 2011 年，实现收入 70.42 亿，同比增 19%；营业利润 2.4 亿，同比下降 34.8%；利润总额 3.41 亿，同比下降 14.4%；归属于上市公司股东净利 2.71 亿，同比下降 12.5%；

毛利率的下降影响了利润，随着商业政策环境见底，预计毛利率将趋稳：综合毛利率下降 2.46%，主要是商业毛利率下降 2.67%，总经总代品种 11 年在政策环境和竞争激烈的影响下，毛利率大幅下滑，基本接近普通药品的水平，优势不再；麻药分销毛利率稳定，增速也稳定；随着药品降价、招标政策等逐步趋于稳定，预计未来商业的毛利率也将趋于稳定。

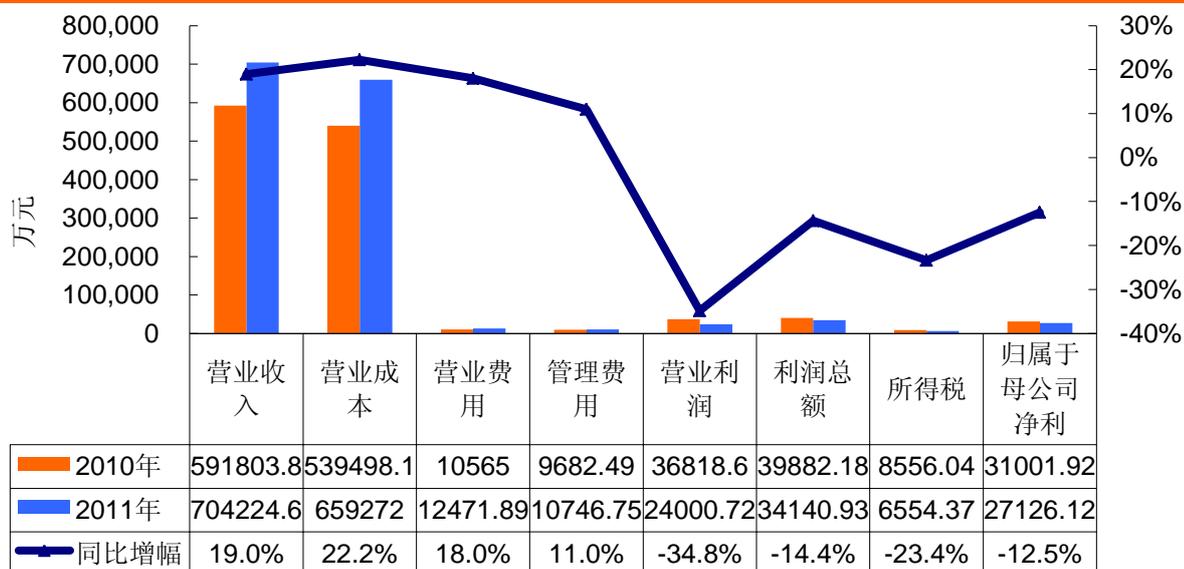
投资收益减少影响净利润，预计未来对联营企业的投资收益还将保持 25-30% 快速的增长，出售联环药业股票获得的投资收益具有不确定性：

11 年投资收益的来源：11 年投资收益的来源于出售联环药业股票 413 万，同比减少了 2600 万；投资宜昌人福等获投资收益 6869 万，同比增长 32%。

截止 11 年底，公司持有联环药业 247.6 万股，截止 2011 年 3 月 19 日账面价值 3154 万元，未来有望继续出售部分股票，获得投资收益。

公司持有宜昌人福 20% 的股权，宜昌人福经营情况良好，增长快，未来有望继续为公司投资收益快速增长做贡献。

图 1：国药股份 11 年年报主要盈利性指标变化



来源：国药股份年报、中投证券研究所

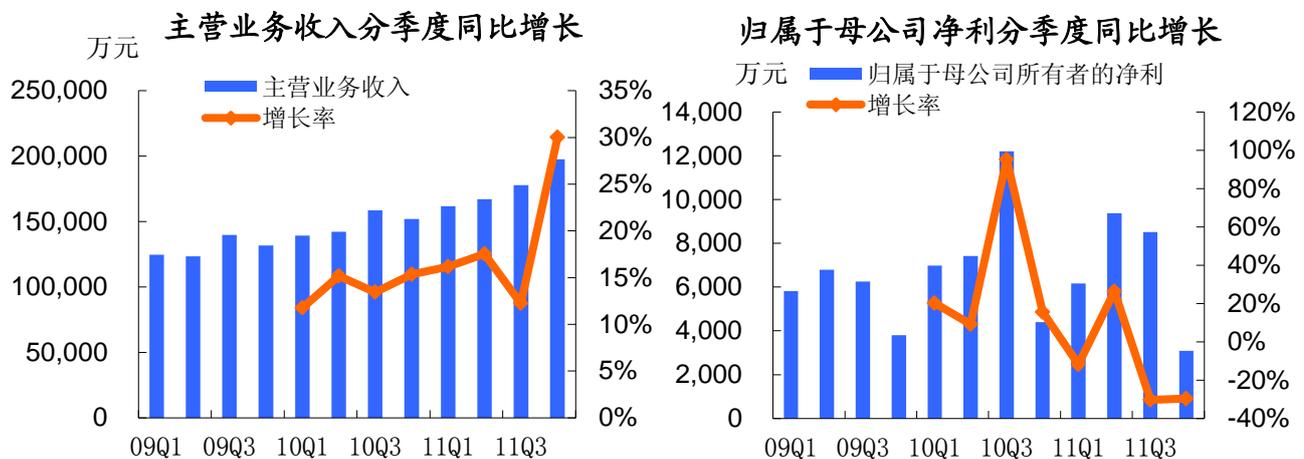
从季度数据来看,4 季度收入同比增长 30%,成本增长 37%,净利润减少 30%。

表 1: 国药股份的季度盈利性数据

财务指标(万)	10 年 1Q	10 年 2Q	10 年 3Q	10 年 4Q	11 年 1Q	11 年 2Q	11 年 3Q	11 年 4Q	4Q 环比	4Q 同比
营业总收入	139272	142101	158508	151923	161792	167033	177910	197489	11.0%	30.0%
营业成本	126153	129142	143657	140547	148607	154130	164015	192519	17.4%	37.0%
营业费用	2138	2537	2486	3403	2470	2624	2891	4487	55.2%	31.9%
管理费用	2313	1792	2003	3574	2351	2349	1965	4082	107.7%	14.2%
财务费用	766	432	487	599	734	818	-18	468	-2744.5%	-21.8%
营业利润	8826	9363	12508	6122	7883	9317	9826	-3026	-130.8%	-149.4%
利润总额	8826	9611	15307	6138	7829	11828	11010	3475	-68.4%	-43.4%
所得税	1775	2050	3013	1719	1515	2365	2440	235	-90.4%	-86.3%
归属于母公司净利润	6986.6	7417.48	12201.79	4396.03	6161.83	9368.3	8504.8	3091	-63.7%	-29.7%
EPS	0.15	0.15	0.25	0.09	0.13	0.20	0.18	0.06	-66.7%	-33.3%
毛利率	9.4%	9.1%	9.4%	7.5%	8.1%	7.7%	7.8%	2.5%	-5.3%	-5.0%
营业费用率	1.5%	1.8%	1.6%	2.2%	1.5%	1.6%	1.6%	2.3%	0.6%	0.0%
管理费用率	1.7%	1.3%	1.3%	2.4%	1.5%	1.4%	1.1%	2.1%	1.0%	-0.3%
营业利润率	6.3%	6.6%	7.9%	4.0%	4.9%	5.6%	5.5%	-1.5%	-7.1%	-5.6%
实际所得税率	20.1%	21.3%	19.7%	28.0%	19.3%	20.0%	22.2%	6.8%	-15.4%	-21.2%

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 11 年分季度收入、净利增长



来源: 国药股份年报、中投证券研究所

二、11 年商业压力较大, 预计未来商业将逐步趋稳; 工业将继续保持快速增长

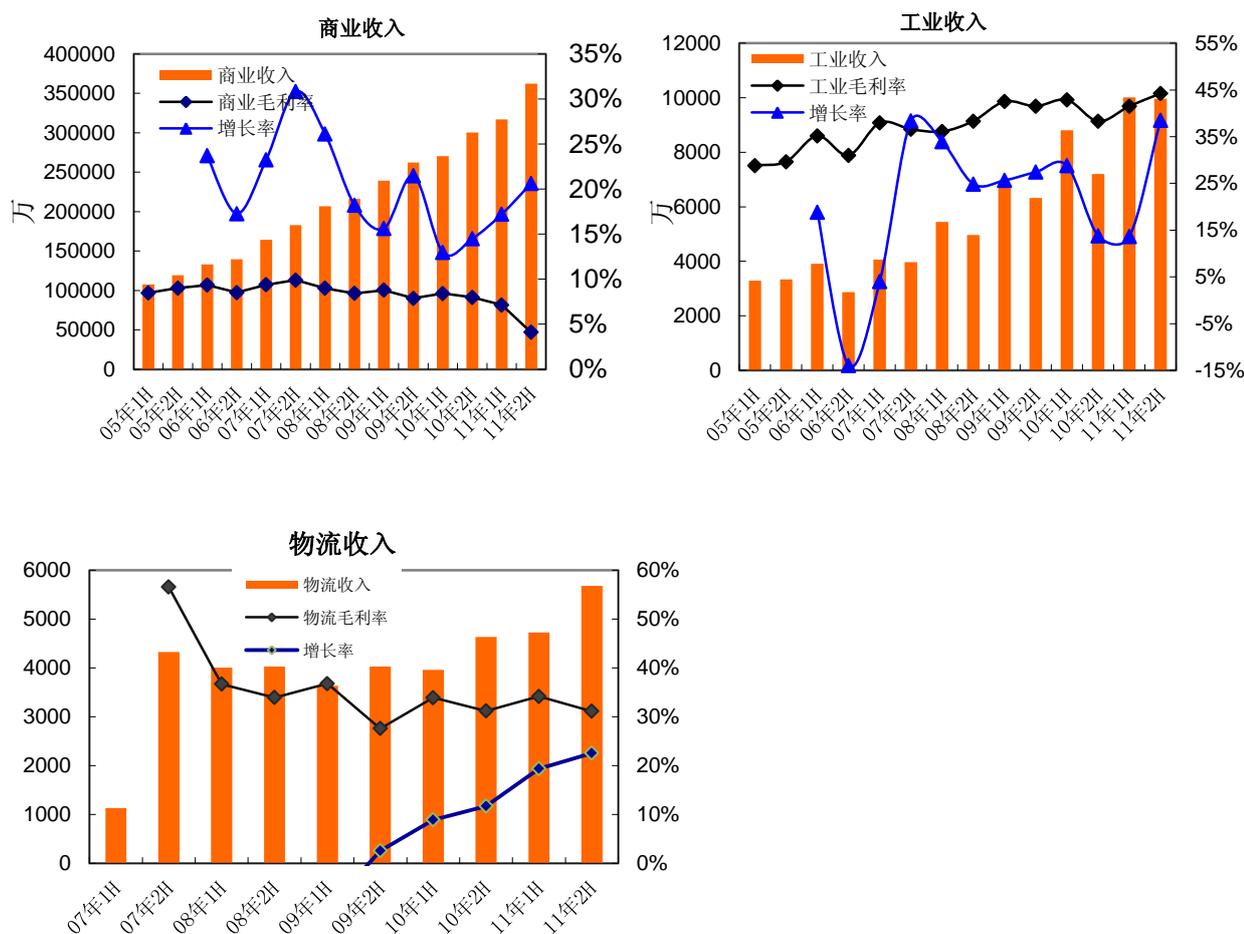
医药商业业务: 11 年全年增速保持 19%, 其中上半年增长 17%, 下半年增长

21%。其中麻药总经销收入增长约 20%，保持快速增长；总经总代品种和一般药品收入增长较快，但毛利率下降较多。

医药工业业务：11 年全年增速 24.83%，其中上半年增速 13%，下半年增速 38%。

物流业务：收入增长 21%，毛利率小幅提高 0.09%，维持稳定快速增长。

图 3：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

从参股公司情况来看，公司参股 20%的宜昌人福的利润增长快速，收入同比增长 29%，利润同比增长 34%，前景口腔开始贡献投资收益。

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	08 年 (万)	09 年 (万)	10 年 (万)	11 年 (万)	增加额 (万)
国药前景口腔	39%	145	56	-82	136.5	218.5
青海制药集团	47.10%	1045	1035	798	702	-96
宜昌人福药业	20%	1338	2297	4493	6197.8	1704.8

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

三、战略价值依旧，维持推荐评级

作为国控回归最有可能的平台，公司的战略价值依旧。

公司将继续深化主业：做深做透麻特药流通领域业务；做大做强医药纯销领域业务；快速发展特色制药工业；积极开发新的药房托管和药事管理的模式和业务。

我们认为未来麻药经销业务将保持快速增长，纯销业务、总经总代业务收入也将保持快速增长，毛利率逐步趋稳，未来商业业务将保持 15-20% 的增长；国瑞将带动工业业务快速发展。同时不排除公司利用资本平台，实现企业快速增长的可能性。

我们预测 12-14 年的 EPS 为 0.65、0.77、0.89 元。对应 P/E20、17、15 倍，估值不高，维持推荐评级。

表 3 国药股份分类数据及预测

产品分类	2011	2012E	2013E	2014E
商业销售	679367	733258	936734	1214698
毛利率	5.51%	5.91%	5.93%	6.03%
物流收入	10400	12584	15353	18730
毛利率	32.51%	31.00%	31.00%	31.00%
工业销售	19978	24972	31215	39019
毛利率	42.9%	43.0%	43.0%	43.0%
合计	704225	829443	984843	1169875
毛利率	5.51%	7.02%	7.10%	7.26%

数据来源：中投证券研究所

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—2011 年连续 5 年在新财富最佳分析师评选中入围和上榜, 2008 年和 2011 年在卖方分析师水晶球奖中获得第 2 名; 2010 年和 2011 年财经风云榜最佳证券分析师; 团队成员余文心获得 2011 年度医药信息达人称号(证券行业唯一一个);

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, 医药行业分析师, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 2 年证券行业从业经验, 负责中药研究;
余文心, 医药行业分析师, 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, 医药行业分析师, 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, 负责生物制药及医药流通研究;
王威, 医药行业分析师, 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。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(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, 本报告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。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

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