

医药商业

署名人: 江琦

S0960512080008

021-62178410

jiangqi@cjis.cn

署名人: 周锐

S0960511020007

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

6-12 个月目标价: 23.00 元

当前股价: 18.29 元

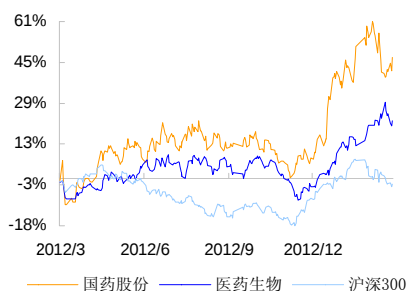
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2317.37
总股本(百万)	478
流通股本(百万)	277
流通市值(亿)	50
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	-5.04	36.49	32.06
医药生物	2.68	25.86	15.35
沪深 300 指数	-2.81	10.08	16.20



相关报告

国药股份-商业环境见底, 公司经营正在改善 2012-08-16

国药股份

600511

推荐

业绩增速恢复, 重新进入增长轨道可期

公司公布年报, 2012 年实现归属于上市公司股东净利 3.36 亿, 同比增长 23.8%, 合 EPS0.7 元, 完全符合我们的预期, 拟 10 股派 2.2 元

投资要点:

- 收入稳定增长; 毛利率小幅提升, 碘补贴权责发生制计入当期营业外收入带来利润增速略高于收入: 2012 年, 公司实现收入 85.9 亿, 同比增 22%; 营业利润 2.93 亿, 同比增长 22.1%; 利润总额 4.23 亿, 同比增长 24%; 归属于上市公司股东净利 3.36 亿, 同比增长 23.8%; 扣非后净利 3.29 亿, 同比增 30%。
毛利率小幅提升、三项费用率有所增长: 工业、商业毛利率均提升带来整体毛利提升 0.23 个百分点, 三项费用率增长 0.28 点, 其中营业费用率提升 0.17 点、管理费用率提升 0.05 点、财务费用率提升 0.06 点。预计毛利率还有小幅提升趋势。
碘补贴以权责发生制计入营业外收入 1.3 亿, 增长 28.6%, 带动利润增长。
现金流出现好转: 经营活动现金流净额 1.86 亿, 较上期-3.7 亿出现大幅好转。
- 分业务来看, 商业收入增速加快, 毛利率小幅提升 0.05 点; 工业收入增速稳定, 毛利率提升 5.55 点; 仓储物流增速放缓; 投资收益保持较稳定增速。
商业: 收入 84.5 亿, 增 24.4%, 毛利率 5.57%, 增 0.05 点, 公司加强精麻药物一级分销、加强北京地区直销, 开发新终端客户等, 推动商业恢复增速, 可持续;
工业: 收入 2.36 亿, 增 18.23%, 毛利率 48.43%, 营销改善, 增速有望加快;
仓储物流: 收入 1.13 亿, 增 8.98%, 毛利率 31.17%, 增速放缓, 毛利稳定。
子、参股公司中: 前景口腔净利 733 万, 增长 109%, 较快; 青海制药净利 1741 万, 增 16.8%; 宜昌人福净利 3.83 亿, 增 23.6%, 维持了稳定快速增长。
- 商业政策趋稳行业环境改善, 公司商业定位继续深化麻药业务、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, 改善营销挖掘现有品种, 推动无水乙醇等新品种申报。业绩增长具有持续性。
- 成为国控回归 A 股的平台战略价值突出, 业绩增长有持续性, 估值便宜, 建议积极配置: 预计 13-15 年 EPS 为 0.87、1.1、1.31 元, 对应 P/E21、17、14 倍, 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。

2015E

16609
25%
641
20%
6.8%
18.6%
1.31
14.13
2.63
12

一、收入稳定增长；毛利率小幅提升，碘补贴权责发生制计入当期营业外收入带来利润增速略高于收入

利润表基本数据解读：

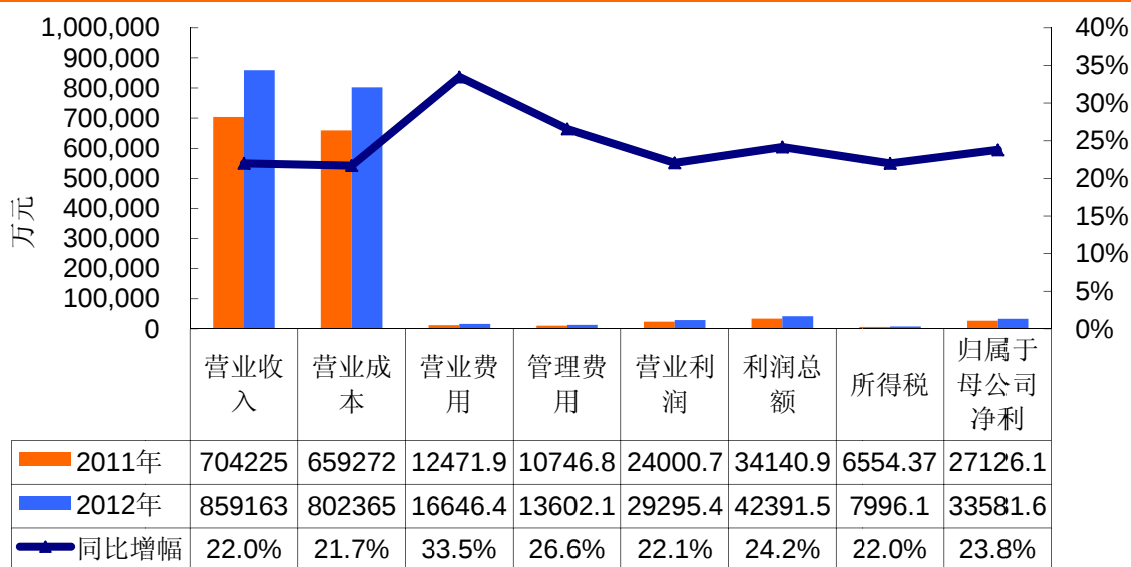
国药股份 2012 年，2012 年，公司实现收入 85.9 亿，同比增 22%；营业利润 2.93 亿，同比增长 22.1%；利润总额 4.23 亿，同比增长 24%；归属于上市公司股东净利 3.36 亿，同比增长 23.8%；扣非后净利 3.29 亿，同比增 30%。

毛利率小幅提升，随着商业政策环境改善，预计未来毛利率还将继续小幅提升：综合毛利率提升 0.23 个百分点，其中商业毛利率提升 0.05 个百分点，主要为麻药分销增速较快、同时北京地区直销和其他终端客户增速较快，预计未来毛利率还将小幅提升。工业毛利率提升 5.55 个百分点，工业主要品种为依达拉奉、克林霉素磷酸酯，其中倍他司汀增速较快，二甲双胍老品种新挖掘，增速也有可能加快，工业增速有望加快。

投资收益增长稳定，参股公司表现稳定较好：

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。前景口腔增长快速、青海制药继续稳定增长。前景口腔净利 733 万，增长 109%，较快；青海制药净利 1741 万，增 16.8%；宜昌人福净利 3.83 亿，增 23.6%，维持了稳定快速增长。

图 1：国药股份 12 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

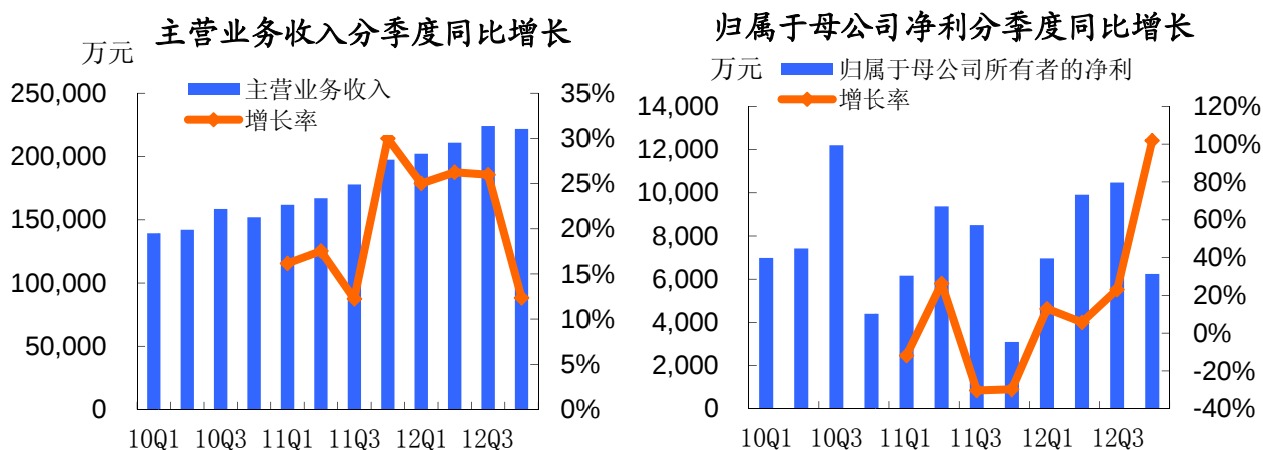
从季度数据来看，4 季度收入同比增长 12.3%，成本增长 7.8%，净利润增长 101%。由于上一年 11 年受降价影响，4 季度费用大幅增加、毛利率大幅下滑导致 4 季度基数很低，12 年 4 季度同比表现较好。

表 1: 国药股份的季度盈利性数据

财务指标(万)	11 年 1Q	11 年 2Q	11 年 3Q	11 年 4Q	12 年 1Q	12 年 2Q	12 年 3Q	12 年 4Q	4Q 环比	4Q 同比
营业总收入	161792	167033	177910	197489	202264	210886	224138	221875	-1.0%	12.3%
营业成本	148607	154130	164015	192519	188983	198098	207826	207458	-0.2%	7.8%
营业费用	2470	2624	2891	4487	3422	4109	3610	5506	52.5%	22.7%
管理费用	2351	2349	1965	4082	2283	3918	2544	4856	90.9%	19.0%
财务费用	734	818	-18	468	514	910	1126	358	-68.2%	-23.6%
营业利润	7883	9317	9826	-3026	7735	6368	9619	5574	-42.0%	N/A
利润总额	7829	11828	11010	3475	9176	12255	12958	8003	-38.2%	130.3%
所得税	1515	2365	2440	235	1978	2226	2260	1532	-32.2%	551.8%
归属于母公司净利润	6161.83	9368.3	8504.77	3091.22	6960.6	9906.9	10472	6243	-40.4%	101.9%
EPS	0.13	0.20	0.18	0.06	0.15	0.21	0.22	0.13	-40.9%	116.7%
毛利率	8.1%	7.7%	7.8%	2.5%	6.6%	6.1%	7.3%	6.5%	-0.8%	4.0%
营业费用率	1.5%	1.6%	1.6%	2.3%	1.7%	1.9%	1.6%	2.5%	0.9%	0.2%
管理费用率	1.5%	1.4%	1.1%	2.1%	1.1%	1.9%	1.1%	2.2%	1.1%	0.1%
营业利润率	4.9%	5.6%	5.5%	-1.5%	3.8%	3.0%	4.3%	2.5%	-1.8%	4.0%
实际所得税率	19.3%	20.0%	22.2%	6.8%	21.6%	18.2%	17.4%	19.1%	1.7%	12.4%

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 12 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

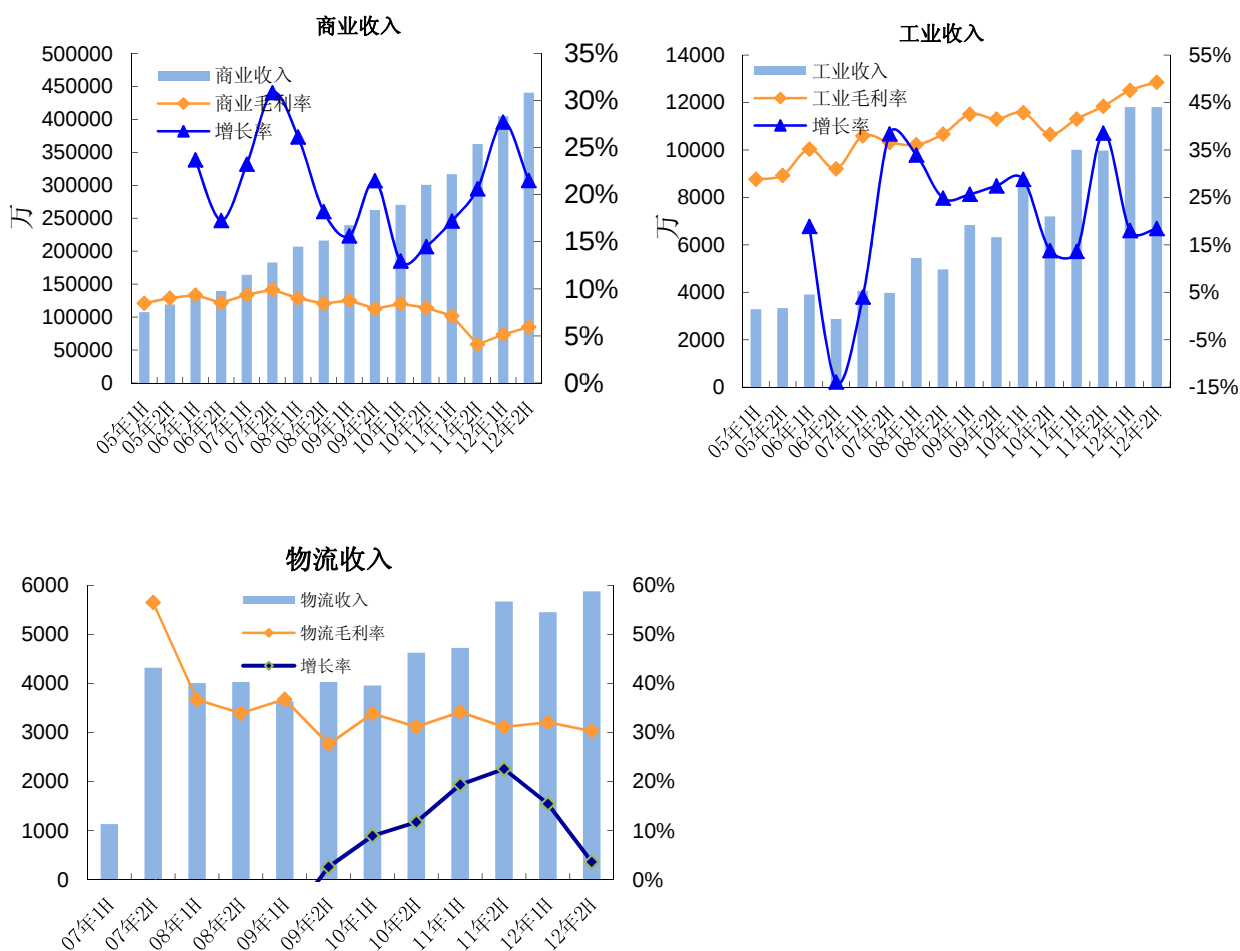
二、12 年商业环境趋稳好转，预计未来商业将继续快速增长；工业增速有望加快

医药商业业务：12 年全年收入 84.5 亿，增速为 24.4%，增速较上一年加快，其中上半年增长 27.7%，下半年增长 21.5%。其中预计麻药总经销收入增长约 25%，保持快速增长；北京地区直销增速超过 25%；全国调拨业务增速约 20%。预计未来麻药总经销仍然保持快速增长；终端增多、挖掘北京地区市场潜力，直销业务增速有望加快。

医药工业业务：12 年全年收入 2.36 亿，增速 18.23%，其中上半年增速 18%，下半年增速 18.4%，非常平稳。公司成立销售总部，加强销售，挖掘潜力老品种，未来增速有望加快。

物流业务：毛利率稳定，收入增速放缓。

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，利润同比增长 23.6%，前景口腔利润增长 109%，较快。

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)	12 年(万)	增加额(万)
国药前景口腔	39%	145	56	-82	136.5	286.1	149.6
青海制药集团	47.10%	1045	1035	798	702	820.4	117.9
宜昌人福药业	20%	1338	2297	4493	6197.8	7659.4	1461.6

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、业绩恢复增长趋势，维持推荐评级，建议积极配置

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。

我们认为商业环境改善，未来麻药经销业务将保持快速增长；挖掘北京市纯销业务增加终端客户，直销业务增长有望进一步加快；毛利率趋稳回升，未来商业业务将保持 25%左右的增长；工业业务营销改革，有望出现新增长。

公司成为国控回归 A 股的平台战略价值突出，业绩增长有持续性，估值便宜，建议积极配置：预计 13-15 年 EPS 为 0.87、1.1、1.31 元，对应 P/E21、17、14 倍，维持推荐评级。

表 3 国药股份分类数据及预测

产品分类	2012A	2013E	2014E	2015E
商业销售	845145.79	1051661.70	1307869.43	1626586.32
毛利率	5.57%	5.75%	5.75%	5.76%
物流收入	11334.00	12467.40	13714.14	15085.55
毛利率	31.17%	31.00%	31.00%	31.00%
工业销售	23618.80	28342.56	34011.07	40813.29
毛利率	48.43%	49.00%	49.50%	50.00%
合计	858507.59	1070880.66	1334003.64	1660894.16
毛利率	6.55%	6.76%	6.79%	6.81%

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	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	3745	3716	4579	5606
现金	694	739	995	1144
应收账款	1603	1689	2104	2619
其他应收款	22	28	35	43
预付账款	195	243	302	376
存货	1079	993	1113	1386
其他流动资产	152	25	31	38
非流动资产	814	705	718	724
长期投资	229	229	229	229
固定资产	213	327	388	420
无形资产	64	61	59	56
其他非流动资产	308	87	43	20
资产总计	4559	4420	5297	6331
流动负债	2511	2125	2466	2858
短期借款	150	50	50	50
应付账款	1659	1298	1492	1703
其他流动负债	702	777	924	1106
非流动负债	179	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	179	0	0	0
负债合计	2690	2125	2466	2858
少数股东权益	74	82	92	106
股本	479	479	479	479
资本公积	43	43	43	43
留存收益	1274	1692	2217	2845
归属母公司股东权益	1796	2214	2739	3366
负债和股东权益	4559	4420	5297	6331

现金流量表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	186	79	220	107
净利润	344	426	536	641
折旧摊销	24	27	37	44
财务费用	29	15	8	8
投资损失	-86	-90	-95	-100
营运资金变动	-145	-255	-288	-514
其他经营现金流	20	-44	23	29
投资活动现金流	186	81	44	49
资本支出	170	50	50	50
长期投资	9	-32	0	0
其他投资现金流	365	99	94	99
筹资活动现金流	-50	-165	-58	-58
短期借款	150	-100	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	0	0	0	0
其他筹资现金流	-200	-65	-58	-58
现金净增加额	95	-5	206	99

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	8592	10709	13340	16609
营业成本	8024	9985	12434	15478
营业税金及附加	16	19	23	28
营业费用	166	193	240	299
管理费用	136	164	204	254
财务费用	29	15	8	8
资产减值损失	14	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	86	90	95	100
营业利润	293	423	527	642
营业外收入	131	130	160	180
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	424	553	687	822
所得税	80	127	151	181
净利润	344	426	536	641
少数股东损益	8	8	11	14
归属母公司净利润	336	418	525	627
EBITDA	346	465	571	693
EPS (元)	0.70	0.87	1.10	1.31

主要财务比率

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	22.0%	24.6%	24.6%	24.5%
营业利润	22.1%	44.5%	24.4%	21.9%
归属于母公司净利润	23.8%	24.4%	25.6%	19.5%
获利能力				
毛利率	6.6%	6.8%	6.8%	6.8%
净利率	3.9%	3.9%	3.9%	3.8%
ROE	18.7%	18.9%	19.2%	18.6%
ROIC	28.9%	31.8%	32.2%	30.2%
偿债能力				
资产负债率	59.0%	48.1%	46.6%	45.2%
净负债比率				
流动比率	1.49	1.75	1.86	1.96
速动比率	1.06	1.28	1.40	1.47
营运能力				
总资产周转率	2.12	2.39	2.75	2.86
应收账款周转率	6	6	7	7
应付账款周转率	5.62	6.75	8.91	9.69
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.70	0.87	1.10	1.31
每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	0.16	0.46	0.22
每股净资产(最新摊薄)	3.75	4.62	5.72	7.03
估值比率				
P/E	26.39	21.21	16.88	14.13
P/B	4.94	4.00	3.24	2.63
EV/EBITDA	23	17	14	12

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——2012 年连续 6 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，2012 年获第 1 名。

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，10 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，负责中药研究；
余文心，医药行业分析师，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，负责医疗器械及部分中药股研究。

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及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，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，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。该研究报告谢绝媒体转载。

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