

**证券研究报告—动态报告**

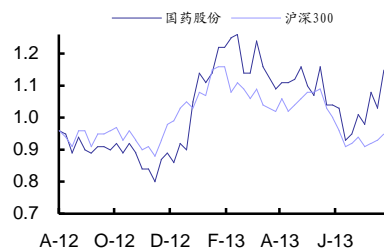
医药保健

医药商业

**国药股份 (600511)**
**谨慎推荐**
**2013 年半年报点评**

(维持评级)

2013 年 08 月 12 日

**一年该股与沪深 300 走势比较**

**股票数据**

总股本/流通 (百万股)	479/278
总市值/流通 (百万元)	8,379/4,859
上证综指/深圳成指	2,052/8,146
12 个月最高/最低元)	20.02/12.23

**相关研究报告:**

《国信证券-国药股份-600511-2012 年年报点评: 商业企稳, 工业较快增长》——2013-03-22  
 《国药股份-600511-2012 年 3 季报点评: 填补大带带动业绩略超预期》——2012-10-25  
 《国药股份-600511-2012 年半年报点评: 参股企业投资收益是主要业绩拉动力》——2012-08-15  
 《国药股份-600511-2011 年年报点评: 毛利率下降拖累业绩》——2012-03-20  
 《国药股份-600511-仍受制于毛利率下行压力》——2011-10-26

**证券分析师: 丁丹**

电话: 0755-82139908

E-MAIL: dingdan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120006

**证券分析师: 贺平鸽**

电话: 0755-82133396

E-MAIL: hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120026

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**

# 稳健增长符合预期

**● 业绩平稳增长 18%符合预期**

2013 年上半年公司实现收入 48.41 亿元 (+17.18%), 归母净利润 1.99 亿元 (+17.81%), EPS0.42 元/股, 完全符合我们的预期。其中: 医药商业收入增 20.09%, 核心的麻精药品业务稳健增长 20%左右; 医药工业收入微增 2.28%, 随着今年内国瑞营销中心搬迁至北京, 生产场地“退城进园”逐步完成, 明年工业业务有望恢复 20%以上增长。

**● 股权投资收益负增长, 扣除后自身业绩增 27.6%**

麻药工业股权投资收益是公司近年重要利润增量来源, 但上半年此项收益下降 9.8% (其中主要是人福增速同比放缓, 也有会计核算口径变更原因), 公司上半年的增长完全立足于自身——扣除投资收益后公司自身业绩快速增长 27.6%。

**● 国控拟“增持”一致, 引发市场对公司整合的合理化猜测**

2011 年 3 月国药集团曾承诺“积极推动国药控股内部与国药股份的业务和资产整合工作, 争取 5 年内 (2016 年 3 月前) 在条件成熟时尽快全面解决其与国药股份的同业竞争问题”, 目前时间过半未见进展。近期国控另一子公司一致公告拟对大股东定增, 引发市场对公司的整合路径进行猜测: 若国控不回归 A 股私有化公司, 则可能的解决同业竞争的路径是将公司业务进一步聚焦在麻精类药品领域 (目前公司麻精药品的流通、参控股上游工业等利润来源占比约 2/3)。若按此路径, 则由于麻精类业务的经营壁垒明显高于一般医药流通企业, 应享有一定估值溢价。我们认为这是在国药集团现有架构状态下的一种合理化猜测, 在当前医药板块倾向趋势投资的力量下有望拉升公司估值。

**● 风险提示**

药品招标降价; 大股东启动整合预期具体进度仍暂未明朗。

**● 处于经营上升期, 整合预期渐行渐近, 维持“谨慎推荐”评级**

从公司整体经营趋势看, 经过 2011 年的下滑和调整, 2012 年止跌企稳回到正常增长轨道。2013 年公司自身主业较快增长, 下半年股权投资收益也有望恢复增长, 维持 13-14 年 EPS0.85、1.02 元/股预测, 同比增 22%、20%, 目前 13PE20.5X, 远低于医药板块 29X 的均值, 且随着大股东承诺时间渐行渐近, 将有越来越明确的整合预期, 单就自身经营而言, 公司目前处于经营上升期, 当前估值亦有足够安全边际, 维持“谨慎推荐”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	7,042	8,592	10,324	12,489	14,737
(+/-%)	19.0%	22.0%	20.2%	21.0%	18.0%
净利润(百万元)	271	336	408	490	573
(+/-%)	-12.5%	23.8%	21.6%	20.0%	16.9%
摊薄每股收益 (元)	0.57	0.70	0.85	1.02	1.20
EBIT Margin	5.1%	5.3%	3.1%	3.3%	3.3%
净资产收益率 (ROE)	18.2%	18.7%	19.6%	20.2%	20.3%
市盈率 (PE)	30.9	25.0	20.5	17.1	14.6
EV/EBITDA			32.6	27.4	24.2
市净率 (PB)	5.6	4.7	4.0	3.5	3.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

**表 1: 国药股份分板块收入与毛利率预测 (百万元)**

	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
<b>医药商业</b>						
收入	5017.68	5708.35	6794	8,451.46	10226	12374
(+/-%)	18.64%	13.76%	19.01%	24.40%	21.00%	21.00%
毛利率	8.31%	8.19%	5.51%	5.57%	6.00%	6.00%
<b>医药工业 (国瑞)</b>						
收入	131.61	160.03	200	236.19	260	314
(+/-%)	26.49%	21.60%	24.83%	18.23%	10.00%	21.00%
毛利率	42.04%	40.81%	42.88%	48.43%	48.00%	49.00%
<b>物流仓储 (国药物流)</b>						
收入	77.78	85.89	104	113.34	130	151
(+/-%)	-3.33%	10.42%	21.09%	8.98%	15.00%	16.00%
毛利率	31.89%	32.42%	32.51%	31.17%	33.00%	33.00%
<b>内部抵消</b>						
收入	32.47	36.24	62.61	215.91	300	360
成本	-0.23	-1.28	11.10	158.38	220.00	265.00
毛利率	101%	104%	82%	27%	27%	26%
<b>合计</b>						
收入合计	<b>5194.6</b>	<b>5918.0</b>	<b>7034.8</b>	<b>8585.1</b>	10316.4	12479.3
(+/-%)	18.52%	13.93%	18.87%	22.04%	20.17%	20.97%
毛利率	8.94%	8.84%	6.38%	6.61%	6.80%	6.82%

数据来源: wind、国信证券股份有限公司

**表 2: 国药股份净利润分析 (百万元)**

	2010	2011	2012	2013E	2014E	
<b>医药商业 (母公司)</b>						
营业收入	5712	6802	8149	9860	11931	
收入同比	13.78%	19.08%	19.81%	21.00%	21.00%	
毛利率	8.22%	5.61%	5.62%	6.00%	6.00%	
母公司净利润 (扣除营业外收益、投资收益)	166.45	64.9	79.11	99	122	
净利润同比	13.15%	-61%	22%	25%	23%	
净利率	2.91%	0.95%	0.97%	1.00%	1.02%	
母公司净利润占比	54%	24%	24%	24%	25%	
<b>碘补贴 (母公司)</b>	<b>0</b>	<b>20</b>	<b>81.54</b>	<b>130</b>	<b>145</b>	
碘补贴净利润占比	6%	30%	37%	32%	30%	
毛利率	8.57%	6.81%	7.15%	7.32%	7.22%	
净利润	186	146	204	229	267	
母公司整体-加回碘补贴测算	净利率	3.26%	2.15%	2.50%	2.32%	2.23%
净利润增速	15.55%	-21.46%	39.31%	12.20%	16.49%	
净利润占比	60.14%	53.99%	60.81%	56.04%	54.84%	
<b>国瑞药业</b>						
收入	160.03	199.78	236.19	259.81	314.37	
收入同比	21.60%	24.83%	18.23%	10%	21%	
毛利率	40.81%	42.88%	48.43%	48.00%	49.00%	
净利润	24.29	29	35	38	47	
净利润同比	37%	17%	21%	10%	24%	

净利率	15.18%	14.28%	14.65%	14.65%	15.02%
国瑞净利润占比	7.84%	11%	10%	9%	10%
<b>国药物流</b>					
收入	85.89	104.00	113.34	130.34	151.20
收入同比	10.42%	21.09%	8.98%	15.00%	16.00%
毛利率	32.42%	32.51%	31.17%	33.00%	33.00%
净利润	7	9	12	14	17
净利润同比	35%	28%	28%	20%	18%
净利率	8.59%	9.07%	10.63%	11.09%	11.28%
国药物流净利润占比	1.34%	1.96%	2.02%	1.99%	1.98%
<b>股权投资收益</b>					
	<b>52</b>	<b>71</b>	<b>88.25</b>	<b>107</b>	<b>135</b>
同比增长	53.70%	35.66%	25%	21%	26%
股权投资净利润占比	17%	26%	26%	26%	28%
<b>青药集团</b>					
收入	47.09	50.35	254	279	321
收入同比	6.57%	6.94%	404%	10%	15%
净利润	18.45	14.92	17	17	20
净利润同比	-21.15%	-19.18%	16.79%	-5%	20%
贡献收益	7.97	7.02	8.20	7.79	9.35
<b>宜昌人福</b>					
收入	800.59	1032	1401	1709	2136
收入同比	32.84%	28.95%	35.68%	22%	25%
净利润	230.68	310	383	479	608
净利润同比	91.15%	34.34%	23.58%	25%	27%
贡献收益	44.93	62	77	96	122
<b>前景口腔</b>					
收入	20.36	34.44	47.63	57.16	68.59
收入同比	-12.23%	69.17%	38.30%	20.00%	20.00%
净利润	-2.11	3.50	7.34	7.34	9.17
净利润同比	-195.64%	na	109.57%	0%	25%
贡献收益	-0.82	1.65	3.45	3.45	4.32
<b>其他收益（政府补贴/投资收益等）</b>					
	<b>43.0</b>	<b>20.3</b>	<b>1.8</b>	<b>20</b>	<b>20</b>
<b>合并净利润</b>					
	<b>310.02</b>	<b>271.26</b>	<b>335.50</b>	<b>408</b>	<b>486</b>
<b>同比增长</b>					
	<b>36.81%</b>	<b>-12.5%</b>	<b>23.7%</b>	<b>22%</b>	<b>19%</b>
<b>EPS（元/股）</b>					
	<b>0.65</b>	<b>0.57</b>	<b>0.70</b>	<b>0.85</b>	<b>1.02</b>

数据来源：wind、国信证券股份有限公司

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	694	1000	1200	1300
应收款项	1733	2093	2566	3068
存货净额	1079	1264	1560	1879
其他流动资产	239	279	337	398
<b>流动资产合计</b>	<b>3745</b>	<b>4636</b>	<b>5664</b>	<b>6646</b>
固定资产	388	368	371	352
无形资产及其他	64	62	59	57
投资性房地产	133	81	81	81
长期股权投资	229	234	239	244
<b>资产总计</b>	<b>4559</b>	<b>5381</b>	<b>6413</b>	<b>7379</b>
短期借款及交易性金融负债	150	219	311	251
应付款项	2061	2502	3025	3571
其他流动负债	301	319	385	455
<b>流动负债合计</b>	<b>2511</b>	<b>3040</b>	<b>3721</b>	<b>4276</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	179	179	179	179
<b>长期负债合计</b>	<b>179</b>	<b>179</b>	<b>179</b>	<b>179</b>
<b>负债合计</b>	<b>2690</b>	<b>3218</b>	<b>3900</b>	<b>4454</b>
少数股东权益	74	81	89	99
股东权益	1796	2081	2424	2825
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4559</b>	<b>5381</b>	<b>6413</b>	<b>7379</b>

关键财务与估值指标	2012	2013E	2014E	2015E
每股收益	0.70	0.85	1.02	1.20
每股红利	0.15	0.26	0.31	0.36
每股净资产	3.75	4.35	5.06	5.90
ROIC	13%	13%	14%	14%
ROE	19%	20%	20%	20%
毛利率	7%	7%	7%	7%
EBIT Margin	3%	3%	3%	3%
EBITDA Margin	3%	3%	4%	4%
收入增长	22%	20%	21%	18%
净利润增长率	24%	22%	20%	17%
资产负债率	61%	61%	62%	62%
息率	1%	1%	2%	2%
P/E	25.0	20.5	17.1	14.6
P/B	4.7	4.0	3.5	3.0
EV/EBITDA	40.6	32.6	27.4	24.2

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	<b>8592</b>	<b>10324</b>	<b>12489</b>	<b>14737</b>
营业成本	8024	9622	11637	13731
营业税金及附加	16	19	23	27
销售费用	166	198	232	270
管理费用	136	161	189	221
财务费用	29	25	34	41
投资收益	86	95	122	154
资产减值及公允价值变动	(14)	(13)	(10)	(10)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	293	382	486	592
营业外净收支	131	140	140	140
<b>利润总额</b>	<b>424</b>	<b>522</b>	<b>626</b>	<b>732</b>
所得税费用	80	103	124	145
少数股东损益	8	10	12	14
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>336</b>	<b>408</b>	<b>490</b>	<b>573</b>

现金流量表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
<b>净利润</b>	<b>336</b>	<b>408</b>	<b>490</b>	<b>573</b>
资产减值准备	(6)	8	1	(1)
折旧摊销	23	31	39	42
公允价值变动损失	14	13	10	10
财务费用	29	25	34	41
营运资本变动	(148)	(65)	(237)	(268)
其它	13	(1)	8	10
<b>经营活动现金流</b>	<b>231</b>	<b>394</b>	<b>310</b>	<b>367</b>
资本开支	(167)	(30)	(50)	(30)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(176)</b>	<b>(35)</b>	<b>(55)</b>	<b>(35)</b>
权益性融资	3	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(72)	(122)	(147)	(172)
其它融资现金流	197	69	92	(60)
<b>融资活动现金流</b>	<b>57</b>	<b>(54)</b>	<b>(55)</b>	<b>(232)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>112</b>	<b>306</b>	<b>200</b>	<b>100</b>
货币资金的期初余额	582	694	1000	1200
货币资金的期末余额	694	1000	1200	1300
企业自由现金流	(90)	196	79	136
权益自由现金流	108	245	144	43

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>技术分析</b>	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	闫莉	010-88005316
<b>固定收益</b>		<b>交通运输</b>		<b>机械</b>	
赵婧	021-60875174	郑武	0755-82130422	郑武	0755-82130422
		岳鑫	0755-82130432	陈玲	021-60875162
		糜怀清	021-60933167	杨森	0755-82133343
<b>商业贸易</b>		<b>钢铁及新材料</b>		<b>房地产</b>	
孙菲菲	0755-82130722	郑东	010-66025270	区瑞明	0755-82130678
				黄道立	0755-82130685
				刘宏	0755-22940109
<b>基础化工及石化</b>		<b>医药</b>		<b>电子</b>	
吴琳琳	0755-82130833-1867	贺平鸽	0755-82133396	刘翔	021-60875160
朱振坤	010-88005317	丁丹	0755-82139908	陈平	021-60933151
		杜佐远	0755-82130473	卢文汉	021-60933164
		胡博新	0755-82133263		
		刘勍	0755-82133400		
<b>计算机</b>		<b>传媒</b>		<b>纺织服装及日化</b>	
高耀华	010-88005321	陈财茂	010-88005322	朱元	021-60933162
		刘明	010-88005319		
<b>电力及公共事业</b>		<b>非银行金融</b>		<b>银行</b>	
陈青青	0755-22940855	邵子钦	0755-82130468	王婧	
		田良	0755-82130470		
		童成墩	0755-82130513		
<b>轻工</b>		<b>建筑工程及建材</b>		<b>家电</b>	
李世新	0755-82130565	邱波	0755-82133390	王念春	0755-82130407
邵达	0755-82130706	刘萍	0755-82130678		
<b>通信</b>		<b>电力设备</b>		<b>新能源</b>	
程成	0755-22940300	杨敬梅	021-60933160	张弢	010-88005311
<b>食品饮料</b>		<b>旅游</b>		<b>农业</b>	
黄茂	0755-82138922	曾光	0755-82150809	杨天明	021-60875165
龙飞	0755-82133920	钟潇	0755-82132098	赵钦	021-60933163
<b>金融工程</b>		<b>基金评价与研究</b>			
戴军	0755-82133129	李腾	010-88005310		
林晓明	021-60875168	蔡乐祥	0755-82130833-1368		
秦国文	0755-82133528	钱晶	021-60875163		
张璐楠	0755-82130833-1379	潘小果	0755-82130843		
郑亚斌	021-60933150				
陈志岗	0755-82136165				
马瑛清	0755-22940643				
吴子昱	0755-22940607				

**国信证券机构销售团队**

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com
甄艺	010-66020272 18611847166	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
王耀宇	18601123617	李佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
陈孜譞	18901140709	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	梁丹	15107552991
		梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn		