买入 **36%** ⬆

目标价格: 人民币25.57

600511 CH

价格: 人民币 18.74

目标价格基础: 25 倍 2014 年市盈率

板块评级: 增持

国药股份

新业态，超越竞争，跨越发展

公司在传统业务基础上向两种新业态发展，一是在医药直销业务基础上发展以医院药房托管为核心的一站式服务，代表公司通过向下游医院客户提供增值服务拓展盈利空间的发展方向，公司的直销业务将以此增强对上下游的议价权，进而形成新的医药商业业态；二是在麻醉药全国批发业务基础上通过参控股上下游企业发展麻醉药工商一体化，体现公司通过产业上下游一体化充分分享行业成长性的发展方向。向新业态发展，一方面使公司超越传统医药商业的竞争，从传统商业的狭小利润空间跨越出来，分享上下游的利润；另一方面使公司超越和国药控股的同业竞争，确立公司在国药系中不可替代的地位。公司和控股股东国药控股的同业竞争主要在商业调拨领域。以新业态为方向拓展商业直销业务和麻醉药业务，同时加快医药工业发展，将使公司的非同业竞争业务在收入和利润方面均占据主要地位，跨越因顾虑加大同业竞争给公司发展带来的限制。我们预测公司 2013 年—2015 年每股收益分别为 0.85 元、1.02 元和 1.24 元，首次给予*买入*评级，目标价位 25.57 元。

本报告要点

- 商业向新业态发展，分享上下游利润，打开发展空间和盈利空间。
- 国瑞药业（工业）即将进入新一轮增长期。

我们的观点有何不同?

- 新业态使公司超越传统商业的狭小利润空间。
- 新业态引领公司跨越和控股股东的同业竞争。

股价表现

(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	29	6	29	-
相对新华富时 A50 指数	40	5	23	-

发行股数 (百万)	478.80
流通股 (%)	100.00
流通股市值 (人民币 百万)	8973
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	52
净负债比率 (%) (2013E)	净现金
主要股东(%)	
国药控股股份有限公司	44.01

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以 2013 年 10 月 8 日收市价为标准

支撑评级的要点

- 商业直销业务和麻醉药业务向新业态发展，拓宽公司的发展空间和盈利空间。不考虑新业态带来的增量，预计 2013 年-2015 年医药流通收入增速为 20%左右。
- 国瑞药业即将进入新一轮发展阶段，预计 2013 年-2015 年收入增速分别为 5%、25%和 25%。
- 前景口腔的前景乐观，发展迅猛，预计 2013 年-2015 年收入增速分别为 50%、40%和 40%，快速成为公司的重要利润来源。
- 麻醉药、工业和前景口腔是公司的主要利润来源，其中麻醉药业务占公司净利润的 60%以上，公司的估值应摆脱传统医药商业行业估值水平的局限。

评级面临的主要风险

- 医改及药品降价等政策因素给公司发展带来的不确定
- 集团整合给公司发展带来的不确定
- 新业态发展面临的不确定

估值

- 不考虑新业态带来的增量，我们预计公司 2013 年-2015 年净利润增速分别为 21%、20%、22%，首次给予公司*买入*评级，目标价为 25.57 元，对应 2014 年 25 倍的市盈率。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入 (人民币 百万)	7,042	8,592	10,143	12,235	14,748
增速 (%)	19	22	18	21	21
净利润 (人民币 百万)	271	336	407	490	595
增速 (%)	(13)	24	21	20	22
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.567	0.701	0.851	1.023	1.243
全面摊薄市盈率(倍)	33.1	26.7	22.0	18.3	15.1
每股现金流量 (人民币)	(0.774)	0.388	0.667	0.823	1.012
价格/每股现金流量 (倍)	(24.2)	48.3	28.1	22.8	18.5
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	36.1	30.2	20.0	15.6	12.1
每股股息 (人民币)	0.060	0.220	0.340	0.409	0.497
股息率 (%)	0.3	1.2	1.8	2.2	2.7

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

制药: 医药商业

王军
(8621) 2032 8310
jun.wang_sh@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001

目录

投资摘要 3

盈利预测和假设 4

估值 5

公司概况 6

收入及利润增长情况 8

收入及利润构成 10

直销业务稳步增长，其优势构成新业态的坚实基础 13

新的流通业态以药房托管为核心，向上下游拓展盈利空间 ... 14

垄断麻醉药一级批发市场，雄踞上下游贯通的“要道” 15

争上游，望下游，意欲最大程度分享麻醉药市场的成长 16

工业迎接新一轮业绩增长 18

大型现代化仓储物流中心的价值日益突出 19

前景口腔前景乐观发展迅猛 20

财务状况 21

风险因素 24

研究报告中所提及的有关上市公司 26

投资摘要

公司的业务以医药流通为主，兼营医药工业。医药流通业务包括北京地区直销业务、全国调拨业务和麻醉药的全国性批发业务；医药工业规模较小，由参、控股公司经营，产品涉及麻醉药、心脑血管用药及抗生素领域。

商业直销业务在北京地区具备优势，是发展以药房托管为核心的新业态的坚实基础。公司的直销业务覆盖北京85%左右的一二级医院，覆盖北京全部三级医院，在北京地区的医药商业领域排名第五，市场份额约7%。公司的商业直销业务发展稳健，我们预计公司的商业直销业务今后 3 年的收入增速 20%左右，2013年—2015年公司的直销和调拨业务收入的增速20%左右。

公司发展药房托管等新业务，提高对上下游的议价权，分享上下游利润空间。公司正在药房托管等增值服务。 在公立医院改革和“医、药分开”的大背景下，药房托管将成为今后医药商业新业态的核心环节，流通企业将通过药房托管分享医院药品市场的利益，并提高对上下游的议价权。

麻醉药业务已成为公司主要的利润来源。公司的麻醉药利润来自批发业务和参股公司贡献的投资收益。2012年公司来自两家子公司的投资收益为 8036万元，与麻醉药批发业务利润合计 为2.10亿元，占公司净利润的62%。

公司拥有稀缺的一级批发业务资格，几乎垄断全国麻醉药一级批发市场。我国麻醉药市场发展空间巨大，年均增速20%，快于医药行业整体增速，一级批发业务毛利率为12%-14%，远高于一般药品批发业务。公司拥有麻醉药一级批发业务资格，占有该市场85%的份额，我们预计 2013年—2015年公司的麻醉药批发业务收入增速20%左右。

公司发挥在麻醉药批发领域的突出优势，参控股上下游充分分享麻醉药市场的成长。公司已参股两家上游生产企业，每年给公司带来不菲的投资收益，目前正在争取参控股更多的上下游企业。从中短期看可以拓宽公司的发展空间和盈利空间，并通过差异化发展提升在集团中的地位；从长期看有利于麻醉药产业链形成产供销一体化的新业态，公司有望成为新业态的最大受益者。

国瑞药业（医药工业）将全面进入新一轮发展阶段，预计国瑞药业 2013年—2015年的收入增速分别为 5%、25%和 25%；仓储物流业务将迎来发展契机，预计公司 2013年—2015年仓储物流业务的收入增速分别为 8%、20%和 20%；前景口腔发展迅猛， 2013—2015年收入增速分别为50%、40%和40%，是公司发展最快的板块，迅速成为公司利润的重要来源。

新业态使公司超越了传统业务盈利局限，跨越了和控股股东同业竞争形成的发展障碍，拓展了公司的发展空间和盈利空间。不考虑新业态带来的增量，我们预计公司 2012-2014年净利润增速分别为21%、20%、22%，首次给予公司***买入***评级，目标价25.57元，对应2014年25倍的市盈率。

盈利预测和假设

盈利预测关键假设：

1) 医药行业发展环境稳定，公司的直销和调拨、麻醉药、工业、仓储物流的毛利率稳中略升。

2) 麻醉药一级批发市场的格局不发生重大变化。

3) 公司的销售费用率、管理费用率、实际所得税率分别保持在 1.80%、1.30% 和 18.86%。

营业收入预测

图表 1.公司营业收入预测

	2011 年	2012 年	2013E	2014E	2015E
直销和调拨收入(百万元)	5,435.0	6,761.0	8,045.6	9,654.7	11,585.6
增速(%)	18.0	23.0	19.0	20.0	20.0
占比(%)	77.3	78.8	79.3	78.9	78.6
毛利率(%)	3.76	3.84	4.16	4.20	4.30
麻醉药批发收入(百万元)	1,359.0	1,690.0	2,028.0	2,453.9	2,969.2
增速(%)	21.0	21.0	20.0	21.0	21.0
占比(%)	19.3	19.7	20.0	20.1	20.1
毛利率(%)	12.5	12.5	13.0	13.5	13.5
工业收入(百万元)	200.0	236.0	247.8	309.8	387.2
增速(%)	25.0	18.0	5.0	25.0	25.0
占比(%)	2.8	2.7	2.4	2.5	2.6
毛利率(%)	42.9	48.4	47.6	48.0	50.0
仓储物流收入（百万元）	104.0	113.0	122.0	146.4	175.7
增速(%)	21.0	9.0	8.0	20.0	20.0
占比(%)	1.5	1.3	1.2	1.2	1.2
毛利率(%)	34.5	31.2	32.5	32.5	32.5
内部抵消（收入）	(63.0)	(216.0)	(300.0)	(330.0)	(370.0)
内部抵消（成本）	(11.0)	(158.0)	(260.0)	(280.0)	(300.0)
总计					
营业收入(百万元)	7,035.0	8,584.0	10,143.4	12,234.8	14,747.8
增速%	17.8	17.8	18.2	20.6	20.5
毛利率(%)	6.3	6.6	7.1	7.2	7.3

资料来源：公司资料，中银国际研究

估值

我们选取医药商业行业中的上市公司国药一致、嘉事堂、上海医药、瑞康医药等作为对比参照。基于行业平均市盈率水平，考虑到公司新业态带来的巨大发展空间，以及公司在麻醉药领域的独特优势，给予公司 2014 年 25 倍市盈率，目标价为 25.57 元，并将评级定为**买入**。

图表 2.医药板块相似上市公司估值比较

公司简称	代码	总市值	价格	每股收益				市盈率				12-15 年净利润复合增长
				(人民币，元)				(倍)				
		(人民币，亿元)	(人民币，元)	2012	2013E	2014E	2015E	2012	2013E	2014E	2015E	(%)
国药一致	000028.CH	121.25	42.08	1.65	1.85	2.25	2.7	25.50	22.75	18.70	15.59	17.84
嘉事堂	002462.CH	37.46	15.61	0.27	0.41	0.56	0.72	57.81	38.07	27.88	21.68	38.67
上海医药	601607.CH	418.66	15.57	0.76	0.84	0.95	1.05	20.49	18.54	16.39	14.83	11.38
瑞康医药	002589.CH	42.63	45.45	1.18	1.59	2.09	2.68	38.52	28.58	21.75	16.96	31.45
平均值		155.00	29.68	0.97	1.17	1.46	1.79	35.58	26.98	21.18	17.26	22.81
国药股份	600511.CH	89.73	18.74	0.7	0.85	1.02	1.24	26.77	22.05	18.37	15.11	21.00

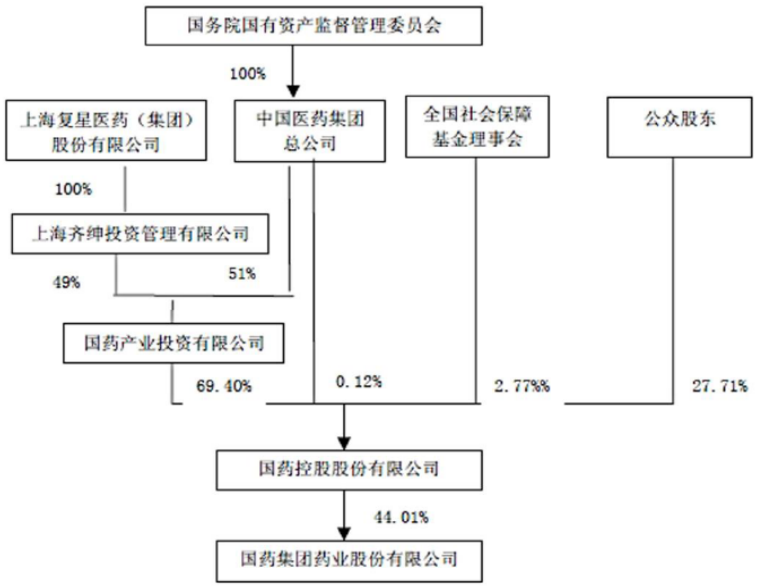
资料来源：公司资料、中银国际研究

公司概况

国药集团药业股份有限公司的传统业务以医药流通为主，兼营医药工业。公司的医药流通业务包括北京地区直销业务、全国调拨业务和麻醉药的全国性批发业务；公司的医药工业规模较小，由参、控股公司经营，产品涉及麻醉药、心脑血管用药及抗生素领域。目前公司在传统业务基础上向两种新业态发展，一是在医药直销业务基础上发展的以医院药房托管为核心的一站式服务，代表了公司向下游医院客户提供增值服务拓展盈利空间的发展方向；二是在麻醉药批发业务基础上通过参、控股相关工业企业发展的麻醉药工商一体化，体现出公司通过产业上下游一体化方式充分分享行业成长性的发展方向。

公司于 2002 年在上海交易所上市，目前总股本 4.79 亿股，流通股 2.78 亿股，占总股本的 57.99%，受限流通股 2.01 亿股，占总股本的 42.01%，由国药控股股份有限公司持有。公司的控股股东为国药控股股份有限公司，最终母公司为国药集团总公司，实际控制人为国务院国有资产资产监督管理委员会。

图表 3 公司与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源：公司资料，中银国际研究

公司的控股股东国药控股股份有限公司是我国最大的医药商业企业，2009 年在香港联交所主板上市，目前旗下有 3 家子公司在 A 股市场上市，公司为其中之一。公司有别于控股股东及其他兄弟公司的独特业务是麻醉药批发业务；另外，公司的药品直销业务集中在北京地区，在北京地区具有竞争优势。

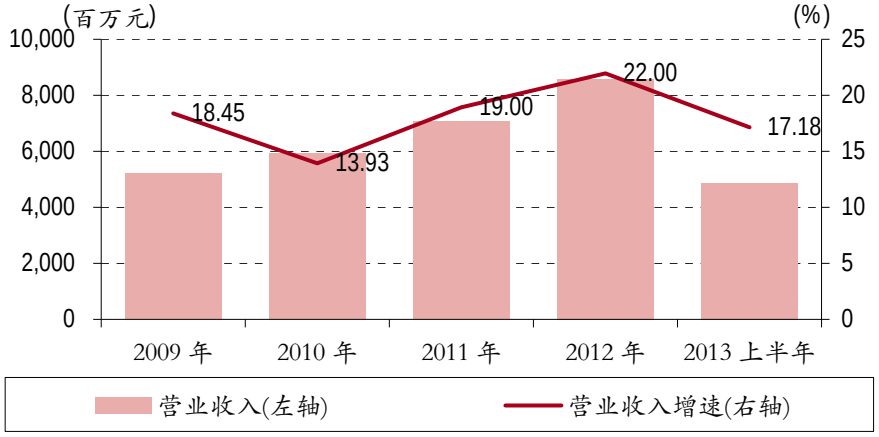
中国医药集团是由国务院国资委直接管理的中国最大的医药健康产业集团，中国医药集团总公司不承担具体经营业务，国药股份公司与中国医药集团总公司不存在同业竞争问题。作为国药股份的控股股东国药控股股份有限公司，仅在全国商务调拨领域的个别品种存在同业竞争问题，为解决这一问题，国药股份公司与控股股东采取了分品种分区域进行商务调拨以避免同业竞争的办法，而在北京市场直销和全国麻特药销售业态不存在同业竞争。为了彻底解决国药股份的同业竞争问题，2011 年 3 月，国药集团进一步承诺将以国药控股作为医药商业运营最终唯一平台，积极推动其内部与国药股份的业务和资产整合工作，争取 5 年内在条件成熟时尽快全面解决与国药股份的同业竞争问题。

收入及利润增长情况

2009 年至 2012 年，公司营业收入年复合增长率为 18.31%，净利润复合增长率为 15.10%，2013 年上半年营业收入同比增长 17.18%，净利润同比增长 18.72%。2010 年投资收益大幅增长，导致当年净利润增速大幅度上升至 36.54%，当年的投资收益为 8234 万元，同比增长 141.75%；2011 年，由于北京市地区招标降价、国家药品政策性降价等原因，公司业务的毛利率降低，虽然收入增长 19.00%，但净利润下滑 11.94%，当年的毛利率为 6.38%，比上年大幅度下降 2.46 个百分点。

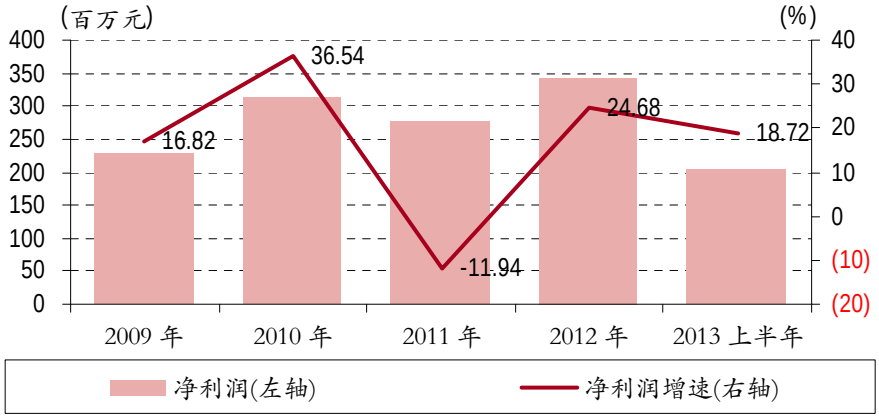
公司的营业外收入主要是于国家对公司的原碘差价返还款。公司承担我国食盐加碘项目的原碘供应任务，公司售出原碘的价格低于购进的价格，差价由国家补贴。公司采取权责发生制计提原碘差价返还款，列支营业外收入。因进销倒挂导致成本增加，一定程度影响了公司的毛利率和营业利润，但不影响公司的净利润。2011 年开始原碘的购进价格大涨，导致当年营业外收入大幅度增长。

图表 4.2009 年-2013 年 3 季度上半年营业收入及其增速变动情况



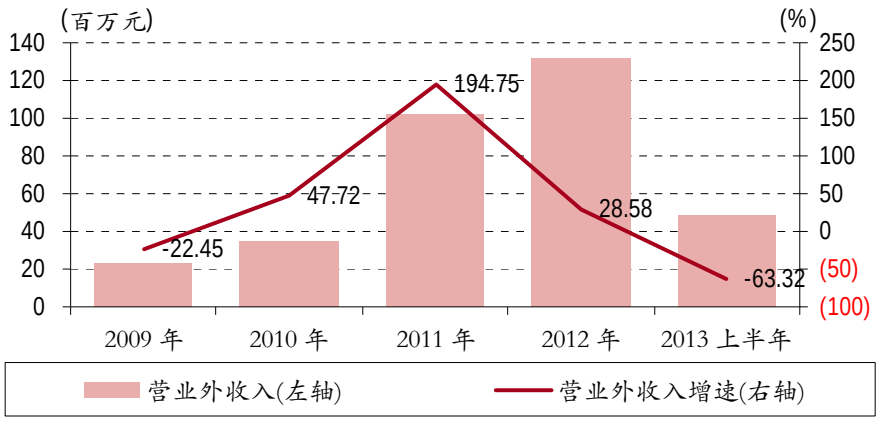
资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 5.2009 年-2013 年 3 季度上半年净利润及其增速情况



资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 6.2009 年-2013 年上半年营业外收入

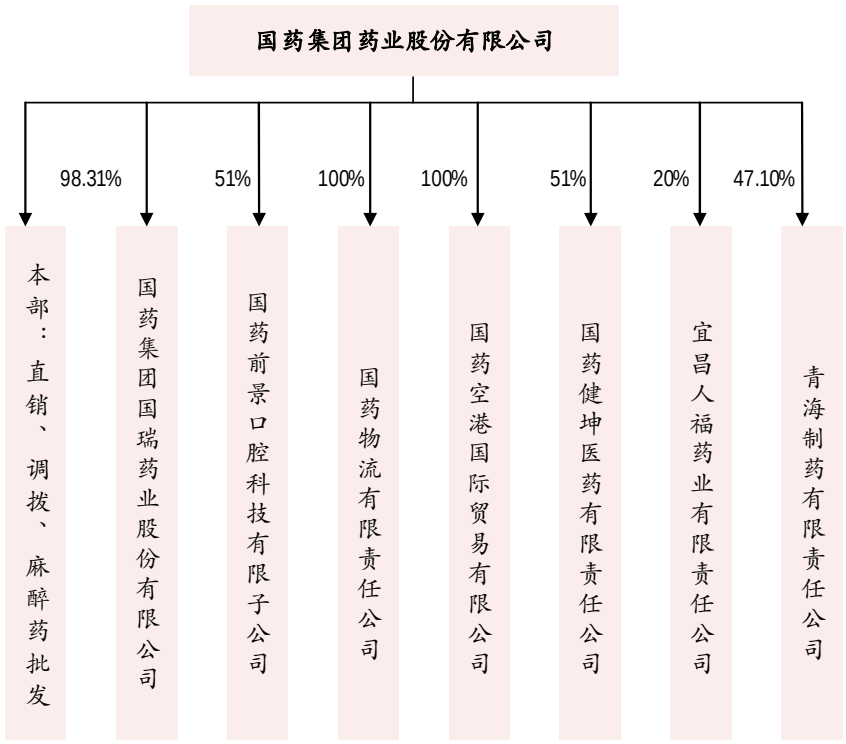


资料来源：公司资料，中银国际研究

收入及利润构成

公司的业务主要由医药流通和医药工业构成，此外有小规模的仓储物流业务。医药流通业务主要由母公司经营，此外包括控股子公司国药健坤（北京）医药有限责任公司和国药前景口腔科技（北京）有限公司的业务；医药工业由控股子公司国瑞药业经营，仓储物流业务由控股子公司国药物流公司（主要为医药专业第三方物流）和国药空港公司（主要为进口医药品种保税仓储）经营。

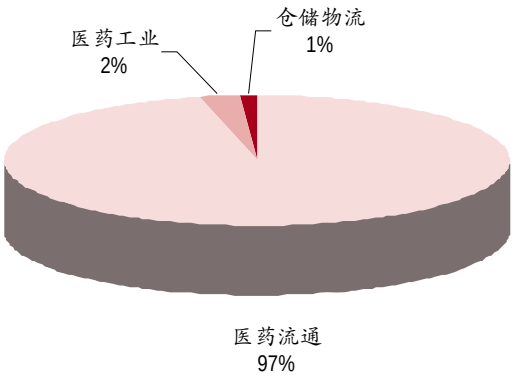
图表 7.公司本部及参控股公司



资料来源：公司资料，中银国际研究

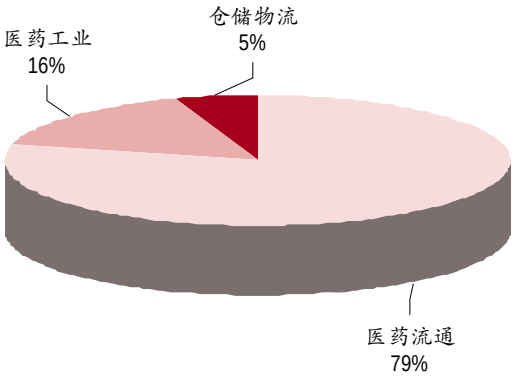
2013 年上半年，公司的医药流通业务收入 48.60 亿元，占公司营业收入的 97%，毛利率 6.03%，贡献毛利 2.93 亿元，占公司毛利的 79%；医药工业收入 1.21 亿元，占公司营业收入的 2%，毛利率 47.57%，贡献毛利 0.58 亿元，占公司毛利的 16%；仓储物流收入 0.58 亿元，占公司营业收入的 1%，毛利率 34.45%，贡献毛利 0.20 亿元，占公司毛利的 5%。

图表 8.2013 上半年营业收入构成



资料来源：公司资料，中银国际研究

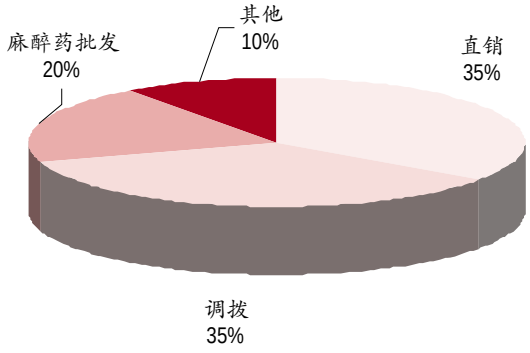
图表 9.2013 上半年年毛利构成



资料来源：公司资料，中银国际研究

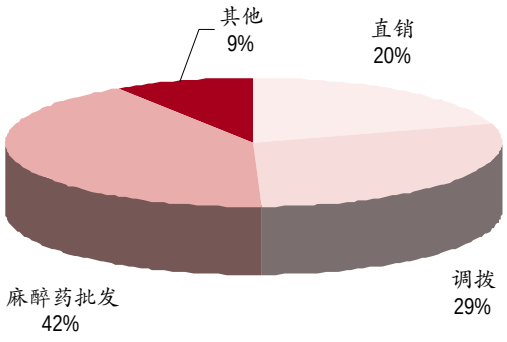
公司的医药流通业务由三部分构成：北京市场直销，针对北京医药市场，为医疗目标客户提供全品种医药商业服务；全国商业调拨，针对全国省市级商业客户，提供高端品种的医药商业服务；全国麻特药品经营，全国性麻醉药品和第一类精神药品批发，全国仅有国药股份、上海医药和重庆医药拥有全国一级批发经营资质。公司的北京市场直销业务约占流通业务收入的 35%，毛利率约 5 %，全国调拨业务收入约占流通业务收入的 35%，毛利率约 3%，麻醉药批发业务收入约占流通业务的 20%，毛利率 12%-14%，其他业务收入占比 10%。**麻醉药在公司流通业务的毛利中占比最大，达 42%。**

图表 10.2013 上半年公司医药流通业务收入构成



资料来源：公司资料，中银国际研究

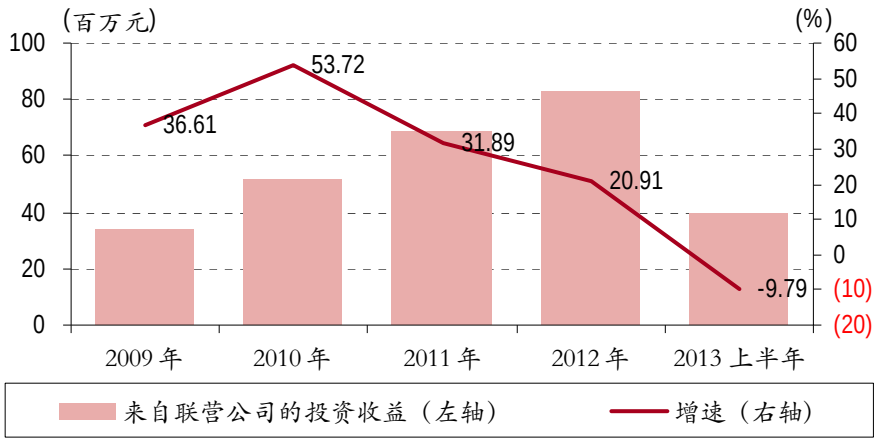
图表 11.2013 上半年公司医药流通业务毛利构成



资料来源：公司资料，中银国际研究

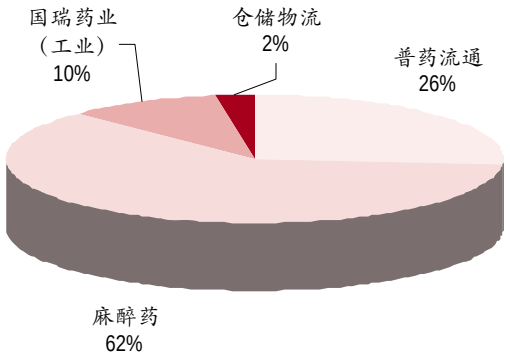
麻醉药业务是公司主要的利润来源。公司的投资收益主要来自参股子公司青海制药和宜昌人福两家麻醉药生产企业，2012 年公司来自两家子公司的投资收益为 8036 万元，与麻醉药批发业务利润合计为 2.10 亿元，占公司净利润的 62%，麻醉药业务已成为公司主要利润来源。

图表 12.2009 年-2013 年来自联营公司的投资收益



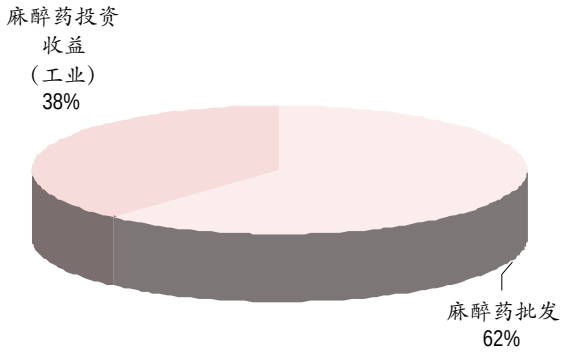
资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 13.2012 年公司净利润构成



资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 14.2012 年公司麻醉药收益构成

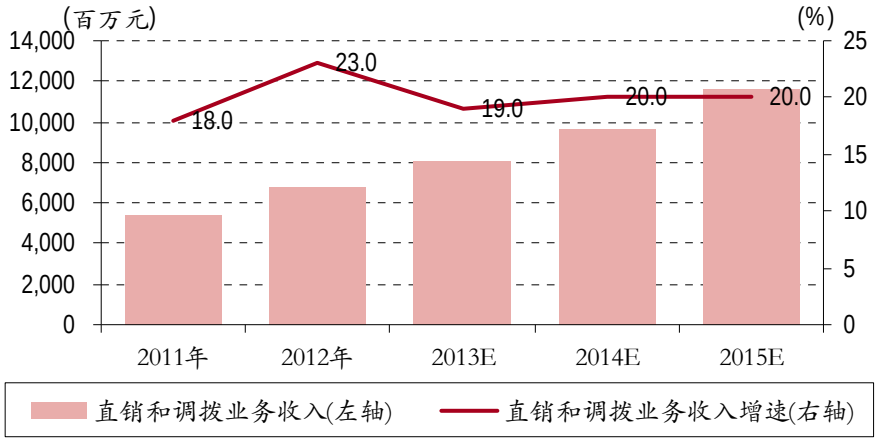


资料来源：公司资料，中银国际研究

直销业务稳步增长，其优势构成新业态的坚实基础

公司的商业直销业务在北京地区具备优势。公司的传统流通业务由北京地区直销业务和全国商业调拨业务构成，直销业务毛利率高于调拨业务，是公司流通业务的重点发展方向之一。医药商业直销业务是指公司将从其他企业购进的产品直接销售给医院、药店等，直销业务的核心资源是下游医院客户，更准确讲是公司和医院的关系。通过医院销售的药品占我国药品销售额的80%，医院是药品销售的主要渠道，因此也是医药商业公司争夺的重点，争夺到的医院就成为商业公司的核心资源。一家商业公司覆盖的医院数量和质量体现出该公司的竞争力。公司的直销业务覆盖北京85%左右的一二级医院，覆盖北京全部三级医院，在北京地区的医药商业领域排名第五，市场份额约7%。公司的商业直销业务发展稳健，我们预计公司的商业直销业务今后3年的收入增速20%左右，2013年—2015年公司的直销和调拨业务收入的增速20%左右。

图表15.直销和调拨业务收入增长情况及预测



资料来源：公司资料，中银国际研究

公司覆盖的大量优质医院是发展新业态的坚实基础。由于直直销业务的毛利率低，商业调拨业务的毛利率更低，因此依托医院这一核心资源开拓新的利润来源成为流通企业的要务。现有的医药商业新业态主要以给医院提供增值服务为主，因此拥有医院资源的多寡和优劣成为流通企业发展新业务的重要因素。公司覆盖了北京地区的大量优质医院，是发展增值服务等新业务的坚实基础。

新的流通业态以药房托管为核心，向上下游拓展盈利空间

公司正在通过开展多元化增值服务发展一站式综合服务。随着公立医院改革和“医、药分开”的推进，药房托管将成为这种新业态的核心环节，流通企业将通过药房托管分享医院药品市场的利益。

围绕医院资源，公司已经开展了医院信息服务、医院物流、药房托管等增值服务。1、公司为总参总医院开发了院内物流系统，为空军总医院开发了 VMI 系统，参与了友谊医院信息对接专项改造工程；2、拓展北京市医院药房托管业务，公司目前已为潞河医院、宣武医院建立了院内药房。3、其它增值服务。公司还可以给医院提供的其它增值服务包括进口药品质量检验、药品的包装和再包装等。公司覆盖的大量优质医院均是公司今后争取提供这些增值服务的目标客户。

从行业发展方向看，能够提供传统销售服务、物流以及其它增值服务等一站式综合服务的流通企业将日益受到医院和上游生产企业的重视。公司在传统销售及物流能力方面基础扎实、优势突出，当前开展的增值服务对公司向一站式综合服务商的发展意义突出。从当前看，这些增值服务不但增进了公司和医院的合作关系，有利于提升公司销售额在医院的份额，而且有利于公司和医院共同发掘目前流通环节中的价值损耗并寻求解决方法，同时有利于提高公司对医院的质量，增强公司的竞争实力；从长远看，药房托管模式是今后公立医院改革中实现“医、药分开”的 最可能方式，是流通企业深度介入医院药品市场从而分享 该市场利益的理想途径。随着公立医院改革和“医、药分开”的推进，药房托管将成为这种模式的核心环节。

今后在以药房托管为核心的一站式综合服务的新业态下，流通企业两头受挤压的格局将发生逆转，流通企业对上下游的议价能力将明显增强，盈利空间大开。目前流通企业在药品产业链中处于弱势地位，下游医院挟“终端为王”的优势挤占流通企业利润和现金流，上游生产商对流通企业的要求越来越高，导致流通企业利润两头遭受挤压。在以药房托管为核心的新业态下，流通企业不但能通过托管分享医院药房的利润，而且能摒除医院对直销业务利润的挤压；同时，流通企业通过托管获得对药房的控制权和话语权，有利于提升自身对上游生产商议价地位。

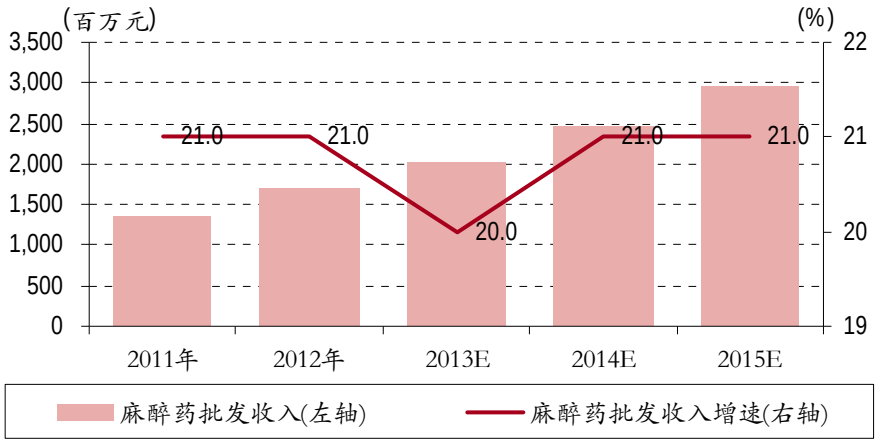
垄断麻醉药一级批发市场，雄踞上下游贯通的“要道”

公司的麻醉药全国性批发资格属于稀缺的政策资源，公司既拥有稀缺的政策资源又拥有突出的经营实力。麻醉药的产销资格受国家严格管控。我国 2005 年颁布的《麻醉药品和精神药品管理条例》对企业生产和经营麻醉药及精神药品的资格做出严格规定，实行定点生产和指定经营制度，将麻醉药和一类精神药品的经营商分为全国性批发企业和区域性批发企业，全国性批发企业向区域性批发企业或者医疗机构销售麻醉药和一类精神药品。公司是指定的 3 家全国性批发企业之一，其他两家是上海医药和重庆医药，公司占全国一级批发市场 85%的份额,，几乎垄断全国一级批发市场，在麻醉药从上游生产企业向下游的流通过程中处在非常重要的环节，是上下游企业积极寻求合作的对象。

公司深耕麻醉药市场多年，根基深厚，地位突出。公司前身中国医药公司自建国初期承担全国麻醉药品经营管理工作，几十年来积累了丰富的经营管理经验，为我国麻醉药品流通渠道的建立和管理体系的形成发挥了重要作用。公司在全国各地设有 10 个储存点，向下游近 600 家区域性批发企业提供充分的货源保证，满足各地麻醉药品的需求。公司以引导麻精用药的合理市场需求为基础，持续开展"特药培训项目"，共计培训 42 场次，覆盖 39 个地级市，培训医疗单位 5483 家，药师受训人数总计约 1.24 万余人；公司还积极配合国家卫生局全面推进电子印鉴卡网络管理项目，开发完成了《麻醉药品、第一类精神药品电子印鉴卡系统》，将逐步开展试点工作。公司在多年经营过程中与麻醉药上下游客户及政府监管部门建立了非常良好的关系。在我国麻醉药领域具有突出地位。

麻醉药市场空间大，增长快，利润率高。和医疗发达国家相比，我国麻醉药市场品种少、使用范围狭窄，仍有很大空间，目前市场规模不足百亿元，年均增速 20%左右，快于医药行业整体增速，一级批发业务毛利率为 12%-14%，远高于一般药品批发业务。我们预计 2013 年—2015 年公司的麻醉药批发业务收入增速 20%左右。

图表 16.麻醉药批发业务收入增长情况及预测



资料来源：公司资料，中银国际研究

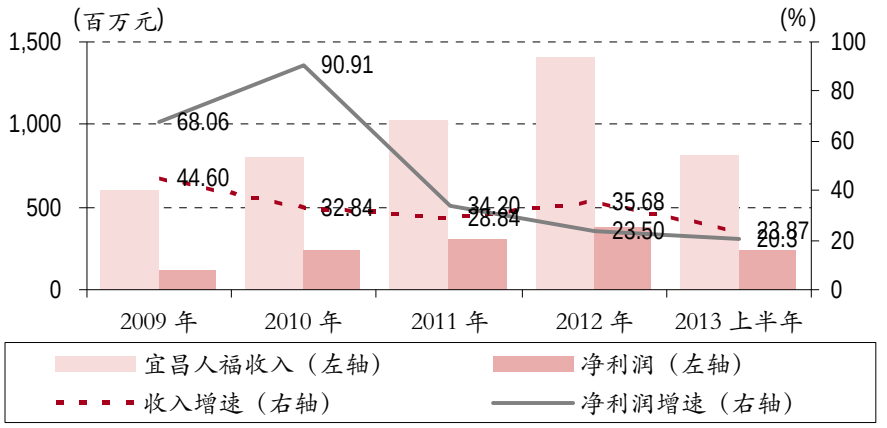
争上游，望下游，意欲最大程度分享麻醉药市场的成长

公司已参股上游两家麻醉药生产企业，正在争取参控股更多上游生产企业。

公司于 2004 年参股了青海制药和宜昌人福，介入麻醉药生产领域，分享上游利润。参股后两家企业为公司带来了稳定增长的投资收益。青海制药是我国老牌麻醉药原料药生产企业，主要生产中低端麻醉药，公司持股 47.10%。宜昌人福（公司持有其 20%股权）是国家麻醉药品定点研发生产企业，其麻醉系列新药产业化项目已被国家发改委列入国家高技术产业化示范工程。人福生产经营 200 多个品种品规的制剂及原料药，包括枸橼酸芬太尼原料及制剂、国家二类新药盐酸瑞芬太尼原料及制剂、国家三类新药枸橼酸舒芬太尼原料及制剂和二类精神药品咪达唑仑原料及制剂。除麻醉类药品外，人福还生产瑞丁、瑞尼、福必安、泰瑞特、普复舒、倍泰等名牌产品，在业内具有较高的知名度和良好的信誉。2012 年人福营业收入 14.01 亿元，同比增长 35.68%，净利润 3.83 万元，同比增长 23.50%。

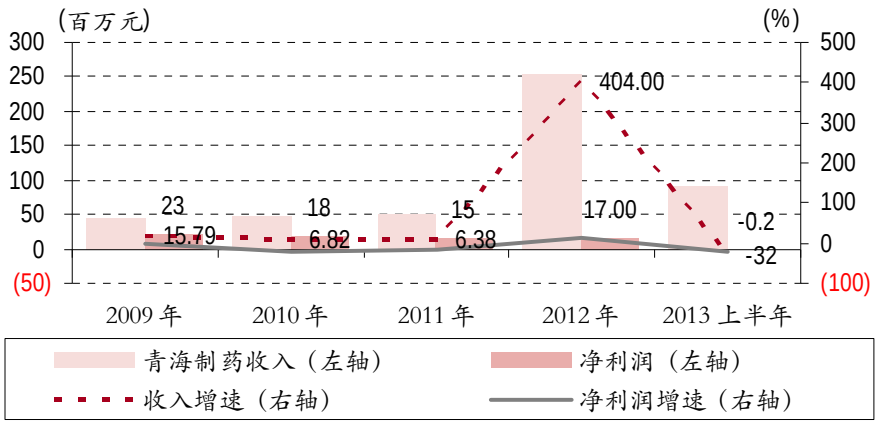
我国现有麻醉药生产企业约 18 家，公司通过参控股生产企业，既能分享上游利润，又能通过增强对生产企业的掌控能力以获得更稳定的产品来源，巩固自身在批发领域的优势地位；同时，被参控方也能充分利用公司的全国批发渠道优势促进产品销售。

图表 17.宜昌人福（公司参股 20%）收入及净利润



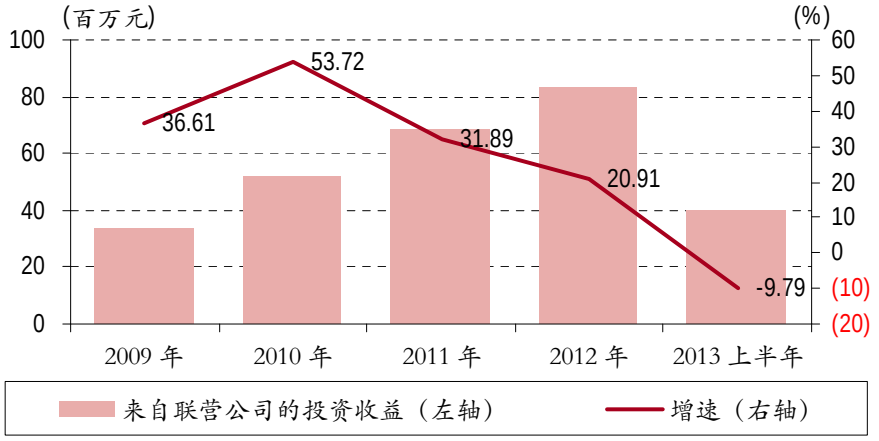
资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 18.青海制药（公司参股 47.10%）收入及净利润



资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 19.公司的投资收益增长情况（主要来自宜昌人福和青海制药）



资料来源：公司资料，中银国际研究

公司争取参控股下游区域性批发企业。区域性批发企业一般在当地拥有稳定的医院终端资源。区域批发企业所处的麻醉药二级批发市场不但具有更高的毛利率，而且市场规模远大于一级批发市场。公司在一级批发市场的市场份额近于饱和，通过参控股介入市场空间更大的 二级批发市场，将极大拓开公司在麻醉药领域的发展空间。

公司发挥在麻醉药批发领域的突出优势，争取参控股上下游企业，从中短期看是拓宽发展空间和盈利空间，并通过差异化发展提升在集团中的地位；从长期看有利于麻醉药产业链形成产供销一体化的新业态，公司有望成为新业态的最大受益者。

工业迎接新一轮业绩增长

公司的医药工业业务由控股子公司国瑞药业经营。国瑞药业注册地在淮南，注册资金3亿元，公司持股比例为98.31%。国瑞拥有的产品种类达160多种，多为低毛利率的化学普药，2008年国瑞推出心脑血管新药依达拉奉，推动业绩取得了阶段性较快增长，目前由于生产厂家较多，该产品的市场竞争加剧，价格在招标中压力；国瑞药业的另一主打产品克林霉素磷酸酯因为生产工艺较为严格、相应的定价相对较高、上半年其在部分省份的招标中失利，公司正在争取依达拉奉和克林霉素磷酸酯的优质优价资质，若能成功便能减轻招标价格压力。总体看，虽然国瑞的业绩短期受到影响，但公司已在营销、新产品储备等多方面做足准备迎接国瑞新一轮发展和业绩增长。

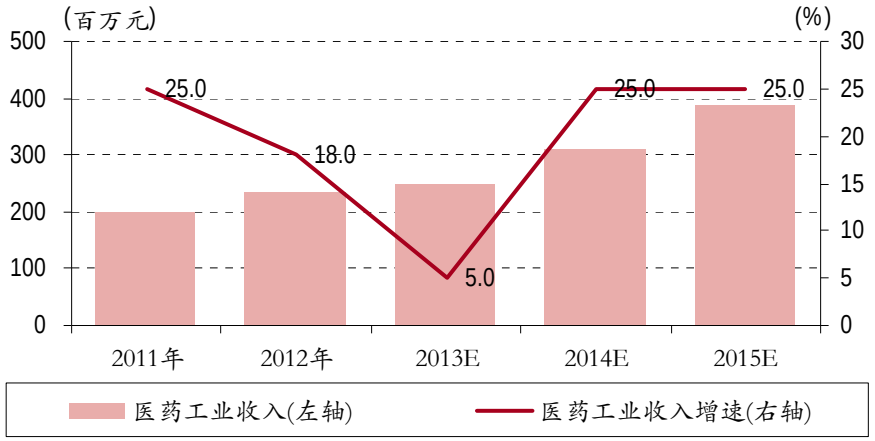
营销方面迈入新平台，公司已顺利将国瑞营销中心迁至北京，围绕搭建完整而坚强有力的营销架构，积极进行营销队伍的筹建工作，探索多模式营销及更适宜国瑞的营销管理模式，全面启动了出口业务、参与基药产品再上市、贴牌加工产品的销售工作。

"退城进园"项目进入尾声。2013年上半年，国瑞的项目主要进行了土建工程收尾、室外及净化安装工程施工、设备的安装调试以及GMP认证准备等各项工作，预计2014年初将投产。

重要新产品在研。国瑞在研首仿药无水乙醇，有望成为下一个推动业绩增长的潜力品种。无水乙醇主要用于肝肾囊肿的治疗，市场空间大，有望接力依达拉奉推动业绩增长。公司还与上医工院合作启动了"倍他司汀原料晶型研究"等三个项目，完成了富马酸替诺福韦二吡呋酯片项目、阿托伐他汀钙分散片项目、阿齐沙坦原料及其制剂项目等新项目的研发立项。

国瑞药业将全面进入新一轮发展阶段，我们预计国瑞药业2013年—2015年的收入增速分别为5%、25%和25%。

图表20.国瑞药业收入增长情况及预测



资料来源：公司资料，中银国际研究

大型现代化仓储物流中心的价值日益突出

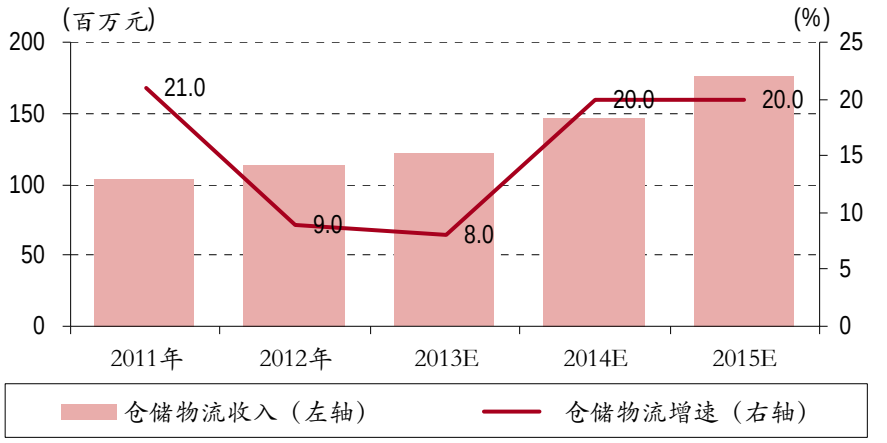
公司拥有大型现代化仓储物流中心。公司的仓储物流业务由控股子公司国药物流公司（主要为医药专业第三方物流）和国药空港公司（主要为进口医药品种保税仓储）经营。国药物流在大兴区拥有大型仓储物流中心，建筑面积16000平方米，储位数量12000个，年配送能力近100亿元，物流覆盖北京及周边500公里范围，是华北地区最大的现代化医药仓储物流中心之一，获得了《药品经营质量管理规范》（GSP）认证。由于土地成本不断上升，新建成本越来越高，现有的大型仓储物流中心 的价值日益突出，已成为衡量流通企业竞争力的重要指标。

拥有大型现代化仓储物流中心的企业将在新版GSP认证过程中受益。2012年4月25日卫生部发布的《药品经营质量管理规范（修订草案）》征求意见稿，对药品在流通过程中的运输和存储环节的管理模式、技术应用和设备配备提出更具体和更严格的要求，突出现代医药物流的理念，推动我国医药流通行业向专业化、规模化和第三方物流方向发展。我们预计未来的新版GSP认证对仓储物流的条件要求显著提高，小型流通企业将难以承受其带来的成本上升压力，医药流通行业将面临洗牌， 拥有大型现代化仓储物流中心的企业将从中受益。

信息流助力仓储物流业务。公司与辉瑞共同推进的万艾可渠道追踪项目已全面上线，供应商可通过互联网时时监控药品流向，推进公司与供应商在信息领域深入合作。公司还以与辉瑞的合作为契机，创新经营模式，搭建了全国零售服务平台，为零售网络拓展和增加直销市场覆盖率打下了良好的基础。

仓储物流业务快速增长。公司的仓储物流中心不但为公司的业务提供保障，而且为大型药企提供第三方物流服务，近年来发展良好。预计未来在新版GSP认证的推动下小型流通企业对第三方物流的需求将提升，公司的第三方物流业务将获得快速发展。我们预计公司2013年—2015年仓储物流业务的收入增速分别为8%、20%和20%。

图表21.仓储物流业务收入增长情况及预测

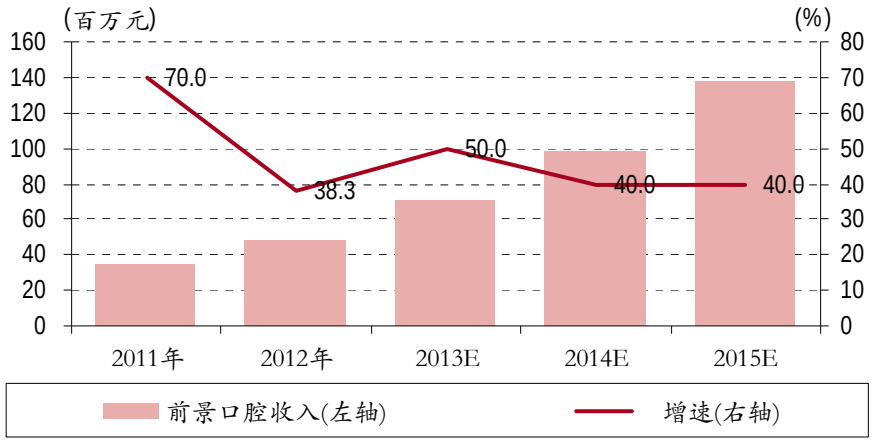


资料来源：公司资料，中银国际研究

前景口腔前景乐观发展迅猛

公司的控股子公司前景口腔科技有限公司成立于 2004 年 8 月，专注于代理口腔专业药物，主要代理产品为口腔专用局部麻醉药品“必兰”（Articaine）和牙周炎局部治疗药物“派丽奥”（Periocline），前景口腔拥有全国范围的营销管理与服务团队，在国内口腔医疗市场已拥有近 5000 家的终端客户及商业客户，并在终端客户中建立了良好的信誉，预计今后还会增加代理理种植牙、正畸治疗产品等。我国口腔诊疗市场发展空间巨大， 前景口腔近年来发展迅猛，我们预计前景口腔 2013—2015 年收入增速分别为 50%、40%和 40%，是公司发展最快的子公司，很快将成为公司重要的利润来源。

图表 22.前景口腔收入增长情况及预测

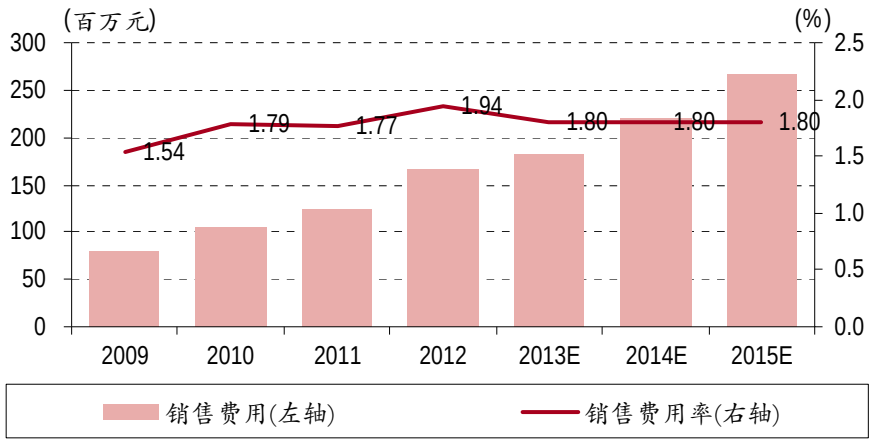


资料来源：公司资料，中银国际研究

财务状况

2012 年公司销售费用为 1.66 亿元，销售费用率为 1.94%；2013 年上半年销售费用率为 1.80%，稳中有降。流通业务是公司主要的收入构成，公司的流通业务已较为成熟，我们预计公司的销售费用率 2013-2015 年将保持 1.80%。

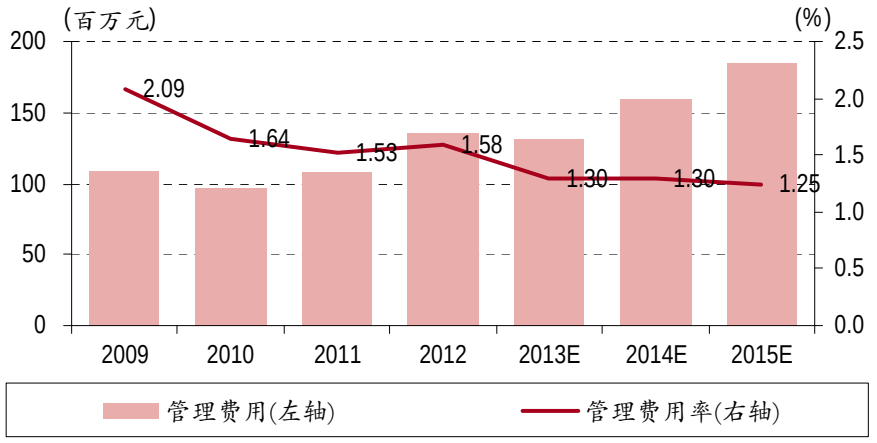
图表 23.公司销售费用预测



资料来源：公司资料，中银国际研究

2012 年公司管理费用为 1.36 亿元。管理费用率为 1.58%；2013 年上半年，公司的管理费用率为 1.30%，有所下降，管理效率进一步提升。公司的管理稳定，管理费用控制良好，预计 2013 年-2015 年管理费用率将保持 1.30%左右。

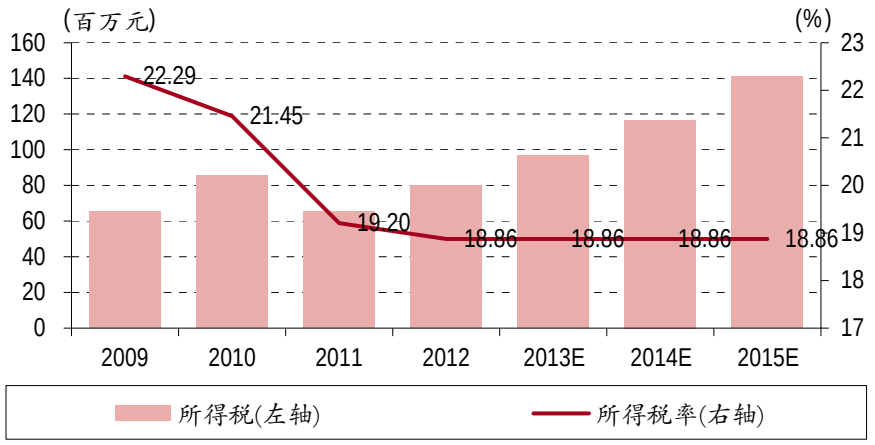
图表 24.公司管理费用预测



资料来源：公司资料，中银国际研究

公司 2010-2012 年的实际所得税率分别为 21.45%、19.20%、18.86%，公司本部按 25%的税率缴纳企业所得税，下属子公司国瑞药业所得税率为 15%，其他子公司所得税率为 25%。我们预计未来 3 年公司的实际所得税率保持在 19%以内。

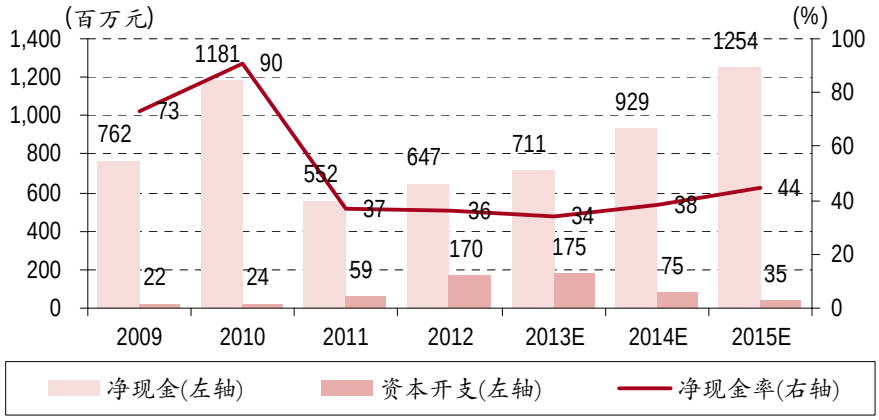
图表 25.公司所得税预测



资料来源：公司资料，中银国际研究

公司目前净现金额稳步增加，财务状况良好，2012 至 2014 年的资本开支主要是国瑞药业“退城进园”项目导致。我们预计 2013-2015 年的资本开支分别为 1.75 亿元、7500 万元、3500 万元。

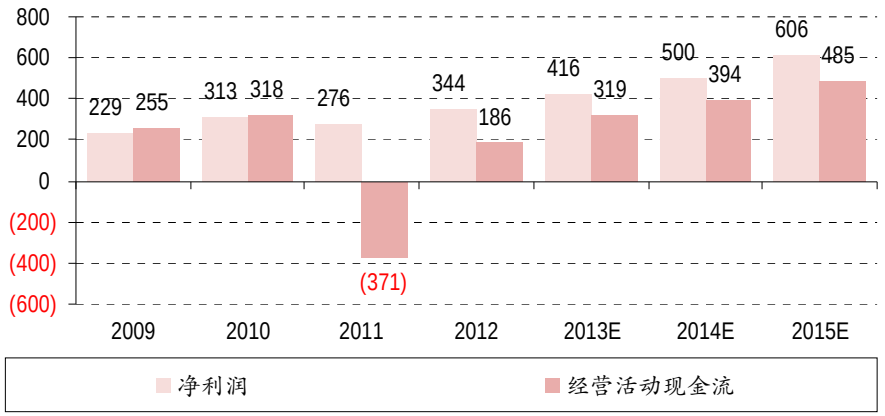
图表 26.公司净现金及资本开支



资料来源：公司资料及中银国际研究

除 2011 年外，近年公司的经营性现金流和净利润匹配较为良好，显示公司的经营业绩稳步增长，对销售回款工作高度重视。2011 年受限抗、降价等因素影响，以及国际原碘价格大幅上涨，公司的经营性现金流为-3.71 亿元。我们预计 2013 年经营性现金流为 2.62 亿元。

图表 27.公司经营活动现金流情况



资料来源：公司资料及中银国际研究

风险因素

政策因素：药品降价、医改推进等政策因素给公司发展带来的不确定。

整合因素：国药集团整合的进展和方案给公司发展带来不确定。

并购因素：公司在新业态发展方面面临的不确定。

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	7,042	8,592	10,143	12,235	14,748
销售成本	(6,593)	(8,024)	(9,428)	(11,352)	(13,668)
经营费用	(222)	(295)	(308)	(373)	(446)
息税折旧前利润	227	273	408	510	633
折旧及摊销	(20)	(23)	(25)	(28)	(30)
经营利润 (息税前利润)	207	250	383	482	603
净利息收入/(费用)	(19)	(27)	(27)	(27)	(27)
其他收益/(损失)	153	201	157	161	171
税前利润	341	424	513	616	747
所得税	(66)	(80)	(97)	(116)	(141)
少数股东权益	(5)	(8)	(9)	(10)	(11)
净利润	271	336	407	490	595
核心净利润	253	329	350	432	538
每股收益(人民币)	0.57	0.70	0.85	1.02	1.24
核心每股收益(人民币)	0.53	0.69	0.73	0.90	1.12
每股股息(人民币)	0.06	0.22	0.34	0.41	0.50
收入增长(%)	19	22	18	21	21
息税前利润增长(%)	(33)	21	53	26	25
息税折旧前利润增长(%)	(30)	20	50	25	24
每股收益增长(%)	(13)	24	21	20	22
核心每股收益增长(%)	(9)	30	6	24	24

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	341	424	513	616	747
折旧与摊销	20	23	25	28	30
净利息费用	19	27	27	27	27
运营资本变动	(653)	(153)	(77)	(85)	(93)
税金	(66)	(80)	(97)	(116)	(141)
其他经营现金流	(33)	(55)	(72)	(76)	(86)
经营活动产生的现金流	(371)	186	319	394	485
购买固定资产净值	(59)	(170)	(175)	(75)	(35)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	40	128	5	89	99
投资活动产生的现金流	(19)	(41)	(170)	14	64
净增权益	1	3	0	0	0
净增债务	0	150	0	0	0
支付股息	(239)	(29)	(105)	(163)	(196)
其他融资现金流	(1)	(175)	(27)	(27)	(27)
融资活动产生的现金流	(239)	(50)	(132)	(190)	(223)
现金变动	(629)	95	17	218	326
期初现金	1,176	579	694	711	929
公司自由现金流	(403)	140	162	421	561
权益自由现金流	(428)	251	122	381	521

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	579	694	711	929	1,254
应收帐款	1,507	1,733	2,080	2,496	2,995
库存	761	1,079	1,240	1,427	1,641
其他流动资产	99	239	278	325	381
流动资产总计	2,947	3,745	4,310	5,176	6,271
固定资产	220	388	514	539	523
无形资产	8	67	77	85	92
其他长期资产	377	359	440	441	442
长期资产总计	605	814	1,031	1,065	1,058
总资产	3,552	4,559	5,341	6,242	7,329
应付帐款	1,563	2,219	2,663	3,195	3,834
短期债务	0	150	150	150	150
其他流动负债	110	142	169	201	239
流动负债总计	1,673	2,511	2,982	3,546	4,223
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	346	179	179	179	179
股本	479	479	479	479	479
储备	1,010	1,317	1,619	1,946	2,345
股东权益	1,489	1,796	2,098	2,425	2,824
少数股东权益	44	74	83	93	103
总负债及权益	3,552	4,559	5,341	6,242	7,329
每股帐面价值(人民币)	3.1	3.8	4.4	5.1	5.9
每股有形资产(人民币)	3.1	3.6	4.2	4.9	5.7
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.2)	(1.1)	(1.2)	(1.6)	(2.3)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	3.2	3.2	4.0	4.2	4.3
息税前利润率(%)	2.9	2.9	3.8	3.9	4.1
税前利润率(%)	4.9	5.0	5.1	5.0	5.1
净利率(%)	3.9	3.9	4.0	4.0	4.0
流动性					
流动比率(倍)	1.8	1.5	1.4	1.5	1.5
利息覆盖率(倍)	7.7	5.9	8.9	11.1	13.9
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.3	1.1	1.0	1.1	1.1
估值					
市盈率 (倍)	33.1	26.7	22.0	18.3	15.1
核心业务市盈率 (倍)	35.5	27.3	25.7	20.8	16.7
目标价对应核心业务市盈率 (倍)	48.4	37.2	35.0	28.3	22.8
市净率 (倍)	6.0	5.0	4.3	3.7	3.2
价格/现金流 (倍)	(24.2)	48.3	28.1	22.8	18.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	36.1	30.2	20.0	15.6	12.1
周转率					
存货周转天数	38.2	41.9	44.9	42.9	41.0
应收帐款周转天数	64.1	68.8	68.6	68.3	68.0
应付帐款周转天数	78.6	77.7	84.1	83.7	83.3
回报率					
股息支付率(%)	10.6	31.4	40.0	40.0	40.0
净资产收益率 (%)	19.4	20.4	20.9	21.7	22.7
资产收益率 (%)	7.9	8.5	8.4	8.6	8.9
已运用资本收益率(%)	14.9	15.0	18.3	19.9	21.6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

国药一致(000028.CH/人民币 42.08, 未有评级)

嘉事堂(002462.CH/人民币 15.61, 未有评级)

上海医药(601607.CH/人民币 15.57，未有评级)

瑞康医药(002589.CH/人民币 45.45, 未有评级)

国药控股（1099.HK/港元 19.46，未有评级）

以 2013 年 9 月 30 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；

谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；

持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371