

国药股份（600511）：商业回暖，看好 工业发展及麻药投资

当前价格：14.71元
目标价格：-元
目标期限：6个月
评级：增持

研究员：何筱微
执业证书编号：S0910510120001
电话：021-62448067
Email: hexiaowei@casstock.com

研究支持：吴琳
电话：021-62442039
Email: wulin@casstock.com

事件：

近期我们对国药股份进行了实地调研，就我们关注的公司商业发展现状及未来工业发展前景等问题，与公司相关人员进行了交流。

分析和评论：

1、医药商业已到底部，回暖迹象显现

公司的商业形式主要有三种：直销、分销和麻特。

直销：仅针对北京医药市场，在北京区域直销到医院、诊所、社区等，还有零售小终端，直销到药房。目前，公司在北京市二级及二级以上亿元覆盖率 100%，一级医院、社区及诊所覆盖率 85%以上。直销的毛利率略高于分销，未来公司随着医改及新农合而深耕北京医疗市场，直销收入占比有望进一步提升。

分销：针对全国省市级商业客户，提供高端品种的医药商业服务。公司在全国各地派有驻地代表或办事处，与上下游客户实现无缝对接。公司现已承接辉瑞制药、住友制药、纽迪西亚、罗氏制药等供应商的国内分销业务，拥有全国 400 余家二级分销商渠道，可覆盖全国各级医院及零售药店。由于部分外资或合资品种在华销售已较为成熟，分销投入缩减，加上药品降价对分销业务影响较为严重，像去年大扶康和美平降价严重影响公司收益，我们认为在目前行业背景下，公司分销业务发展将放缓。

麻特：全国性麻醉药品和第一类精神药品批发，市场绝对龙头，全国仅有国药股份、上海医药和重庆医药拥有全国一级批发经营资质。麻特的收入占比约占 20-25%，其毛利率相对较高，一般在 10-14%。麻特增长基本稳定，我们认为今年有望保持 25-28%的幅度增长。

在经历去年几次大规模药品降价后，医药商业企业的毛利率普遍下降，行业面临新一轮洗牌。部分弱小性企业被迫关闭，而部分中端企业则处于观望或被收购等状态，大型企业相对成本抗压能力较强，趁此时机加快收购步伐，抢占市场，行业集中度提高。考虑到目前商业企业生存现状，类似去年的全国范围内的大规模药品降价可能性较小，但仍存在部分药品品种的降价政策出台，因此我们判断，医药商业行业已到底部，未来有望逐渐回暖。

公司在商业领域具有较强的实力，去年商业收入近 70 亿。今年一季度分销增长 18%，较去年已有好转，二季度同样表现良好，上半年商业收入较去年同期增长 27.71%。结合商业行业目前状况，我们认为公司今年下半年商业领域将会保持一个良好的发展态势。

2、公司大力支持国瑞发展，工业前景看好

公司的医药工业是指控股子公司国瑞药业，国瑞主要生产经营抗生素类、心脑血管类等相关产品，其中两个重要产品克林霉素磷酸酯和依达拉奉因产品竞争力较强，近年来销售情况良好，工业收入增速都保持在 20%以上，毛利率在 40%左右。除现有品种以外，公司还将甄选有竞争力的品种，无水乙醇是其中一个规模过亿的大品种，目前在待批阶段，我们预计该产品明年可贡献业绩。

2011 年 5 月启动的退城进园项目，将把国瑞打造为国药股份的工业平台。该项目的启动除了利于工业生产线拓展外，政府扶持力度也将加大，存在税收减免的可能。该项目计划 2013 年年底投产，预计到 2016 年可实现工业销售收入 10 亿元，利润达 2 亿元。2011 年工业收入近 2 亿元，要实现 10 亿元的目标，工业增速必须加快，这也就需要公司有更多的优质品种来促增，而品种增加的有可能是通过并购获得。由于公司对麻药产品及该产业上下游较为熟悉，加上之前投资的宜昌人福较为成功，因此，会比较倾向麻药。而国瑞目前产品有抗生素类及心脑血管类，因此原料药方面可能也是公司并购对象。另外，公司也不排除增加治疗性、专科类或其他有竞争力的品种，像市场较大的过敏性药物等。

总之，在国药集团医药未来要将商业整合到国药控股的背景下，国药股份除了依然发展商业之外，会大力支持发展工业方面。我们期待公司在工业方面的突破。

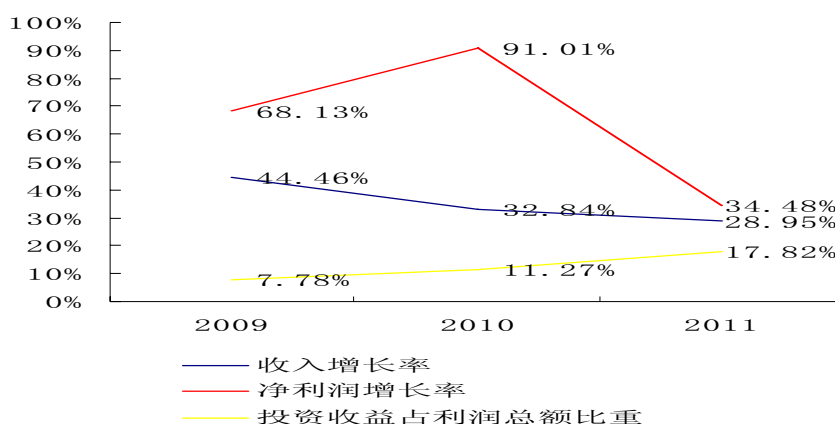
3、参股上游麻醉药生产企业，分享行业高景气

公司在 2004 年通过参股青海制药 47.1%股权和宜昌人福 20%股权，从而进入麻醉药品生产领域，使公司加强麻醉药品生产和销售的密切合作关系，进而巩固公司麻醉药品、一

类精神药品的总经销地位，提高盈利能力。

青海制药和前景口腔两家子公司的投资收益近年来都是负增长状态，而公司因参股宜昌人福获得了较大的投资收益，2011 年仅该公司的投资收益就为 6083 万元。收益高速增长的原因除了麻药毛利率较高以外，麻药行业近年来的高景气度也是助力。宜昌人福在 2009 年-2011 年营业收入分别为 6.03 亿元、8.01 亿元和 10.32 亿元，分别同比增长 44.46%、32.84%和 28.95%；净利润分别为 1.21 亿元、2.31 亿元和 3.1 亿元，分别同比增长 68.13%、91.01%和 34.48%；宜昌人福投资收益占国药股份利润总额比重分别为 7.78%、11.27%和 17.82%。

图表 1：近年来宜昌人福营业收入、净利润增长及投资收益比重



资料来源：人福公司年报，航天证券研发部

据了解，麻醉用药主要包含镇静催眠药、麻醉药、麻醉镇痛药和肌松药，主要子行业是麻醉药和麻醉镇痛药。行业近 5 年复合增长率在 25%以上，高于药品行业均值。麻醉药是目前最大的子行业，规模约 30 亿元以上，麻醉镇痛药目前规模仅 10 几亿元，仍有较大的发展空间。由于宜昌人福主攻麻醉镇痛药，因此，近年来正值行业高景气时期。虽然宜昌人福去年增速下滑，但随着未来手术量的增长及用药领域拓展，以及宜昌人福在麻药的龙头地位，我们认为未来超行业增速发展可期。作为宜昌人福的第二大股东，国药股份将共同受益。

4、业绩增长有望逐渐趋好，给予增持评级

由于国药控股将是国药集团唯一的商业上市平台，公司存在未来 4 年退市预期，由于时间不确定，目前我们暂不考虑退市问题。公司商业方面预计将会好于 2011 年，毛利率因药品降价问题可能还会存在一定压力。工业方面未来有几个新品种将陆续上市，加上退城进园将为公司工业带来重大发展机会，预计公司业绩明年起将有明显改善。我们预测未来

三年公司营业收入增速均在 20%以上，2012 年-2014 年 EPS 分别为 0.66 元、0.76 元和 0.97 元，对应 PE 为 22、19、15 倍，目前估值合理，我们看好公司发展前景，给予增持评级。

5、风险提示

商业毛利率持续下降；工业进展达不到预期；整合进展不确定。

财务报表预测

利润表 (百万元)

	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	7042	8725	10500	12625
营业成本	6593	8146	9713	11658
毛利	450	579	787	967
% 营业收入	6.4%	6.6%	7.5%	7.7%
营业税金及附加	10	12	15	18
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
销售费用	125	174	210	253
% 营业收入	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用	107	131	157	189
% 营业收入	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
财务费用	20	29	35	42
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
资产减值损失	20	17	18	21
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	73	81	105	137
营业利润	240	296	457	580
% 营业收入	3.4%	3.4%	4.3%	4.6%
营业外收支	101	100	0	0
利润总额	341	396	457	580
% 营业收入	4.8%	4.5%	4.3%	4.6%
所得税费用	66	75	87	110
净利润	276	321	370	470
归属于母公司所有者的净利润	271.3	315.7	363.9	462.6
少数股东损益	5	5	6	8
EPS (元/股)	0.57	0.66	0.76	0.97

现金流量表 (百万元)

	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流净额	-371	364	374	429
取得投资收益收回现金	21	0	0	0
长期股权投资	-17	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-59	-30	-30	-30
其他	57	0	0	0
投资活动现金流净额	-19	-30	-30	-30
债券融资	0	0	0	0
股权融资	1	0	0	0
银行贷款增加(减少)	0	80	-22	-6
筹资成本	106	-124	-144	-181
其他	-346	0	0	0

资产负债表 (百万元)

	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	582	872	1050	1263
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1429	1771	2131	2563
存货	761	936	1116	1339
预付账款	70	89	107	128
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	2947	3791	4545	5457
可供出售金融资产	28	28	28	28
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	220	301	406	543
投资性房地产	5	5	5	5
固定资产合计	220	231	241	250
无形资产	8	7	6	5
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	16	3	3	4
其他非流动资产	108	216	324	433
资产总计	3552	4582	5559	6725
短期贷款	0	80	58	52
应付款项	1513	1861	2219	2663
预收账款	20	26	31	38
应付职工薪酬	28	33	39	47
应交税费	62	72	83	105
其他流动负债	50	59	70	85
流动负债合计	1673	2131	2501	2990
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	346	692	1038	1384
负债合计	2019	2823	3539	4374
归属于母公司所有者权益	1489	1710	1965	2289
少数股东权益	44	49	55	63
股东权益	1533	1759	2020	2351
负债及股东权益	3552	4582	5559	6725

基本指标

	2011	2012E	2013E	2014E
EPS	0.567	0.659	0.760	0.966
BVPS	3.11	3.57	4.10	4.78
PE	35.64	30.62	26.56	20.90
PEG	1.83	1.57	1.36	1.07
PB	6.49	5.65	4.92	4.22

筹资活动现金流净额	-239	-44	-166	-187	EV/EBITDA	32.45	25.69	16.92	13.12
现金净流量	-629	290	177	213	ROE	18.2%	18.5%	18.5%	20.2%

具备证券投资咨询业务资格的说明:

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 航天证券有限责任公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

投资评级说明:

—报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准

—股票投资评级标准:

买入: 相对强于基准表现 20%以上

增持: 相对强于基准表现 10~20%

中性: 相对基准表现在-10%~+10%之间波动

减持: 相对弱于基准表现 10%以下

—行业投资评级标准:

看好: 行业超越基准整体表现

中性: 行业与基准整体表现持平

看淡: 行业弱于基准整体表现

免责声明:

本报告版权归“航天证券”所有, 未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“航天证券”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何形式的担保。

风险提示:

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。投资者对其投资行为负完全责任, 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。

航天证券有限责任公司

地址: 上海市曹杨路 430 号

电话: 021-62446688

网址: www.casstock.com