

**医药商业**

署名人: 周锐

S0960511020007

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 江琦

S0960512080008

021-62178410

jiangqi@cjis.cn

**6-12个月目标价:** 18.00元

当前股价: 14.49元

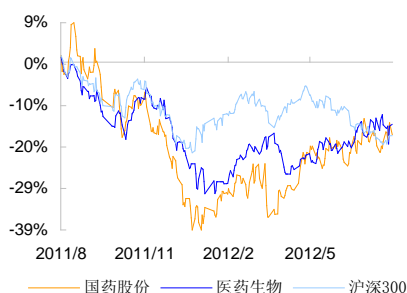
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2136.08
总股本(百万)	478
流通股本(百万)	277
流通市值(亿)	40
EPS	0.57
每股净资产(元)	3.11
资产负债率	56.84%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
国药股份	-0.28	5.15	25.71
医药生物	1.56	9.90	15.30
沪深300指数	-0.67	-9.70	-5.12



**相关报告**

国药股份-商业环境不会更坏,业绩即将慢慢恢复 2012-03-20

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**

**600511**

**推荐**

**商业环境见底,公司经营正在改善**

公司公布12年中报,实现收入41.3亿,同比增25.6%,净利1.69亿,同比增8.6%,EPS0.35元,符合预期。

**投资要点:**

- **收入增速较快;受经营碘亏损影响,营业利润下滑;经营状况见底正在改善:** 2012年中期,公司实现收入41.3亿,同比增25.6%;营业利润1.4亿,同比下降18%,(扣除碘亏损影响,同比增12.6%);利润总额2.14亿,同比增9%;归母公司净利1.69亿,同比增8.6%;
- **营业费用率、管理费用率提升、财务费用率下降:** 营业费用同比增长47.8%,费用率增长0.27个百分点;管理费用增32%,费用率增0.07个百分点,财务费用下降8.2%。三项费用率整体增长0.22个百分点。预计后续将平稳,财务费用率继续下降。
- **医药商业收入快速增长,毛利率小幅下降;工业、仓储物流收入均平稳增长,毛利率小幅上升。** 商业收入40.5亿,增27.71%,毛利率5.15%,减1.99%,毛利率下降预计主要为碘经营影响;工业收入1.18亿,增18%,毛利率47.57%,增6.04%;仓储物流收入5456万,增15%,毛利率32.1%,减2.07%。
- **商业未来发展向好:经营层面,** 商业部分纯销占比增加,注重麻药分销,和国大药房、辉瑞合作意在布局未来医药分开,发展趋势向好; **商业环境,** 政策告一段落,未来毛利率将稳定,降息降低财务费用,环境好转。
- **工业方面,国瑞和参股公司均向好:** 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。参股宜昌人福继续快速增长35%,趋势可持续;国药前景口腔增长118%,基数较小;青海制药增长15%。
- **未来定位:** 公司未来作为国控的唯一商业平台定位已定,是未来国控回归A股最可能的选择平台,战略价值突出。
- **投资建议:** 商业环境好转,经营向好,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/E22、19、16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%	17.6%	17.5%	17.2%
每股收益(元)	0.57	0.65	0.77	0.89
P/E	25.58	22.27	18.87	16.20
P/B	4.66	3.92	3.29	2.78
EV/EBITDA	22	15	13	11

资料来源:中投证券研究所

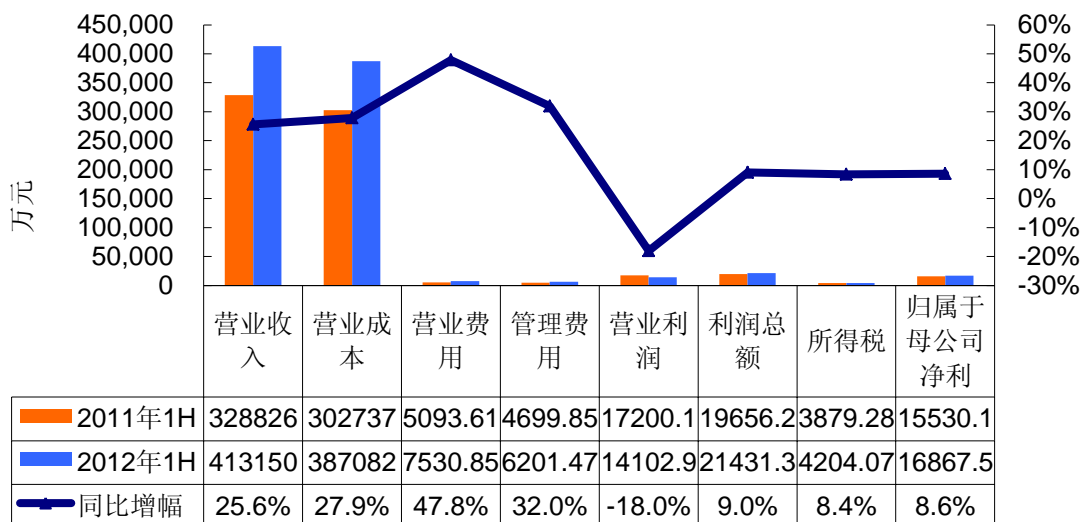
## 一、财务数据解读：收入增速较快；毛利率下降，费用率上升

利润表基本数据解读——收入增速较快；受经营碘亏损影响，营业利润下滑；

2012 年中期，公司实现收入 41.3 亿，同比增 25.6%；营业利润 1.4 亿，同比下降 18%，（扣除碘亏损影响，同比增 12.6%）；利润总额 2.14 亿，同比增 9%；归母公司净利 1.69 亿，同比增 8.6%；

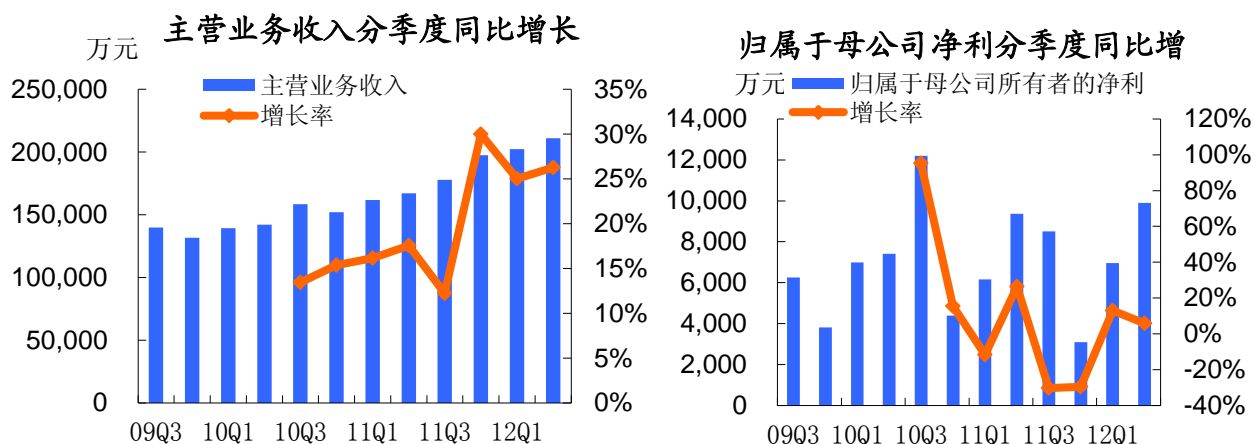
费用率总体提升，营业费用率、管理费用率提升、财务费用率下降：营业费用同比增长 47.8%，费用率增长 0.27 个百分点；管理费用增 32%，费用率增 0.07 个百分点，财务费用下降 8.2%。三项费用率整体增长 0.22 个百分点。预计后续将平稳，财务费用率继续下降。

图 1：国药股份主要盈利性指标变化



来源：国药股份年报、中投证券研究所

图 2：国药股份分季度收入、净利增长



来源：国药股份年报、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)	10年3Q	10年4Q	11年1Q	11年2Q	11年3Q	11年4Q	12年1Q	12年2Q	2Q环比	2Q同比
营业总收入	158508	151923	161792	167033	177910	197489	202264	210886	4.3%	26.3%
营业成本	143657	140547	148607	154130	164015	192519	188983	198098	4.8%	28.5%
营业费用	2486	3403	2470	2624	2891	4487	3422	4109	20.1%	56.6%
管理费用	2003	3574	2351	2349	1965	4082	2283	3918	71.6%	66.8%
财务费用	487	599	734	818	-18	468	514	910	77.1%	11.2%
营业利润	12508	6122	7883	9317	9826	-3026	7735	6368	-17.7%	-31.7%
利润总额	15307	6138	7829	11828	11010	3475	9176	12255	33.5%	3.6%
所得税	3013	1719	1515	2365	2440	235	1978	2226	12.6%	-5.8%
归属于母公司净利润	12201.79	4396.03	6161.83	9368.3	8504.77	3091.2	6960.6	9907	42.3%	5.7%
EPS	0.25	0.09	0.13	0.20	0.18	0.06	0.15	0.21	40.0%	5.0%
毛利率	9.4%	7.5%	8.1%	7.7%	7.8%	2.5%	6.6%	6.1%	-0.5%	-1.7%
营业费用率	1.6%	2.2%	1.5%	1.6%	1.6%	2.3%	1.7%	1.9%	0.3%	0.4%
管理费用率	1.3%	2.4%	1.5%	1.4%	1.1%	2.1%	1.1%	1.9%	0.7%	0.5%
营业利润率	7.9%	4.0%	4.9%	5.6%	5.5%	-1.5%	3.8%	3.0%	-0.8%	-2.6%
实际所得税率	19.7%	28.0%	19.3%	20.0%	22.2%	6.8%	21.6%	18.2%	-3.4%	-1.8%

资料来源: 国药股份历年报表、中投证券研究所

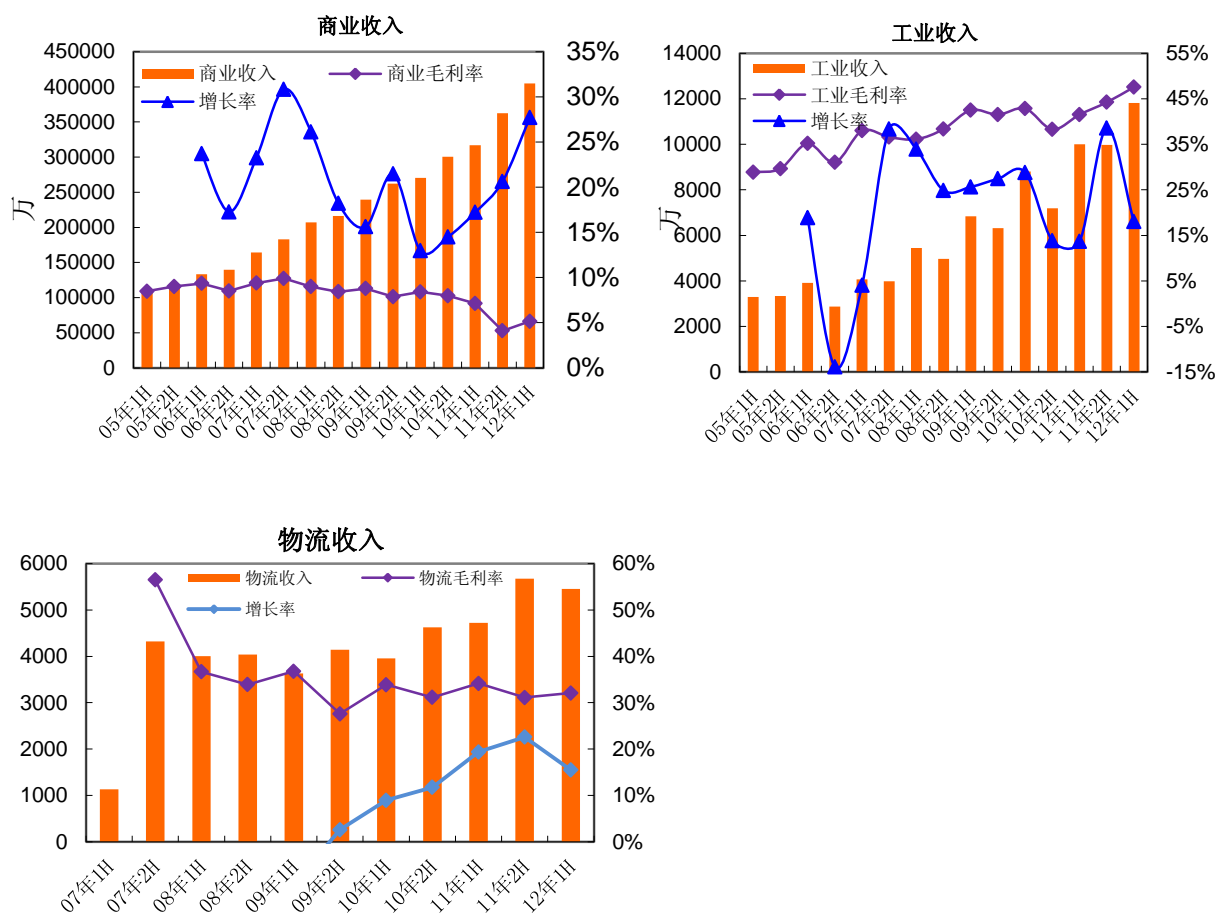
## 二、商业业务见底，预计将回升；工业业务向好

医药商业收入快速增长，毛利率小幅下降：商业收入 40.5 亿，增 27.71%，毛利率 5.15%，减 1.99%。毛利率下降预计主要为碘经营影响，分业务来看预计纯销毛利率 6.3%，(不含碘 8.4%)、调拨 4-5%(麻药超过 14%)，毛利率基本稳定，下降概率小；

工业、仓储物流收入均平稳增长，毛利率小幅上升。工业收入 1.18 亿，增 18%，毛利率 47.57%，增 6.04%；仓储物流收入 5456 万，增 15%，毛利率 32.1%，减 2.07%。

工业方面，国瑞和参股公司均向好：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。参股宜昌人福继续快速增长 35%，趋势可持续；国药前景口腔增长 118%，基数较小；青海制药增长 15%。

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

参股宜昌人福继续快速增长 35%，趋势可持续；国药前景口腔增长 118%，基数较小；青海制药增长 15%。

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)	11年1H(万)	12年1H(万)	增加额(万)
国药前景口腔	39%	145	56	-82	136.5	87	190	103
青海制药集团	47.10%	1045	1035	798	702	443	508	65
宜昌人福药业	20%	1338	2297	4493	6197.8	2921	3948	1027

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

**未来定位：**公司未来作为国控的唯一商业平台定位已定，是未来国控回归 A 股最可能的选择平台，战略价值突出。

**商业未来发展向好：**经营层面，商业部分纯销占比增加，注重麻药分销，和国大药房、辉瑞合作意在布局未来医药分开，发展趋势向好；商业环境，政策告一段落，未来毛利率将稳定，降息降低财务费用，环境好转。

**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。**

**投资建议：**商业环境好转，经营向好，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/E22、19、16 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	2011A	2012E	2013E	2014E
商业销售	678897.05	804470.50	953627.75	1130855.91
毛利率	5.80%	5.91%	5.93%	6.03%
物流收入	10400.20	12584.24	15352.78	18730.39
毛利率	32.51%	31.00%	31.00%	31.00%
工业销售	19977.60	24972.00	31215.00	39018.75
毛利率	42.88%	43.00%	43.00%	43.00%
合计	704224.59	829442.50	984842.75	1169874.66
毛利率	6.38%	7.02%	7.10%	7.26%

数据来源：中投证券研究所

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	2947	2871	3360	3923
现金	582	588	741	814
应收账款	1339	1308	1553	1845
其他应收款	90	106	126	150
预付账款	70	82	98	116
存货	761	768	820	972
其他流动资产	103	19	23	27
<b>非流动资产</b>	605	479	505	527
长期投资	220	220	220	220
固定资产	216	250	278	302
无形资产	8	7	6	4
其他非流动资产	161	3	2	1
<b>资产总计</b>	3552	3351	3865	4450
<b>流动负债</b>	1673	1530	1704	1892
短期借款	0	50	50	50
应付账款	1196	1003	1098	1193
其他流动负债	477	478	557	649
<b>非流动负债</b>	346	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	346	0	0	0
<b>负债合计</b>	2019	1530	1704	1892
少数股东权益	44	49	55	62
股本	479	479	479	479
资本公积	43	43	43	43
留存收益	967	1250	1585	1974
归属母公司股东权益	1489	1772	2106	2496
<b>负债和股东权益</b>	3552	3351	3865	4450

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	-371	-97	170	93
净利润	276	316	374	436
折旧摊销	20	20	24	28
财务费用	20	4	8	8
投资损失	-73	-74	-74	-76
营运资金变动	-647	-175	-175	-318
其他经营现金流	34	-188	13	16
<b>投资活动现金流</b>	-371	86	24	26
资本支出	59	50	50	50
长期投资	-5	-33	0	0
其他投资现金流	-316	103	74	76
<b>筹资活动现金流</b>	-239	-32	-90	-96
短期借款	0	50	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-15	0	0	0
其他筹资现金流	-225	-82	-90	-96
<b>现金净增加额</b>	-629	-44	103	22

**利润表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	7042	8294	9848	11699
营业成本	6593	7712	9149	10849
营业税金及附加	10	12	17	20
营业费用	125	141	158	199
管理费用	107	124	148	175
财务费用	20	4	8	8
资产减值损失	20	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	73	74	74	76
<b>营业利润</b>	240	376	444	524
营业外收入	102	35	35	35
营业外支出	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	341	411	479	559
所得税	66	94	105	123
<b>净利润</b>	276	316	374	436
少数股东损益	5	5	6	8
<b>归属母公司净利润</b>	271	312	368	428
<b>EBITDA</b>	280	399	475	559
<b>EPS (元)</b>	0.57	0.65	0.77	0.89

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	19.0%	17.8%	18.7%	18.8%
营业利润	-34.8%	56.5%	18.2%	18.0%
归属于母公司净利润	-12.5%	14.9%	18.0%	16.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率	6.4%	7.0%	7.1%	7.3%
净利率	3.9%	3.8%	3.7%	3.7%
ROE	18.2%	17.6%	17.5%	17.2%
ROIC	30.3%	35.7%	36.1%	33.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	56.8%	45.7%	44.1%	42.5%
净负债比率				
流动比率	1.76	1.88	1.97	2.07
速动比率	1.30	1.37	1.49	1.56
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	2.03	2.40	2.73	2.81
应收账款周转率	6	6	7	7
应付账款周转率	6.10	7.02	8.71	9.47
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.65	0.77	0.89
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.77	-0.20	0.35	0.19
每股净资产(最新摊薄)	3.11	3.70	4.40	5.21
<b>估值比率</b>				
P/E	25.58	22.27	18.87	16.20
P/B	4.66	3.92	3.29	2.78
EV/EBITDA	22	15	13	11

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—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

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

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

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